

TCC/UNICAMP  
Av32f  
IE/582



1290000582



IE

TCC/UNICAMP Av32f

----- *Campinas*  
*Instituto de Economia*



*Monografia 2 - Relatório Final*

*Fundos de Pensão: caracterização do quadro atual, com ênfase em sua participação no processo de privatização*

*Orientador: Prof. Dr. Flávio Marcílio Rabelo*

*Orientado: Ricardo Rezende Gomes Avelino*

*RA: 951445*

TCC/UNICAMP  
Av32f  
IE/582

**CEDOC/IE**

# Índice

Introdução	1
Capítulo 1: Fundos de Pensão: Caracterização do Quadro Atual	7
1.1-Origem e Objetivos	7
1.2-Estrutura	9
1.2.1-Número de EFPPs	10
1.2.2-População Coberta	11
1.2.3-Distribuição Geográfica	12
1.2.4-Tipo de Plano Oferecido	13
1.2.5-Administração dos Recursos	14
1.2.6-Tributação	15
1.3-Evolução da Legislação	16
1.4-Evolução dos Ativos e Distribuição dos Investimentos	25
1.4.1-Títulos Públicos	29
1.4.2-Depósitos a Prazo	31
1.4.3-Ações	32
1.4.4-Investimentos Imobiliários	33
1.4.5-Empréstimos a Participantes e Financiamentos Imobiliários	34
1.4.6-Fundos de Investimento	35
1.5-Situação Atuarial	36
Capítulo 2: O Processo Brasileiro de Privatização	39
2.1-O Setor Produtivo Estatal na Economia Brasileira	39
2.2-O Programa Nacional de Desestatização	41
2.3-Principais Resultados e Aquisições dos Fundos de Pensão	47
Capítulo 3: A Influência dos Investidores Institucionais na Gestão das Empresas	53
3.1-A Justificativa para os Incentivos à Performance e os problemas Decorrentes	53
3.2-As Mudanças da propriedade Corporativa nos Anos Oitenta	60
3.3-O Impacto da Liquidez e da Informação Assimétrica sobre o Ativismo dos Investidores Institucionais	63
3.4-O Caso Brasileiro	71
Conclusão	80
Referências Bibliográficas	87
Glossário das Siglas Utilizadas	89

## Introdução

Atualmente, em todo o mundo os sistemas de seguridade social públicos enfrentam grave crise e muitas têm sido as propostas e as medidas tomadas para reformulá-los, gerando uma acirrada discussão entre os partidários da manutenção irrestrita dos benefícios sociais conquistados e os defensores de um estado mínimo. Os fatores principais apontados como responsáveis por essa crise podem ser sumarizados nas alterações ocorridas em variáveis demográficas, tais como a elevação da expectativa de vida da população e a diminuição da relação entre o número de contribuintes e o número de beneficiários do sistema.

Se os sistemas de seguridade social públicos atravessam grave crise, observamos, por outro lado, a partir da década de 80, sobretudo nos países centrais, um extraordinário crescimento do volume de ativos movimentados pelos investidores institucionais, particularmente pelos fundos de pensão<sup>1</sup>. As principais razões são o crescimento da renda pessoal disponível, a concentração da população na faixa entre 40-55 anos, devido ao fenômeno dos *baby-boomers* no pós-II G.M., e a referida crise do *welfare state* nos países centrais.

Grande parte do portfólio dos fundos de pensão está concentrado em ações. Em fins dos anos 80, entretanto, observamos nos Estados Unidos e no Reino Unido uma tendência ao maior envolvimento dos fundos de pensão em questões relativas à governança corporativa<sup>2</sup>, na tentativa de solucionar os problemas decorrentes da separação do controle e da propriedade das empresas. Esse maior ativismo dos fundos tem inclusive levado alguns autores como Useem (1996) a falar no surgimento de uma nova espécie de capitalismo: *investor capitalism*. A adoção da postura de acionista ativo foi reforçada pela resolução do Departamento de Trabalho dos Estados Unidos, através do Employee Retirement Income Security Act (ERISA), que chegou à conclusão de que é um dever dos curadores dos fundos monitorar as empresas nas quais detêm participações.

---

<sup>1</sup> Os ativos dos fundos de pensão como percentagem do PIB passaram nos Estados Unidos, Reino Unido, Holanda, Canadá, Suíça e Japão de, respectivamente, 24% , 23% , 46% , 17% , 51% e 2%, em 1980, para 54% , 82% , 85% , 45% , 71% e 23% , em 1993. Fonte: Raimundo (1997).

<sup>2</sup> Governança Corporativa é um tema tradicionalmente vinculado com a relação agente-principal e, nessa perspectiva, sua função básica é minimizar a perda residual associada à separação da propriedade do controle das corporações.

Isso posto, cabe agora, partindo da experiência norte-americana da qual se dispõe de estudos a respeito, examinar o que desejam os fundos. Basicamente, melhorar o desempenho financeiro das empresas sem se envolver diretamente na administração. Os canais utilizados para isso são a nomeação de um certo número de diretores independentes (não executivos) no conselho de direção das empresas, o estabelecimento de votações secretas de resoluções de *proxy* e a obtenção de informações a respeito da remuneração dos executivos, procurando atrelá-las ao desempenho financeiro das empresas, através da preferência na aquisição de ações. Nesse ponto, surge o problema do *free-rider*. Na medida em que os benefícios resultantes da adoção da postura de acionista ativo são apropriados não só por esse, mas por todos os demais, o princípio da excludibilidade não se aplica. Sendo assim, numa situação em que os agentes sejam racionais e o número de acionistas demasiadamente grande, um fundo isoladamente não terá incentivos para a adoção de tal postura. Ele esperará que os outros acionistas arquem com os custos da implementação dessa medida e será estimulado a atuar como “carona”<sup>3</sup>.

Com relação aos resultados proporcionados pelo ativismo dos fundos, os estudos divergem a respeito. Monks (1995) ressalta que a maioria dos estudos que apontam para a eficácia dessa postura são realizados por empresas de consultoria interessadas em vender esse tipo de serviço e que os estudos acadêmicos seriam muito mais céticos a respeito. Em contraposição, estudo realizado sobre o ativismo da Calpers (Nesbitt, 1994 e Smith, 1996) aponta para ganhos pequenos, embora estatisticamente significativos. Na mesma direção, interessante estudo realizado por Opler e Sokobin (1997), que concentrou-se no “ativismo velado” dos fundos, como publicação e circulação interna de listas de empresas com desempenho sofrível, forneceu indícios de que o ativismo coordenado pode ser eficaz, resultando na venda de negócios periféricos por parte da empresa alvo e no aumento de sua lucratividade.

No Brasil, a situação da Previdência Social não é diferente e se assemelha em muito ao observado no restante do globo. Quando ela foi criada, há 75 anos, a expectativa de vida da população era de 43 anos, sendo que 90% dos habitantes residiam na área rural, não tendo direito a qualquer tipo de benefício. Até a década de 60, havia 8 trabalhadores na ativa para cada aposentado. Todavia, alguns fatores contribuíram para que a situação se modificasse radicalmente nos dias atuais. Para se ter uma dimensão da gravidade do problema, o número de benefícios concedidos cresceu 15% em 1997. No mesmo período, a Previdência Social arrecadou 44,7 bilhões de reais, crescimento de 9% em relação ao ano anterior, tendo despendido 49 bilhões de reais para o pagamento de aposentadorias e pensões, 16% a mais do que em 1996, o que causou um déficit de 4,2 bilhões de reais, coberto por empréstimo do Tesouro Nacional.<sup>4</sup>

---

<sup>3</sup> Admati et al. (1994) mostraram, no entanto, que em um contexto de investidores avessos ao risco, a postura ativa de um grande acionista é consistente com o equilíbrio.

<sup>4</sup> Fonte: Gazeta Mercantil, 19 de janeiro de 1997.

O primeiro ponto que merece destaque é o crescimento da participação do setor informal na economia. Enquanto em 1990 os trabalhadores com carteira assinada representavam 57% da população economicamente ativa, em 1996 esse percentual reduziu-se para 46,6%. Isso tem sido causado pelo progressivo fechamento de postos de trabalho nos setores tradicionais da indústria, que contam com os sindicatos mais organizados, resultante do novo paradigma tecnológico vigente, que caracteriza-se pela automação crescente dos processos produtivos. Outro fator constantemente citado para a redução da participação relativa dos trabalhadores com carteira assinada são as despesas elevadas que incidem sobre a folha de pagamento, compreendendo não só os encargos trabalhistas, mas também uma série de contribuições como SESC e SENAI, entre outras.

Segundo, ocorreu um substancial aumento do número de anos nos quais os brasileiros recebem benefícios da Previdência Social. A expectativa de vida passou dos 43 anos, quando do surgimento da Previdência Social, para 68 anos no momento. Porém, a idade média com que os trabalhadores se aposentam é de 49,4 anos. Dessa maneira, enquanto o número de participantes do sistema totaliza atualmente 30 milhões de pessoas, os beneficiários somam 16 milhões, o que resulta numa relação de 1,9 para 1. De acordo com reportagem publicada na Revista Veja<sup>5</sup>, estudos realizados mostram que essa relação está bem aquém da considerada como ideal, de 4 para 1, necessária para que o sistema funcione sem problemas de caixa. Esses problemas têm sido postergados pelo já referido crescimento das receitas, resultante muito mais da política de combate à sonegação e da cobrança administrativa e judicial do que do aumento do número de contribuintes.<sup>6</sup>

Terceiro, ao longo dos anos, os recursos da Previdência foram destinados para uma série de fins que nada tinham a ver com o pagamento de aposentadorias e pensões, tais como o financiamento da construção de Brasília, o socorro fornecido ao rombo provocado no Instituto de Previdência e Assistência dos Industriários, o financiamento da construção da ponte Rio-Niterói, a formação do capital do Instituto de Resseguros do Brasil, a compra de ações da Companhia Siderúrgica Nacional, da Petrobrás e da Companhia Hidrelétrica do São Francisco, etc.<sup>7</sup> Somem-se à isso as monumentais fraudes aplicadas no sistema, de notório conhecimento da opinião pública.

Um sistema de previdência deve ser capaz, em primeiro lugar, de garantir a poupança necessária para o financiamento satisfatório do consumo durante a velhice e a invalidez para aqueles que contribuem. Segundo, de assegurar o financiamento solidário para os incapazes de poupar. Além disso, se estruturado sob o regime de capitalização, pode contribuir para o fomento da poupança nacional e

---

<sup>5</sup> Fonte: Revista Veja, 18 de fevereiro de 1998.

<sup>6</sup> Entretanto, esse aumento das receitas decorrente do combate à sonegação tende a perder importância. Segundo dados constantes da Gazeta Mercantil de 14 de julho de 1997, os débitos em atraso que, no final de 1996, somavam 106 mil, em julho de 1997, tinham se reduzido para 45 mil.

<sup>7</sup> Fonte: Revista Veja: 18 de fevereiro de 1998.

para o desenvolvimento do mercado de capitais, como um efeito colateral. A situação caótica em que chegou a Previdência Social, incapaz de desempenhar essas funções, tem ensejado já há algum tempo discussões e propostas visando reformá-la, acompanhando, em linhas gerais, o debate verificado nos países centrais.

Objetivando elevar a média dos proventos recebidos pelos aposentados, que atualmente é de 269 reais, o projeto de emenda constitucional aprovado recentemente em primeiro turno na Câmara dos Deputados propõe mudanças substanciais no sistema. Extingue a aposentadoria por tempo de serviço, estabelece um teto máximo de 1200 reais para os benefícios pagos pelo INSS, podendo este sofrer reajustes para manter o poder de compra da contribuição, e fixa em um salário mínimo o valor do menor benefício.

Além disso, introduz novo limite de idade para aposentar-se: 65 anos para os homens e 60 para as mulheres. No caso dos homens que tenham contribuído para a Previdência durante 35 anos e das mulheres que tenham contribuído por 30, as novas faixas etárias para se requerer aposentadoria são, respectivamente, 60 e 55 anos de idade. No caso dos servidores públicos, essa regra também é válida e eles terão que comprovar 10 anos de atividade e 5 anos de permanência no mesmo cargo. Para aqueles servidores cujos vencimentos superam 1200 reais, a aposentadoria integral será extinta, havendo um redutor que poderá cortar até 30% dos vencimentos.

As aposentadorias especiais, com exceção dos professores de ensino fundamental e médio e dos trabalhadores que desempenhem funções que ofereçam riscos à saúde ou à integridade física, serão extintas. Juizes, magistrados e militares perderão essa regalia, estando sujeitos às regras gerais da aposentadoria. Por fim, o benefício do salário família, ao contrário do que acontece hoje, ficará restrito aos trabalhadores de renda mais baixa. Essas propostas visam acabar com as distorções prevaletentes. Atualmente, 10% dos aposentados do INSS têm menos de 55 anos e os proventos que recebem são responsáveis por nada menos que um terço dos recursos gastos pelo INSS.

A experiência internacional nos mostra, entretanto, que um sistema de previdência padrão bem sucedido não pode ter como alicerce, somente, a previdência pública universal. Conforme bem definiu José Roberto Mendonça de Barros<sup>8</sup>, ele deve estar calcado num tripé: "previdência pública, universal, obrigatória, sob regime financeiro de repartição, com tetos de reposição; previdência complementar facultativa, de iniciativa do setor privado, sob regime de capitalização, desenvolvida por meio de entidades fechadas (fundos de pensão) e abertas (EAPP's e seguradoras); e, finalmente, pela poupança individual voluntária".

A previdência complementar no Brasil, composta principalmente pelas entidades fechadas ou fundos de pensão, cujo montante de recursos supera amplamente o das entidades abertas, visa justamente preencher essa lacuna, aberta pela previdência pública. O seu notável crescimento nos últimos anos tem sido

---

<sup>8</sup> Fonte: Gazeta Mercantil, 21 de outubro de 1997.

fortemente impulsionado pela incapacidade da previdência social de cumprir suas funções básicas, como garantir aposentadorias dignas aos brasileiros na velhice. O expressivo volume de seus ativos, que atualmente soma cerca de R\$ 75 bilhões, aliado ao longo prazo de maturação de suas obrigações, pode solucionar a carência de financiamentos de longo prazo na economia. Desde que a legislação conceda incentivos à constituição de novos fundos e dispense tratamento diferenciado ao sistema, seu patrimônio poderá ainda crescer significativamente, oferecendo uma alternativa ao papel desempenhado exclusivamente pelo BNDES nos dias de hoje.

Além disso, o crescimento da previdência complementar impactará, indubitavelmente, sobre a forma de gestão predominantemente familiar das empresas no Brasil. Os controladores relutam em abrir o capital social das companhias por diversos motivos, dos quais se destacam o temor de perder o controle das empresas e de fornecer uma maior transparência na administração e na contabilidade das firmas. No entanto, os vultosos volumes de recursos necessários à realização de um novo ciclo de investimentos na economia brasileira e a maior concorrência externa impulsionarão a adoção de um controle compartilhado, que se reflete numa administração profissional, sob pena de se perder oportunidades. Contudo, não está claro ainda qual a capacidade dos fundos de pensão de exercer uma atividade de monitoramento e disciplinamento nas empresas.

O objetivo desse trabalho é justamente traçar um perfil dos fundos de pensão no Brasil, dando ênfase à sua atuação no processo de privatização. Procurar-se-á acompanhar a evolução de suas participações acionárias nas empresas e verificar quais os incentivos que eles possuem para participar desse processo, além de explorar as transformações ocorridas nas estruturas de governança corporativa. Parte-se da hipótese de que, com a atuação maciça dos fundos de pensão no processo de privatização e a conseqüente aquisição de participações acionárias em empresas, que não constituem somente investimentos de portfólio, será inevitável um maior envolvimento dos fundos de pensão no controle corporativo das mesmas.

O trabalho será dividido em três capítulos, além da conclusão. No primeiro, busca-se caracterizar o quadro atual dos fundos de pensão no Brasil, ressaltando as origens e os objetivos do sistema, a sua estrutura, o desenvolvimento da legislação, a evolução dos ativos, a distribuição dos investimentos e a situação atuarial das EFPP's. Esse é um ponto de partida essencial para qualquer trabalho que procure investigar a influência dos fundos de pensão na economia brasileira, visto que as restrições impostas pela legislação condicionam em grande medida a alocação do portfólio das EFPP's nessa ou naquela modalidade de investimento, bem como têm impactos significativos sobre o próprio crescimento dos ativos.

O objetivo do segundo capítulo será analisar o processo brasileiro de privatização e a participação dos fundos de pensão. Inicia-se destacando as razões que motivam a intervenção do Estado na economia e fazendo uma breve discussão do contexto no qual o Programa Nacional de Desestatização foi implementado pelo governo brasileiro, chamando a atenção para o fato de que ele está inserido numa lógica mais ampla de crise fiscal e conseqüente necessidade de financiamento do Estado, de redução de sua presença na economia e diminuição dos entraves aos fluxos globais de mercadorias. A seguir, enfatiza-se os setores preferidos pelos

fundos de pensão para aquisição e os motivos que os levaram a tomarem-se agentes ativos nas privatizações.

Finalmente, no terceiro capítulo, com base na revisão da literatura internacional, procura-se identificar os possíveis fatores que conduzem a um maior envolvimento dos investidores institucionais nos assuntos relacionados à governança corporativa, enfatizando, entre outras coisas, o problema oriundo da relação agente-principal, a incapacidade dos contratos de solucionar os problemas da separação do controle e da propriedade, a onda de transferência da propriedade corporativa na década de oitenta e o papel da informação assimétrica e da liquidez na adoção de uma postura ativa por parte das EFPP's. Em seguida, a partir de informações obtidas junto aos próprios fundos e à periódicos especializados, além do levantamento das participações acionárias das EFPP's nas empresas, focalizam-se propriamente os canais de que os fundos nacionais dispõem e têm utilizado para exercer uma postura de acionista ativo.

Na conclusão, retomam-se em linhas gerais os principais pontos discutidos nos três capítulos, procurando, ao fim, fazer um balanço do envolvimento dos fundos nas questões referentes à governança corporativa.

## Capítulo 1: Fundos de Pensão: Caracterização do Quadro Atual

### 1.1-Origem e Objetivos

A origem dos fundos de pensão no Brasil remonta ao início desse século. No final do século XIX surgem os primeiros montepios, ligados às categorias profissionais mais dinâmicas da economia, como ao setor exportador e ao funcionalismo público. Eles tinham por objetivo, mediante quotas mensais, garantir o pagamento de pensão aos herdeiros, em caso de morte. A Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil (Previ), fundo de pensão mais antigo do país, por exemplo, surge da transformação da Caixa de Montepio dos Funcionários do Banco da República do Brasil, criada em 1904, em Caixa de Previdência.<sup>9</sup> Ela sempre constituiu-se num dos motivos de atração à carreira.

No início dos anos 70, assistimos ao surgimento de instituições assemelhadas, patrocinadas pela Companhia Vale do Rio Doce, Petrobrás e Copel. Naquela época, os fundos já eram responsáveis pela movimentação de aproximadamente 10% do volume negociado nas bolsas de valores.<sup>10</sup> Entretanto, devido à ausência de regulamentação, em meados da década revelam-se enormes fraudes nos montepios, incapazes de arcar com os benefícios prometidos. Surge, então, a necessidade de uma regulamentação estatal, com o intuito de promover a moralização e a viabilização de um segmento institucional visto como forma de fortalecer o mercado de capitais e de promover uma política mais adequada de recursos humanos, a espelho do que ocorria nos países avançados.

Isso veio a ocorrer com a promulgação da lei nº 6435 de 15 de julho de 1977, a qual estabelece que as entidades fechadas de previdência privada (EFPP's) "têm por objeto constituir planos privados de concessão de pecúlios ou rendas, de benefícios complementares ou assemelhados aos da previdência social, mediante contribuição de seus participantes, dos respectivos trabalhadores ou de ambos". A lei 6435/77 também determina que as EFPP's devem "formar reservas técnicas mediante um processo ininterrupto de capitalização e das contribuições mensais dos participantes e das empresas patrocinadoras, visando ao pagamento dos benefícios aos seus participantes, conforme contratos previamente assinados".

---

<sup>9</sup> Criada por um grupo de 51 funcionários, em 16 de abril de 1904, para garantir o pagamento de pensão para herdeiros, a Caixa de Montepio transformou-se em Caixa de Previdência por iniciativa dos funcionários, que não aderiram ao Instituto de Aposentadoria e Pensão dos Bancários, quando da criação da Previdência Oficial pelo governo em 1934.

<sup>10</sup> Matijascic (1993).

Elas são entidades de direito privado e se diferenciam das entidades abertas pelo fato de serem restritas aos empregados e dependentes das empresas patrocinadoras. Além disso, enquanto investidoras institucionais, estão sujeitas a importantes regulamentações no tocante à aplicação dos recursos e impossibilitadas de distribuir os lucros, como maneira de garantir os direitos dos participantes e preservar a solvência do sistema. Por fim, são enquadradas como entidades beneficiárias e gozam de imunidade tributária.<sup>11</sup>

As EFPP's organizam-se sob o regime de capitalização, diferentemente da previdência social, que organiza-se segundo o regime de repartição. No regime de capitalização, o participante contribui durante o período em que está na ativa visando a constituição de um fundo, individual ou coletivo, que financiará o pagamento de sua aposentadoria. Em contraposição, no regime de repartição simples, os trabalhadores da ativa, mediante suas contribuições, financiam o pagamento corrente dos benefícios dos inativos.

De modo semelhante ao que ocorre nos países desenvolvidos, o crescimento dos fundos de pensão encontra forte estímulo na falência do sistema de previdência social universal. O crescimento dos fundos patrocinados por empresas privadas assume maior relevância no novo cenário da economia mundial globalizada, no qual as empresas brasileiras, após promoverem uma reestruturação do quadro funcional, buscam diminuir a rotatividade da mão-de-obra qualificada, escassa no país. Acima de tudo, os fundos de pensão são uma política de recursos humanos, que visa a valorização da força de trabalho.

Devido ao seu caráter de complementariedade, a maioria das EFPP's estabelece o nível dos benefícios com base em um percentual do salário do trabalhador nos últimos anos em que estava na ativa, e se incumbe do pagamento da diferença entre esse nível e o teto estabelecido pela previdência oficial. Esse fato pode acarretar graves problemas atuariais no caso dos planos de benefício definido, conforme será visto detalhadamente no item 1.5, no caso de oscilações bruscas no valor dos benefícios pagos pelo INSS.<sup>12</sup>

---

<sup>11</sup> Adiante, no item que trata da evolução da legislação, veremos as inúmeras tentativas impetradas pelo governo visando por fim à imunidade tributária das EFPP's.

<sup>12</sup> Dados da SPC de 1995 mostram que somente os déficits da Previ e da Petros totalizavam, respectivamente, R\$ 6789,7 milhões e R\$ 5554,2 milhões, o que é demasiadamente elevado se considerarmos o volume de seus ativos, que naquela época atingiam R\$ 14708,6 milhões no caso da Previ e R\$ 3571,4 milhões no caso da Petros.

## 1.2-Estrutura

Os fundos de pensão são o segmento mais expressivo em volume de recursos dentre os investidores institucionais, que incluem ainda as seguradoras, as entidades abertas de previdência privada e os fundos mútuos de investimento. Em novembro de 1997, eles movimentavam US\$ 75,850.219 bilhões.<sup>13</sup> Atualmente, seu grau de cobertura ainda é modesto. O número de participantes ativos totaliza 1.679.006 pessoas, o que corresponde a 2,41% da população economicamente ativa, de 69.628.608 pessoas, segundo dados do IBGE<sup>14</sup>. Já o número de aposentados compreende apenas 298.760 pessoas<sup>15</sup>, enquanto a previdência social oficial paga a aposentadoria de 17 milhões de brasileiros. Em geral, o seu desempenho costuma ser melhor nos períodos de estabilidade econômica. Não se pode esquecer, no entanto, que grande parte dos recursos das EFPP's estão aplicados em fundos mútuos de investimento. Esses fundos mútuos, por constituírem-se numa forma segura de se proteger contra a elevação dos preços, auferem elevados lucros nos períodos de alta inflação.

Esses fatos demonstram o alto potencial de crescimento do sistema, cujos determinantes fundamentais são a rentabilidade dos investimentos e a entrada de recursos previdenciários, vis-à-vis a saída. A rentabilidade dos investimentos será analisada posteriormente, no item 1.4. Quanto à entrada e à saída de recursos previdenciários, constata-se que os fundos de pensão têm trabalhado com fluxo de caixa zero. À medida que o sistema vai atingindo a sua maturidade, a entrada de novos participantes tende a declinar, enquanto o número relativo de aposentados eleva-se substancialmente, fazendo com que as curvas de receitas e despesas se aproximem. Nesse ponto, esgota-se o potencial de crescimento proveniente dessa fonte.<sup>16</sup>

A seguir, apresentar-se uma breve exposição dos dados com relação a alguns indicadores referentes à forma como os fundos de pensão se estruturam, tais como o número de EFPP's, a população abrangida, a distribuição geográfica, o tipo de plano oferecido, a forma de administração dos recursos e a tributação. Eles possibilitam uma compreensão mais adequada da forma de funcionamento do sistema, antes que se passe à análise dos tópicos seguintes.

---

<sup>13</sup> Fonte: ABRAPP (Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Privada).

<sup>14</sup> Fonte: Gazeta Mercantil, 14 de julho de 1997.

<sup>15</sup> Fonte: ABRAPP, novembro de 1997. Fonte: Gazeta Mercantil, 14 de julho de 1997.

<sup>16</sup> Segundo dados da ABRAPP, para os 50 maiores fundos de pensão, que são em sua maioria patrocinados por estatais, essa fonte de crescimento já mostra-se secundária. No período compreendido entre 1985 e novembro de 1997 os ativos cresceram substancialmente, passando de US\$ 6.531 milhões a US\$ 64.516 milhões. Por sua vez, o número de participantes conheceu um crescimento mais modesto, elevando-se de 938 mil para 1.083 mil.

### 1.2.1-Número de EFPP's

Segundo dados da ABRAPP referentes a novembro de 1997, estavam autorizados a funcionar nessa data 339 fundos de pensão. A tabela 1 fornece a evolução do número de EFPP's autorizadas no período 1977-97. O número de fundos cresceu ininterruptamente até 1995. Nos últimos dois anos, porém, devido à reforma da Previdência em tramitação na Câmara, as empresas têm sido cautelosas no lançamento de novos planos, preferindo aguardar o resultado das modificações na legislação. Esse panorama deve ser modificado, entretanto, pelo decreto baixado em dezembro de 1996, que põe fim à obrigatoriedade do depósito mínimo de 7% sobre a folha salarial do ano anterior ao do funcionamento do fundo.

**Tabela 1- Evolução do Número de EFPP's Autorizadas. Período 1977-97.**

Período	Autorizadas
1977	1
1978	6
1979	57
1980	89
1981	101
1982	108
1983	116
1984	124
1985	137
1986	146
1987	161
1988	191
1989	206
1990	220
1991	226
1992	240
1993	271
1994	304
1995	329
1996	349
1997	352

FONTE: SPC, ABRIL DE 1997.

Embora não se disponha de dados detalhados, referentes a novembro de 1997, dados da Secretaria de Previdência Complementar (SPC), de abril do mesmo ano, mostram a distribuição das EFPP's por tipo de patrocinadora, conforme detalhado na tabela 2. Conforme é possível observar, aproximadamente dois terços estão ligadas a uma patrocinadora privada, enquanto o terço restante está vinculado às patrocinadoras públicas. Dentre as patrocinadoras públicas, destacam-se as empresas estaduais, seguidas pelas federais, enquanto dentre as patrocinadoras privadas há um ligeiro predomínio das empresas nacionais frente às estrangeiras. Até 1988-89, as EFPP's de empresas públicas eram maioria, porém a formação de

novos fundos por empresas privadas foi favorecida pela maior permissividade da legislação no tocante à composição de seu portfólio, que isentava-as, conforme será visto no item referente à evolução da legislação, da aquisição compulsória de títulos de rentabilidade duvidosa.

**Tabela 2-EFPP's por Tipo de Patrocinadora em 1997.**

Situação	PATROCINADORA PÚBLICA				PATROCINADORA PRIVADA							
	Federal	Estadual	Municipal	Total	Part. %	Nacional	Estrangeira	Total	Part. %	Gerál	Part. %	
Funcionando	37	70	2	109	96,46	125	93	218	91,21	327	92,90	
Normal	34	63	2	99	87,61	118	93	211	88,28	310	88,07	
Regimes Especiais	3	7	0	10	8,85	7	0	7	2,93	17	4,83	
Intervenção	0	1	0	1	0,88	2	0	2	0,84	3	0,85	
Liquidação	1	5	0	6	5,31	3	0	3	1,26	9	2,56	
Diretoria Fiscal	2	1	0	3	2,65	2	0	2	0,84	5	1,42	
Não Funcionando	0	4	0	4	3,54	17	4	21	8,79	25	7,10	
Total	37	74	2	113	100,00	142	97	239	100,00	352	100,00	

FONTE: SPC, ABRIL DE 1997.

### 1.2.2-População Coberta

Segundo dados da ABRAPP, relativos a novembro de 1997, os fundos de pensão contavam nessa data com 1.679.006 participantes ativos, 298.760 aposentados e 3.870.723 dependentes, totalizando uma massa abrangida de 5.848.489 pessoas. A evolução da população abrangida, expressa na tabela 3, permite concluir que, no período compreendido entre 1992 e novembro de 1997, houve um pequeno crescimento até 1994, ano em que atingiu o pico, retraindo-se depois, até estabilizar-se, em novembro de 1997, nos níveis observados em 1992. Entretanto, enquanto o número de aposentados praticamente duplicou no período, o número de participantes ativos permaneceu aproximadamente o mesmo.

**Tabela 3-Evolução da População Abrangida (em milhares de pessoas). Período 1992-1997.**

Tipo	1992	1993	1994	1995	1996	nov/97
Participantes Ativos	1680	1650	1756	1778	1698	1679
Aposentados	165	178	211	232	266	299
Sub-Total	1845	1828	1967	2010	1964	1978
Dependentes	4066	3876	4229	3988	3856	3871
Massa Abrangida	5911	5704	6196	5998	5820	5849

FONTE: ABRAPP, 1997.

A estagnação do número de associados deve-se fundamentalmente às demissões acontecidas no conjunto das empresas patrocinadoras do sistema, principalmente nas estatais incluídas no programa de privatização. No caso das empresas privadas, o efeito também se faz presente, fruto dos programas de modernização implantados para enfrentar a competição externa. A tabela 4 permite concluir que, embora as patrocinadoras públicas respondam por apenas um terço do número total de EFPP's, elas abrangem quase 60% da população coberta,

destacando-se as empresas federais, cuja participação alcança 41%. Isso pode ser explicado pela antiguidade desses fundos de pensão e pelo peso de suas patrocinadoras na economia brasileira.

**Tabela 4-Distribuição das EFPP's por Tipo de Patrocinadora em 1997.**

Discriminação	PATROCINADORA PÚBLICA					PATROCINADORA PRIVADA					
	Federal	Estadual	Municipal	Total	Part. %	Nacional	Estrangeira	Total	Part. %	Geral	Part. %
Participantes	773.337	379.929	1.844	1.154.910	26,47	646.062	287.565	933.627	33,63	2.088.537	30,56
Ativos	610.895	322.062	1.627	934.584	23,03	594.710	277.816	872.526	31,42	1.806.910	26,44
Aposentados	162.442	57.867	17	220.326	5,43	51.352	9.949	61.301	2,21	281.627	4,12
Dependentes	2.025.162	872.222	4.967	2.902.351	71,63	1.233.631	608.682	1.842.313	66,37	4.744.664	69,44
De Ativos	1.600.208	740.727	4.920	2.345.855	57,82	1.107.382	580.830	1.688.212	61,18	4.044.067	59,18
De Aposentados	353.825	108.622	23	462.470	11,40	107.396	15.593	122.989	4,43	585.459	8,57
Pensionistas	71.128	22.873	24	94.026	2,32	18.853	2.259	21.112	0,76	115.138	1,68
Massa Abrangida	2.798.499	1.252.151	6.611	4.057.261	100,00	1.879.693	896.247	2.775.940	100,00	6.833.201	100,00
Part. % no Segmento	40,95	18,32	0,10	59,38		27,51	13,12	40,62		100,00	

FONTE: SPC, ABRIL DE 1997.

### 1.2.3-Distribuição Geográfica

Com relação à distribuição geográfica, ilustrada na tabela 5, pode-se notar que a região sudeste concentra o maior número de EFPP's, vindo a seguir as regiões sul, nordeste, centro-oeste e norte. Essa distribuição acompanha a concentração da produção industrial do país e reflete não só a maior escala das empresas localizadas nessa região, elemento essencial na constituição de um fundo de pensão, como a concentração da mão-de-obra qualificada, que também é condicionante fundamental, na medida em que a decisão de formação de um fundo insere-se numa política mais ampla de valorização dos recursos humanos, conforme já destacado anteriormente.

**Tabela 5-EFPP's por Região Geográfica em 1997.**

Região	PATROCINADORA PÚBLICA					PATROCINADORA PRIVADA					
	Federal	Estadual	Municipal	Total	Part. %	Nacional	Estrangeira	Total	Part. %	Geral	Part. %
Centro-Oeste	11	12	0	23	20,35	5	0	5	2,09	28	7,95
Nordeste	3	24	0	27	23,89	8	0	8	3,35	35	9,94
Norte	1	6	0	7	6,19	0	0	0	0,00	7	1,99
Sudeste	21	16	0	37	32,74	110	93	203	84,94	240	68,18
Sul	1	16	2	19	16,81	19	4	23	9,62	42	11,93
Total	37	74	2	113	100,00	142	97	239	100,00	352	100,00
Part. % no Segmento	10,51	21,02	0,57	32,10		40,34	27,56	67,90		100,00	

FONTE: SPC, ABRIL DE 1997.

É importante frisar, no entanto, que se se considera apenas as EFPP's vinculadas às patrocinadoras públicas, essa concentração não é tão acentuada. Quando analisa-se a distribuição das EFPP's por unidade da federação, constante da tabela 6, constata-se que o Rio de Janeiro conta com o maior número de EFPP's ligadas a estatais, vindo à frente de São Paulo. Por outro lado, se analisa-se as EFPP's de empresas privadas, observa-se que a distribuição delas aproxima-se mais da própria geração de riqueza no país. São Paulo lidera, seguido pelo Rio de Janeiro, enquanto Minas Gerais e Distrito Federal dividem a terceira colocação.

**Tabela 6- EFPP's por Unidade da Federação em 1997.**

UF	PATROCINADORA PÚBLICA				PATROCINADORA PRIVADA				Geral	Part. %	
	Federal	Estadual	Municipal	Total	Part. %	Nacional	Estrangeira	Total			Part. %
AL	0	3	0	3	2,65	0	0	0	0,00	3	0,85
AM	0	2	0	2	1,77	0	0	0	0,00	2	0,57
BA	1	3	0	4	3,54	3	0	3	1,26	7	1,99
CE	1	4	0	5	4,42	2	0	2	0,84	7	1,99
DF	11	4	0	15	13,27	4	0	4	1,87	19	5,40
ES	0	2	0	2	1,77	4	0	4	1,67	6	1,70
GO	0	4	0	4	3,54	1	0	1	0,42	5	1,42
MA	0	2	0	2	1,77	0	0	0	0,00	2	0,57
MG	1	5	0	6	5,31	12	1	13	5,44	19	5,40
MS	0	1	0	1	0,88	0	0	0	0,00	1	0,28
MT	0	3	0	3	2,65	0	0	0	0,00	3	0,85
PA	1	3	0	4	3,54	0	0	0	0,00	4	1,14
PB	0	2	0	2	1,77	0	0	0	0,00	2	0,57
PE	1	3	0	4	3,54	3	0	3	1,26	7	1,99
PI	0	3	0	3	2,65	0	0	0	0,00	3	0,85
PR	0	6	2	8	7,08	4	2	6	2,51	14	3,98
RJ	20	4	0	24	21,24	24	17	41	17,15	65	18,47
RN	0	2	0	2	1,77	0	0	0	0,00	2	0,57
RO	0	1	0	1	0,88	0	0	0	0,00	1	0,28
RS	0	7	0	7	6,19	9	2	11	4,60	18	5,11
SC	1	3	0	4	3,54	6	0	6	2,51	10	2,84
SE	0	2	0	2	1,77	0	0	0	0,00	2	0,57
SP	0	5	0	5	4,42	70	75	145	60,67	150	42,61
Total	37	74	2	113	100,00	142	97	239	100,00	352	100,00
Part.%	10,51	21,02	0,57	32,10		40,34	27,56	67,90		100,00	

FONTE: SPC, ABRIL DE 1997.

#### 1.2.4-Tipo de Plano Oferecido

Quanto ao tipo de plano oferecido, há dois tipos básicos: benefício definido ou contribuição definida. Nos planos de benefício definido, conforme o próprio nome sugere, a remuneração dos inativos é pré-estabelecida e independe do montante de suas contribuições feitas durante o período em que estavam na ativa. Já nos planos de contribuição definida, esta é fixa, ficando o benefício a ser recebido no futuro pelo trabalhador dependente das remunerações alcançadas pelos investimentos.

A distribuição das EFPP's por tipo de plano oferecido, disposta na tabela 7, informa que os planos de benefício definido respondem por 50% do total, os de contribuição definida por 8% e os mistos por 28%, restando 14% que não informaram. Nota-se, no entanto, uma tendência à passagem de planos de benefício definido para contribuição definida.<sup>17</sup> Essa tendência é facilmente explicável pelo potencial gerador de déficits dos planos de benefício definido, que acaba por comprometer a saúde financeira das patrocinadoras, já que muitas vezes esta é responsável pelo pagamento da diferença.<sup>18</sup> Os fatores que podem comprometer o equilíbrio atuarial dos fundos serão objetos de análise do item 1.5.

**Tabela 7-EFPP's por Tipo de Plano Oferecido em 1997.**

Modalidade	PATROCINADORA PÚBLICA				PATROCINADORA PRIVADA						
	Federal	Estadual	Municipal	Total	Part. %	Nacional	Estrangeira	Total	Part. %	Geral	Part. %
Benefício Definido	31	57	2	90	79,65	51	28	79	33,05	169	48,01
Contribuição Definida	0	1	0	1	0,88	10	15	25	10,46	26	7,39
Misto	2	1	0	3	2,65	50	46	96	40,17	99	28,13
Não Informado	4	15	0	19	16,81	31	8	39	16,32	58	16,48
Total	37	74	2	113	100,00	142	97	239	100,00	352	100,00
Part. % no Segmento	10,51	21,02	0,57	32,10		40,34	27,56	67,90		100,00	

FONTE: SPC, ABRIL DE 1997.

### 1.2.5-Administração dos Recursos

Quanto à administração dos recursos, em 38% dos casos ela é feita exclusivamente por agentes externos às EFPP's, em 24% somente pelos fundos de pensão, em 22% o gerenciamento é misto e 16% não declararam. A tabela 8 mostra a distribuição das EFPP's quanto à administração dos recursos. Antes do fim da inflação, os ativos eram aplicados predominantemente em renda fixa. Com a estabilização e a conseqüente migração de recursos para a renda variável, exigindo maior qualidade na gestão e na distribuição dos produtos e valorizando a capacidade do administrador em conseguir uma melhor rentabilidade para os ativos, a terceirização da administração tornou-se fato cada vez mais comum, principalmente no caso das EFPP's patrocinadas por empresas privadas.<sup>19</sup>

<sup>17</sup> A Aerus, por exemplo, pretendia em fevereiro de 1998 reabrir campanha visando passagem dos participantes dos planos de benefício definido para os de contribuição definida, aumentando a porcentagem de participantes que aderiram à essa modalidade dos atuais 60% para 80%. O principal argumento apresentado é a rentabilidade das aplicações dos planos de contribuição definida que, desde que foram criados, em abril de 1995, até dezembro de 1997, registraram valorização de 80,82% dos ativos contra 31,96% dos planos de benefício definido no mesmo período. Fonte: Previnet.

<sup>18</sup> No caso das empresas estatais brasileiras, por exemplo, a lei obriga-as a cobrir eventuais déficits.

<sup>19</sup> Estudo da Associação Nacional dos Bancos de Investimentos junto a 23 administradores de fundos revelou que eles movimentam R\$ 9,945 bilhões de fundos de pensão, sendo que o volume de recursos captados junto a EFPP's patrocinadas por empresas privadas é de R\$ 8,616 bilhões.

Pode-se apontar ainda uma série de outras razões que estimulam esse fenômeno: aprimoramento no desempenho das carteiras de renda fixa e variável, oferta mais apropriada de produtos e metodologias de investimento por parte dos administradores externos, isenção de impostos como CPMF para fundos de investimento, maior facilidade na contabilização e maior agilidade para movimentação entre distintas posições no mercado.<sup>20</sup> A consequência direta é a redução das taxas de administração cobradas pelos fundos de renda fixa, que em meados de 1997 oscilavam entre 0,5% e 1% ao ano, metade do que eram no mesmo período de 1996. No caso dos fundos de renda variável, estima-se que deverá também ocorrer uma redução das mesmas, dos 4% ao mês cobrados em julho de 1997 para cerca de 1% a 1,5%.<sup>21</sup>

**Tabela 8-EFPP's por Tipo de Administração dos Recursos Financeiros em 1997.**

Modalidade	PATROCINADORA PÚBLICA				PATROCINADORA PRIVADA						
	Federal	Estadual	Municipal	Total	Part. %	Nacional	Estrangeira	Total	Part. %	Geral	Part. %
Externa	0	7	0	7	6,19	55	69	124	51,88	131	37,22
Interna	28	25	0	53	46,90	27	5	32	13,39	85	24,15
Mista	7	31	2	40	35,40	29	10	39	16,32	79	22,44
Não Informado	2	11	0	13	11,50	31	13	44	18,41	57	16,19
Total	37	74	2	113	100,00	142	97	239	100,00	352	100,00
Part. % no Segmento	10,51	21,02	0,57	32,10		40,34	27,56	67,90		100,00	

FONTE: SPC, ABRIL DE 1997.

### 1.2.6-Tributação

Quanto à tributação, até recentemente os fundos de pensão brasileiros estavam sujeitos a normas semelhantes àquelas vigentes nos Estados Unidos. Tanto as contribuições dos participantes e das patrocinadoras, quanto os ganhos oriundos dos investimentos, eram isentos de taxas. Somente o pagamento de benefícios estava sujeito ao recolhimento do imposto de renda na fonte, estando livre porém do imposto sobre operações financeiras. Além disso, as contribuições dos participantes podiam ser deduzidas da base de cálculo do imposto de renda e as patrocinadoras podiam lançar suas contribuições como despesas operacionais, não necessitando recolher encargos trabalhistas sobre elas no caso do plano de previdência complementar estar disponível a todos os funcionários da empresa.

Todavia, através da medida provisória nº 1602, publicada em dezembro de 1997, o governo instituiu o pagamento de imposto de renda de 20% sobre rendimentos de aplicações em renda fixa e variável. Além disso, limitou em 12% o montante permitido para dedução na declaração do imposto de renda por parte das pessoas físicas e em 20% da folha de salários a dedução das empresas da base de

<sup>20</sup> Raimundo (1997).

<sup>21</sup> Fonte: Gazeta Mercantil, 23 de junho de 1997.

cálculo do IR. Os fundos entraram com ações na Justiça contestando essas medidas, que segundo eles seriam inconstitucionais. A seu ver, além de gozarem de imunidade tributária, a incidência desses impostos caracterizariam dupla tributação, pois os benefícios já são taxados.

### **1.3-Evolução da Legislação**

Ao longo de todo esse item, será visto que a legislação sempre norteou-se por dois conjuntos básicos de objetivos, que já estavam presentes no artigo 3º da lei 6435/77 que regulamentou as EFPP's. A ação do poder público deveria ser exercida visando, por um lado, "proteger os interesses dos participantes dos planos de benefícios e determinar padrões mínimos adequados de segurança econômico-financeira, para preservação da liquidez e da solvência dos planos de benefícios, isoladamente, e da entidade de previdência privada, em seu conjunto" e, por outro, "disciplinar a expansão dos planos de benefícios, propiciando condições para sua integração no processo econômico e social do país, e coordenar as atividades reguladas por essa Lei com as políticas de desenvolvimento social e econômico financeira do Governo Federal".

As conseqüências imediatas da lei 6435/77 que regulamentou as EFPP's foram o decreto nº 81240 de 20 de janeiro de 1978, que, buscando resguardar o interesse dos participantes, determinou que as EFPP's seriam fiscalizadas pela Secretaria de Previdência Complementar, órgão executivo, ligado ao Ministério da Previdência e Assistência Social, e a resolução nº 460 do BC, de 23 de fevereiro de 1978, que estabeleceu regras estreitas ao mutuário no tocante ao saque e ao montante dos depósitos e limites mínimos e máximos para as aplicações, conforme listado abaixo:

- mínimo de 20% e máximo de 40% para investimentos em ações e debêntures de companhias abertas.
- mínimo de 10% e máximo de 40% em LTN's ou ORTN's.
- máximo de 20% em títulos da dívida pública de Estados, Municípios, Eletrobrás, BNDE e BNH, sendo que esses títulos, acrescidos do item anterior, não poderiam exceder 40%.
- máximo de 20% em CDB's, RDB's, letras de câmbio e letras imobiliárias.
- máximo de 40% em imóveis e empréstimos a participantes.
- restrição da área de atuação das EFPP's ao território nacional.

Havia ainda restrições quanto ao montante destinado às ações e debêntures de uma mesma empresa, que não poderiam superar 2% e 4%, respectivamente, às participações no capital votante e total da empresa, que não poderiam exceder 10%, e à impossibilidade de investir em empresas nas quais os gestores, acionistas ou controladores possuíssem interesses diretos ou tivessem parentes na gestão ou em posse de ações, num volume maior que 10% do total. Além disso, cabe destacar que para as reservas comprometidas dever-se-ia observar um mínimo de 50% em ORTN's ou LTN's, podendo o restante ser constituído de depósitos bancários ou ações, reduzindo-se a participação permitida dos fundos nas empresas patrocinadoras e exigia-se um mínimo de 75% em papéis emitidos por empresas nacionais.

É importante ressaltar que essas restrições, especialmente com relação à posse de ações e debêntures, deixam nítida a intensão de não fazer dos fundos veículos de conglomeração do capital, mirando-se na pulverização do controle acionário vigente nos Estados Unidos. Como grande parte dos fundos era patrocinada por empresas públicas, temia-se uma crescente estatização da economia. Em suma, essa resolução apoiava-se no reconhecimento da importância da existência de um mercado de capitais forte, como meio de constituir-se num ofertante de recursos alternativos ao crédito bancário para o financiamento das empresas.

Na realidade, ela fazia parte de um movimento mais amplo direcionado para a diversificação e fortalecimento do mercado de capitais, especialmente de ações, cuja outra faceta foi a lei das sociedades anônimas de 1976. Ao balizar a estrutura dos investimentos, procurava conduzir os fundos de pensão à novos padrões de aplicação e romper com a inércia financeira, caracterizada pelo tradicionalismo nas aplicações. Ao fixar limites mínimos, até então sub-utilizados pelos fundos para a composição do portfólio, objetivava promover a diversificação dos investimentos. Todavia, por si só esses incentivos eram insuficientes para a consecução desses objetivos.

Por isso, os recursos aplicados pelos fundos no mercado acionário eram dedutíveis do imposto de renda. Essa era uma forma de tentar suprimir o preconceito acerca do funcionamento e da dinâmica do mercado de capitais, conforme reconheceu Roberto Teixeira da Costa, presidente da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) na época. No mesmo sentido, a Bovespa publicou estudo mostrando que no período 1969-79 os únicos investimentos que ultrapassaram o retorno mínimo atuarial previsto de 6% ao ano foram as ações e os imóveis. No entanto, a liquidez, segurança e rentabilidade oferecida pelos títulos públicos eram fatores preponderantes na inibição do alargamento do perfil do crédito.

Observadas retrospectivamente, é possível concluir que essas medidas devem-se muito mais à filiação ideológica do ministro Mário Henrique Simonsen do que à necessidades prementes da economia, já que o segundo choque do petróleo ocasionou uma desaceleração da economia, retraindo os investimentos privados. Não se pode esquecer ainda que havia vultosos recursos disponíveis no sistema financeiro internacional, que buscavam oportunidades de valorização, mesmo a taxas de juros reduzidas. O objetivo do ministro era, claramente, dotar o país de fontes internas privadas de financiamento, já que a maioria dos recursos disponíveis na época advinham de fontes paraestatais como o PIS/PASEP e do exterior.

No período imediatamente posterior, quando a gestão da economia ficou a cargo do ministro Antônio Delfim Netto, a legislação, inicialmente, deu certa continuidade à liberalidade no tocante aos investimentos e procurou, principalmente, criar normas para a gestão interna dos recursos dos fundos. Nesse período, houve uma adequação dos antigos fundos, criados anteriormente à regulamentação das EFPP's, bem como uma significativa adesão de novas entidades. Essas medidas podem ser ilustradas por uma série de resoluções. A do MPAS/CPC nº 1 determinava que as fundações públicas adaptassem seu plano atuarial em até 20 anos. Já a resolução nº 563 do CMN possibilitava aos fundos a

manutenção da posse das antigas ações das patrocinadoras, desde que novas ações não fossem adquiridas. Em seguida, a resolução nº 707 do CMN, de 27 de outubro de 1981, elevou o patamar mínimo de posse dos títulos públicos de 10% para 15%, equiparando os títulos públicos estaduais aos federais.

Posteriormente, em 24 de março de 1982, mediante a resolução nº 729 do CMN, o governo determinou novamente o aumento do montante mínimo aplicado em títulos públicos, que passou de 15% para 30%, não podendo o total exceder 50%, conforme já estabelecido pela resolução 460 do CMN. O prazo para o enquadramento dos fundos à nova norma era o final do ano. O intuito dessa medida era impedir que a instabilidade econômica, deflagrada pela crise mundial que reduziu drasticamente o volume de reservas internacionais do Brasil, provocasse uma fuga de recursos do mercado de títulos públicos, devido à desconfiança dos aplicadores quanto à capacidade do Estado em honrar seus compromissos. Procurava-se assim, frente ao crescimento contínuo dos recursos administrados pelos fundos, causado pelo rápido desenvolvimento do setor, criar um mercado cativo para esses títulos. Críticos dessa medida viam-na como modo de postergar a solução do problema fiscal. Entretanto, na prática, não houve nenhuma mudança significativa, pois os fundos já detinham anteriormente percentuais próximos ao estabelecido pelas novas normas. Apenas a capacidade de movimentação dos recursos ficou restringida.

Uma mudança importante na alocação dos investimentos pelos fundos veio com a resolução nº 794 do CMN, de 11 de janeiro de 1983. Ela modificava a distribuição do percentual referente aos títulos públicos; 10% deveriam ser aplicados em títulos da dívida estadual e outros 20% em LTN's e OTN's. Além disso, o limite máximo destinado aos imóveis e empréstimos baixou de 40% para 35%, os tetos para a posse de capital votante e total de uma única empresa passaram a ser 5% e 20%, respectivamente, incluindo-se as ações da empresa patrocinadora, e as dívidas desta com os fundos não poderiam superar 10% do patrimônio total das patrocinadoras. Essa resolução consolidou a tendência intervencionista do governo na determinação da composição dos investimentos das EFPP's. O exemplo mais conspicuo foi a imposição da compulsoriedade de detenção de títulos da dívida pública estadual, de liquidação duvidosa. Em meio a uma profunda crise fiscal, o governo elegeu os fundos de pensão como mecanismo privilegiado de financiamento do Estado, na desesperadora tentativa de reordenamento das finanças públicas.

O decreto lei nº 2065, de 26 de outubro de 1983, dava continuidade à tentativa deliberada de equacionar o déficit fiscal tendo como esteio as EFPP's. Ele revogou o parágrafo terceiro da lei nº 6435/77, que regulamentou o funcionamento dos fundos de pensão e garantia-lhes imunidade tributária, buscando garantir uma fonte adicional de recursos para o governo. Os ganhos financeiros que superassem a correção monetária estariam sujeitos à taxaço sobre operações financeiras e recolheriam imposto de renda na fonte.

Seguiu-se um caloroso debate acerca da controvérsia de se os fundos de pensão gozavam de imunidade tributária ou isenção fiscal. No primeiro caso, o privilégio de não recolher impostos seria permanente, enquanto que, no segundo,

seria apenas uma concessão temporária. Discutia-se ainda o papel desempenhado pelos fundos de pensão na sociedade brasileira. De um lado, havia aqueles que defendiam a tese de que seu objetivo era garantir o pagamento de benefícios complementares aos da previdência social e que, por isso, os ganhos que excedessem a correção monetária seriam supérfluos na consecução desse objetivo. De outro, estavam os que propugnavam que a garantia de uma aposentadoria digna era função eminentemente pública. Sendo assim, visto que os fundos estavam preenchendo uma lacuna aberta pela incapacidade do setor público de fazer face à esses compromissos, deveriam usufruir dos mesmos privilégios.

A política de utilização das EFPP's para a resolução de medidas emergenciais, sem levar em conta as conseqüências no longo prazo sobre o equilíbrio atuarial, teve continuidade com a resolução nº 964 do CMN de 12 de setembro de 1984, que elevava novamente o limite mínimo dos investimentos em títulos públicos federais, agora de 20% para 35%, além de impor um teto máximo de 10% do patrimônio total para a aplicação em debêntures não conversíveis em ações. Esta última, porém, não teve maiores repercussões sobre a composição dos investimentos dos fundos, já que a grande maioria não aproximava-se desse teto.

Mais uma vez, torna-se evidente a utilização dos fundos como instrumento de política econômica. Em meio à grave crise internacional iniciada pela elevação da taxa de juros norte-americana em outubro de 1979, a desaceleração do crescimento econômico mundial, que já vinha manifestando-se timidamente desde meados dos anos 70, aprofundou-se. Conforme já citado anteriormente, houve uma reversão do fluxo de capitais da periferia para o centro. O Brasil procurou promover o ajustamento através do estímulo às exportações, incentivadas por isenções fiscais, ao mesmo tempo que se promovia uma recessão interna, como forma de conter as importações. Com isso, buscava-se promover sucessivos superávits comerciais, que iriam gerar as divisas necessárias para honrar os compromissos referentes à dívida externa. Entretanto, ao mesmo tempo, a situação fiscal era debilitada, fruto da retração do crescimento e da concessão de subsídios para o setor exportador. Nesse contexto, os fundos desempenharam papel semelhante ao das estatais, o que somente não ocasionou danos mais sérios no curto prazo devido às altas taxas de juros vigentes internamente.

No período seguinte, quando a gestão do Ministério da Fazenda esteve a cargo do ministro Francisco Dornelles, assistimos a uma tentativa de ajuste da lei à realidade econômica vigente. Houve um retorno à resolução nº 794/83 do CMN, que havia sido modificada pela resolução nº 964/84 do mesmo órgão. A resolução nº 1025 do CMN, de 5 de junho de 1985, proibia tão somente a venda dos títulos adquiridos até 30 de abril desse mesmo ano. Não obstante essa restrição, por meio do incremento do patrimônio, resultante dos retornos financeiros, das contribuições dos participantes e do ingresso de novos associados, as EFPP's poderiam moldar o perfil de suas aplicações de acordo com suas estratégias de investimento. Essa postura mais liberal ia de encontro ao postulado do menor risco da carteira de ativos, associado a uma maior diversificação.

Com a reforma tributária efetuada em fins de 1985 por Dílson Funaro, sucessor de Francisco Dornelles no Ministério da Fazenda, melhorou sensivelmente

a situação das finanças públicas. Os prazos para recolhimento e repasse de tributos e contribuições foram encurtados. Todavia, a tentativa de estabilização implementada pelo Plano Cruzado em fevereiro de 1986 viria aquecer a economia, acelerando o consumo, devido ao aumento da renda real proporcionado pelo fim da inflação. Isso não teve como contrapartida uma reativação do investimento. As alterações consubstanciadas na resolução nº 1168 do CMN, de 11 de agosto de 1986, visavam justamente fornecer um estímulo ao investimento. Ela seguiu-se à circular nº 1046 do BC, que proibia a posse de LBC's por parte dos fundos de pensão. Para tanto, a resolução nº 1168 criou o Fundo Nacional de Desenvolvimento, a partir de recursos dos bancos, empréstimos compulsórios e contribuições das EFPP's. Esses recursos seriam remunerados de acordo com as LBC's, que seriam a taxa de referência, e teriam prazo de resgate de 10 anos. Os recursos destinaram-se fundamentalmente ao setor produtivo estatal, procurando recuperar a função de condutor do desenvolvimento desempenhada pelo Estado até os anos 70.

Além disso, essa resolução elevava o patamar mínimo de recursos destinados ao mercado acionário para 25%, visando impedir a sua fuga em momentos de instabilidade, e estabelecia que os investimentos em imóveis e empréstimos a participantes não poderiam exceder 10% e 7%, respectivamente. Essas medidas somaram-se àquelas determinações contidas na resolução nº 1148 de 26 de junho de 1986 do CMN, que, até o final daquele ano, proibia a concessão de empréstimos adicionais aos participantes e determinava o enquadramento às novas normas. No caso das restrições referentes às aplicações em imóveis e à concessão de empréstimos, percebemos claramente a intenção do governo de, por um lado, reprimir os ganhos especulativos proporcionados pelo mercado imobiliário e, por outro, inibir o consumo, em vista da incapacidade da economia de atender ao abrupto crescimento da demanda.

O fracasso do plano de estabilização ocasionou a substituição de Funaro por Luís Carlos Bresser Pereira. Durante a sua gestão à frente do Ministério da Fazenda, observamos a não continuidade do Fundo Nacional de Desenvolvimento e das reformas promovidas anteriormente. Os recursos mobilizados por esse fundo passaram a financiar a dívida pública, como forma de alongar o seu perfil. É importante ressaltar que os fundos de pensão não foram pressionados a se enquadrar às medidas estabelecidas pelas resoluções nº 1148 e 1168 do CMN. No entanto, o não reconhecimento de parte da inflação na correção monetária das aplicações acarretou aos fundos graves desequilíbrios atuariais. Em termos de modificações na legislação, cabe destacar durante esse período a resolução nº 1362, de 30 de julho de 1987 do CMN, que elevava o limite mínimo de aplicações em imóveis para 20%, permitia um máximo de 10% em empréstimos imobiliários a participantes e fixava um teto de 4% do patrimônio total das EFPP's para aplicações em debêntures por parte do mesmo emitente.

A nomeação de Mailson da Nóbrega para o Ministério da Fazenda, em substituição a Bresser Pereira, após à novamente fracassada tentativa de estabilização implementada com o Plano Bresser, marcou uma mudança nos rumos da política econômica no que concerne aos fundos de pensão. Assim como na

gestão Simonsen e no começo da gestão Delfim Netto, procurou-se ampliar o espaço de atuação dos fundos, ajustando todo o arcabouço institucional previsto pela resolução nº 1362 do CMN. A resolução nº 1446, de 5 de janeiro de 1988 do CMN, por exemplo, abria a possibilidade das EFPP's utilizar o FGTS de seus funcionários para a concessão de financiamentos imobiliários. Essa medida procurava fazer com que os fundos desempenhassem um papel decisivo no mercado imobiliário, alavancando os negócios, em substituição aos agentes tradicionais. Já a resolução nº 1512 do CMN, de 8 de setembro de 1988, permitia às EFPP's aplicar até 4% do montante destinado à aquisição de OFND's em títulos da Siderbrás. Por fim, temos o comunicado BC/SPC nº 22, de 29 de setembro de 1988, que abria espaço para aplicações em ouro e poupança, contanto que em seu conjunto não superassem 10% do patrimônio das EFPP's.

Como apesar das restrições legais os fundos nunca chegaram a obedecer os percentuais mínimos fixados para a aquisição de OFND's, procurou-se ajustar a legislação à realidade, o que ocorreu por meio da resolução nº 1612, de 23 de junho de 1989 do CMN. Essa resolução diminuiu o limite mínimo de aplicações em OFND's de 25% para 15%. Essa diferença de 10% poderia ser aplicada em debêntures conversíveis de empresas estatais. Além disso, ela instituiu a obrigatoriedade da aquisição do correspondente à 5% do patrimônio em letras hipotecárias da Caixa Econômica Federal. É importante ressaltar que a possibilidade de aplicação desses 10% em debêntures de empresas estatais abriu importante espaço para a utilização dos títulos da Siderbrás no processo de privatização e para o ganho de importância das ações da Telebrás que, quando da conversão das debêntures, passaram a ser umas das mais disputadas nas bolsas de valores.

A incapacidade do ministro Maílson da Nóbrega de controlar a inflação, ou pelo menos, de evitar a sua aceleração, levou o país a experimentar patamares inflacionários recordes, que alcançaram aproximadamente 80% ao mês no final do governo Sarney. Diante dessa situação catastrófica, com o país na iminência de uma hiper-inflação, o Presidente Fernando Collor de Mello, recém empossado, designou Zélia Cardoso de Mello para chefiar o Ministério da Fazenda. Sob seu comando, a equipe econômica implantou o Plano Collor, objetivando a derrubada da inflação num só golpe. O bloqueio de liquidez foi conseguido por meio do confisco de M 4, e teve pleno êxito com relação aos fundos de pensão.<sup>22</sup> As medidas tomadas levaram a uma busca generalizada de liquidez, com os agentes tentando se desfazer dos ativos reais. Isso acarretou uma queda significativa do preço dos ativos, notadamente do valor das ações, o que teve impactos catastróficos sobre o patrimônio das EFPP's, causando significativa redução. O mercado imobiliário, por sua vez, também sofreu expressiva retração, ficando o volume de novos negócios estagnado.

---

<sup>22</sup> Dados do BC sugerem que as EFPP's foram o grupo de investidores a ter a maior parcela de recursos retidos com a implementação do Plano Collor I (Matijascic, 1993).

Se, por um lado, as conseqüências do plano de estabilização foram especialmente prejudiciais aos fundos, por outro, observa-se a tentativa do governo de transformá-los novamente em instrumento de política econômica, através de sucessivas modificações na legislação. Agora, entretanto, não buscava-se mais a compulsoriedade no financiamento da dívida pública, como na gestão Delfim Netto, por exemplo, mas sim constituí-los em alicerce do programa de privatização, obrigando-os a adquirir os certificados de privatização.<sup>23</sup> Vários fundos conseguiram esquivar-se dessa obrigatoriedade, impetrando ações na justiça.

A legislação do período, visando ainda alavancar o processo de privatização, através da resolução nº 1981 do CMN, de 28 de maio de 1991, aboliu as restrições legais para fins de aquisição de empresas a serem privatizadas, diminuindo os impedimentos na composição do patrimônio. Além disso, outras medidas foram tomadas, objetivando igualar o tratamento dispensado aos fundos àquele destinado ao sistema financeiro. A medida provisória nº 294 visava transferir a fiscalização das EFPP's para a órbita do Ministério da Economia. Os fundos novamente reagiram e obtiveram ganho de causa na Justiça. Devemos ressaltar ainda o decreto nº 607, de 20 de julho de 1992, que instituiu o Conselho de Gestão da Previdência Complementar, órgão normativo, ligado ao Ministério da Fazenda, também responsável pela fiscalização das EFPP's.

Após a saída de Zélia Cardoso de Mello do Ministério da Fazenda, assistimos a um período de instabilidade e indefinição na condução da política econômica, agravado pelo *impeachment* de Fernando Collor em 1992. Há uma alta rotatividade de ministros, começando com Marcílio Marques Moreira, ainda no governo Collor, e passando por Gustavo Krause, Paulo Haddad e Eliseu Rezende no governo Itamar Franco, até ser nomeado para o cargo Fernando Henrique Cardoso. Observamos, a partir de então, medidas concretas objetivando colocar fim à espiral inflacionária. Com a saída desse último para disputar a Presidência, a nomeação de Rubens Riccupero e, em seguida, de Ciro Gomes, vêm somente dar continuidade ao Plano Real, recém implantado.

O essencial a apreender desse período é o descolamento da legislação concernente às EFPP's das medidas de política econômica propriamente dita, sobretudo pela falta de uma diretriz clara até a posse de Fernando Henrique no Ministério da Fazenda. As principais medidas tomadas podem ser resumidas no projeto de lei encaminhado pelo presidente Itamar Franco ao Congresso Nacional, em dezembro de 1993, ainda sob a gestão de Antônio Britto à frente do Ministério da Previdência, com o intuito de por fim à imunidade tributária dos fundos, estabelecendo impostos sobre operações financeiras, além de reafirmar o limite de 7% da folha de salários para contribuição das empresas estatais, que não poderia exceder dois terços do valor do plano, vedar a possibilidade delas cobrirem déficits atuários dos planos e permitir que as empresas deduzissem até 5% de seu lucro líquido do imposto de renda.

---

<sup>23</sup> Legislação posterior permitiria o uso de outros títulos da dívida, ao lado dos Certificados de Privatização, como OFND's, debêntures de empresas estatais e Títulos da Dívida Agrária nos leilões de privatização.

Desde a regulamentação das EFPP's até 1994 observamos um "boom" na diversificação de sua carteira de investimentos, impulsionado pelo grande desenvolvimento dos mercados financeiros, tanto em escala mundial como em escala nacional, iniciada nos anos 70 com a abundância de petro-dólares e euro-dólares em busca de oportunidades de valorização no mercado internacional. O surgimento de novos instrumentos financeiros, como os derivativos, que possuem um enorme poder de alavancagem e podem levar a grandes perdas, a partir de um montante aplicado relativamente pequeno, fez com que o BC modificasse sua política, norteados mais uma vez pelo objetivo de evitar a exposição excessiva das EFPP's ao risco. A resolução nº 2109 de 20 de abril de 1994 do BC proibiu, por exemplo, a aplicação por parte dos fundos no mercado de derivativos. Embora tenha relaxado essa restrição, a resolução nº 2206, de 25 de outubro de 1995, já sob a gestão do ministro Pedro Malan à frente do Ministério da Fazenda, permite que os fundos atuem nesse mercado apenas como *hedgers*, ou seja, possibilita a adoção apenas de posições cobertas, que reduzam riscos de carteira.

Apesar de sua aparência restritiva, a resolução nº 2109 do BC é elemento introdutor de novas possibilidades de investimentos. Após um período inicial em que a legislação preocupou-se em impor limites mínimos para os investimentos, visando garantir a prudência na aplicação dos recursos e desenvolver o sistema, assistimos agora ao estabelecimento de limites máximos por essa resolução. Além disso, ela abre a possibilidade de investimentos na região do Mercosul, seguindo os interesses governamentais de política externa. Já a resolução nº 2114, de 19 de outubro de 1994 do BC, permite que se aplique até 10% das reservas em fundos de investimento externo, o que indubitavelmente constitui-se numa forma de reduzir o risco associado à carteira.

Esperava-se que num terceiro estágio o governo federal, conforme apregoado pelos dirigentes dos fundos, abolisse toda sorte de restrições quanto a limites mínimos e máximos para as aplicações, incumbindo-se somente de zelar pela segurança dos participantes, através da fiscalização dos investimentos e da transparência das operações. Devido à diversidade do porte e da cultura das patrocinadoras, a ABRAPP acredita que a decisão sobre os investimentos deve caber ao conselho de administração dos fundos. Entretanto, o governo federal adotou postura diversa através da resolução nº 2324 do BC, de 30 de outubro de 1996, que desempenhou importante função na alocação de investimentos por parte dos fundos. Ela estabelece limites máximos para as aplicações, conforme é possível observar pela tabela 9 abaixo:

**Tabela 9-Resolução nº 2324 de 31 de outubro de 1996 do Banco Central. Limites Máximos de Investimento.**

<b>Modalidade</b>	<b>Limite Máximo</b>
Títulos Públicos	100%
Renda Fixa	80%
Renda Variável	50%
Títulos Rurais	3%
Fundos Imobiliários	10%
Fundos de Empresas Emergentes	5%
Imóveis	20% até 31/12/1997
	19% até 31/12/1998
	18% até 31/12/1999
	17% até 31/12/2000
	16% até 31/12/2001
	15% até 31/12/2002
Empréstimos aos Participantes	3%
Financiamentos Imobiliários aos Participantes	7%
Empréstimos às Patrocinadoras	10%

FONTE: ABRAPP

Limita ainda “as aplicações em ações e bônus de subscrição de uma mesma companhia à 5 % dos recursos, além de não poderem representar mais de 20% do capital votante ou do capital total da mesma, as aplicações em valores imobiliários de uma única companhia, que não podem representar mais de 20% da respectiva série e as aplicações em quotas de um único fundo de investimento imobiliário ou fundo de investimento em empresas emergentes, que não podem superar 20% do patrimônio líquido do fundo”.<sup>24</sup>

Atualmente, toda a discussão em torno da legislação referente aos fundos de pensão gira em torno da emenda constitucional de reforma da previdência. Um dos dispositivos presentes deseja instituir um teto para a contribuição das patrocinadoras, que não poderia superar à dos participantes. Primeiramente, os fundos argumentam que essa matéria deveria ser objeto de lei ordinária. Além disso, enfatizam que a contribuição maior da patrocinadora, além de ser relativamente pequena comparada aos países desenvolvidos<sup>25</sup>, é um meio de incentivar a renovação constante do quadro de pessoal, proporcionando maior vigor e rentabilidade na execução das atividades por parte da empresa.

Outra controvérsia que merece destaque é resultante da medida provisória nº 1602, publicada em dezembro de 1997, que determina o pagamento de imposto de renda sobre rendimentos de aplicações em renda fixa e variável e deverá retirar US\$

<sup>24</sup> “Os Fundos de Pensão como Geradores de Poupança Interna.”

<sup>25</sup> Segundo estudo da Wharton School, instituição acadêmica norte-americana especializada em planos de pensão e aposentadoria, a relação das contribuições das patrocinadoras e dos participantes é de 2,57 no Canadá, 2,70 na Inglaterra, 2,85 na Holanda, 6,69 nos Estados Unidos e 8,09 na Alemanha.

2 bilhões dos fundos de pensão. O pacote, visando minimizar os efeitos da crise das bolsas asiáticas sobre a economia brasileira, também limita em 12% o montante permitido para dedução da declaração do imposto de renda por parte das pessoas físicas e em 20% da folha de salários a dedução das empresas da base de cálculo do IR. Os fundos entraram com ações na Justiça, argumentando que gozam de imunidade tributária e que essas medidas seriam inconstitucionais. Certamente ainda levará tempo até que se tenha uma solução. O certo é que anteriormente o Supremo Tribunal Federal deu ganho de causa aos fundos e declarou inconstitucional o decreto-lei nº 2065/83, que exigia recolhimento de imposto de renda na fonte sobre aplicações.

#### **1.4-Evolução dos Ativos e Distribuição dos Investimentos**

Segundo dados da ABRAPP, referentes a novembro de 1997, os ativos das EFPP's totalizavam US\$ 75,850.219 bilhões, o que equivale a 11,6% do PIB. A tabela 10 mostra o ranking dos 10 maiores fundos de pensão por volume de investimentos. Semelhantemente ao que ocorre com a população abrangida, também nesse caso os fundos de pensão patrocinados por empresas estatais são maioria. Somente o Aerus e o Itaubanco são patrocinados por empresas privadas. Embora não se disponha de dados desagregados para novembro de 1997, dados da SPC de abril de 1997, constantes da tabela 11, mostram a repartição dos ativos por tipo de patrocinadora.

**Tabela 10-Ranking das 10 Maiores EFPP's por Volume de Investimentos (R\$) em 1997.**

<b>Fundo de Pensão</b>	<b>Patrocinadora</b>	<b>Investimentos</b>
Previ	Banco do Brasil	19.505.988
Funcef	Caixa Econômica Federal	5.886.935
Fundação CESP	CESP CPFL Eletropaulo	4.250.832
Petros	Petrobrás	4.079.138
Sistel	Telebrás	3.906.973
Centrus	Banco Central	3.268.094
Valia	Vale do Rio Doce	1.679.447
Aerus	Váriq Transbasil / Outras	1.260.285
Itaubanco	Itaú	1.142.626
Forluz	CEMIG	1.023.260
<b>Total 10 Maiores</b>		<b>46.003.578</b>

FONTE: ABRAPP, NOVEMBRO DE 1997.

**Tabela 11-Distribuição dos Ativos das EFPP's por Tipo de Patrocinadora em 1997.**

Discriminação	Ativo (R\$)	Grupo	Geral
Entidades Públicas	67.818.600.956,44	100	81,03
Federal	53.450.139.128,17	78,81	63,86
Estadual	14.349.244.937,67	21,16	17,14
Municipal	19.216.890,60	0,03	0,02
Entidades Privadas	15.876.261.549,03	100	18,97
Nacional	11.045.769.106,03	69,57	13,2
Estrangeira	4.830.492.443,00	30,43	5,77
Total Geral	83.694.862.475,77		100

FONTE: SPC, ABRIL DE 1997.

A evolução da distribuição dos investimentos é detalhada na tabela 12 e por ela pode-se perceber que atualmente as ações são o segmento mais expressivo, seguido pelos fundos de investimento em renda fixa, pelos imóveis, pelos fundos de investimento em renda variável, pelos depósitos a prazo e pelos títulos públicos. É importante frisar, antes de tudo, que a distribuição dos investimentos das EFPP's, assim como a rentabilidade observada nos diversos anos, apresentada na tabela 13, são fortemente condicionadas pela ação do Estado. A evolução da legislação, discutida no capítulo precedente, explica em grande medida as oscilações verificadas nessas duas variáveis. O não reconhecimento da correção monetária em certos períodos, a imposição de limites mínimos para determinadas aplicações e a obrigatoriedade de retenção das chamadas "moedas podres" são exemplos de medidas que tiveram forte impacto sobre a rentabilidade observada e a distribuição dos investimentos.

**Tabela 12-Evolução dos Ativos das EFPP's por Modalidade de Investimento (US\$ milhões). Período 1993-97.**

Discriminação	dez/93	%	dez/94	%	dez/95	%	dez/96	%	nov/97	%
Ações	11331	34,8	21537	39,1	17393	29,5	21330	30,9	21732	28,7
Imóveis	5213	16,0	7929	14,4	8785	14,9	8879	12,9	8092	10,7
Depósitos a Prazo	4732	14,5	6320	11,5	8599	14,6	6632	9,6	5749	7,6
Fundos de Investimento RF	3178	9,8	6847	12,4	7015	11,9	11611	16,8	15570	20,5
Fundos de Investimento RV	ND		ND		ND		1763	2,6	6737	8,9
Empréstimos aos Participantes	358	1,1	1051	1,9	1097	1,9	1532	2,2	1459	1,9
Financiamentos Imobiliários	1017	3,1	2541	4,6	3420	5,8	3550	5,1	3492	4,6
Dêbêntures	827	2,5	1021	1,9	3075	5,2	3317	4,8	2983	3,9
Títulos Públicos	1290	4,0	2098	3,8	2628	4,5	3961	5,7	2683	3,5
Outros	2087	6,4	1423	2,6	1485	2,5	1640	2,4	1641	2,2
Operações com Patrocinadoras	2535	7,8	4315	7,8	5558	9,4	4768	6,9	5712	7,5
Total	32568	100,0	55081	100,0	59055	100,0	68982	100,0	75850	100,0

FONTE: ABRAPP, NOVEMBRO DE 1997.

**Tabela 13-Evolução e Rentabilidade dos Investimentos das EFPP's (US\$ milhões). Período 1983-97.**

Período	Investimento	Variação
dez/83	4425	-----
dez/84	5367	21,3%
dez/85	7536	40,4%
dez/86	8686	15,3%
dez/87	7640	-12,0%
dez/88	10484	37,2%
dez/89	15604	49,8%
dez/90	12120	-22,3%
dez/91	17989	48,4%
dez/92	23026	28,0%
dez/93	32568	41,4%
dez/94	55081	69,1%
dez/95	59055	7,2%
dez/96	68982	16,8%
nov/97	75850	9,96%

FONTE: ABRAPP, NOVEMBRO DE 1997.

Além do papel primordial desempenhado pela legislação, outro determinante fundamental do desempenho da carteira de investimentos das EFPP's é o desempenho das bolsas de valores.<sup>26</sup> Há claramente uma correlação positiva entre o crescimento da economia brasileira e os resultados obtidos pelas ações no ano imediatamente anterior. Nesse sentido, as bolsas costumam antecipar o futuro da economia brasileira. Precisa-se enfatizar, no entanto, que o desempenho das bolsas medido pelo Ibovespa não pode ser tomado como medida de aferição dos resultados das carteiras de ações das EFPP's, pois ele abrange as ações mais negociadas em bolsa como as da Telebrás, Petrobrás e Banco do Brasil. Mas, como já se teve oportunidade de destacar, as EFPP's eram obrigadas por lei a manter em carteira, do total destinado às ações e debêntures, 75% de empresas de capital privado nacional.

Quanto aos imóveis, que até a entrada em vigor do Plano Real ocupavam o segundo lugar no ranking de investimentos das EFPP's, é preciso ressaltar que a percentagem aplicada nessa modalidade tendeu a crescer de maneira constante e uniforme até dezembro de 1993, o que revela uma política de aquisição e/ou valorização sistemática. Os investimentos dos fundos de pensão destinam-se basicamente à construção de imóveis comerciais. Cabe destacar, no entanto, que o preço da terra experimentou expressiva valorização até 1992, constituindo-se no segundo investimento mais rentável dentro dessa modalidade.<sup>27</sup>

<sup>26</sup> Do final de setembro ao final de novembro de 1997, o patrimônio dos fundos de pensão foi corroído em US\$ 5,247 bilhões em decorrência da crise das bolsas asiáticas.

<sup>27</sup> Leal e Freundt (1992).

Até 1993, é possível notar um claro *trade-off* entre o desempenho do mercado de ações e os imóveis. Em geral, os imóveis costumam apresentar desempenho favorável nos anos recessivos, liderando a rentabilidade das aplicações. O desempenho favorável das ações, conforme vimos, tende a antecipar o movimento futuro da economia, estando positivamente correlacionado com seu crescimento. Ao contrário, porém, do que se poderia esperar que ocorresse, os fundos de pensão não aplicam seus recursos primeiramente no mercado acionário, objetivando uma significativa valorização, para num momento seguinte transferi-los para o mercado imobiliário, visando realizar o lucro obtido e conservar o valor.

Já os investimentos em renda fixa, notadamente os depósitos a prazo, apresentam, até 1993, um desempenho mais modesto, assumindo importância crescente somente com a política de estabilização implementada com o Plano Real. O plano deslocou recursos do mercado imobiliário principalmente para os fundos de investimento em renda fixa, que apresentam notável crescimento.<sup>28</sup> Os imóveis, inversamente ao que ocorria nos períodos de alta inflação, quando apresentavam valorização bem acima dela e constituíam-se num dos meios mais seguros de se proteger contra a mesma, com a estabilização da economia passam a fornecer a seus proprietários retornos bem inferiores aos passíveis de serem alcançados com a renda fixa. Isso porque o governo, inicialmente na tentativa de frear o excesso de consumo provocado pela queda da inflação e, depois, buscando atrair o capital especulativo internacional, fixou a taxa de juros em patamares altíssimos, muito superiores aos vigentes nos países desenvolvidos.

Embora também sejam investimentos de renda fixa, para os propósitos desse trabalho é necessário que se faça uma distinção entre os títulos públicos e os demais investimentos dessa modalidade, analisados acima, devido ao fato de durante muito tempo eles terem sido adquiridos pelos fundos compulsoriamente. Conforme descrito no item que tratou da evolução da legislação, o percentual mínimo oscilou na faixa de 20% a 40%. Além de contribuírem negativamente para o desempenho das EFPP's, por causa da correção monetária expurgada pelos vários planos econômicos nos anos 80, outro fator veio agravar ainda mais a situação. Foi a substituição dos títulos dos governos federal, estadual e municipal por títulos do BNDES e do SFH.

De modo semelhante ao que ocorre com as ações e os imóveis, também há uma nítida oposição entre os investimentos destinados à renda fixa e aqueles destinados à renda variável. Em períodos de expansão da atividade econômica, as aplicações em ações assumem importância maior, enquanto, nos períodos recessivos, observa-se um deslocamento de recursos para a renda fixa. Mesmo dentro dos investimentos em renda fixa, pode-se constatar uma alternância, num primeiro momento, entre depósitos a prazo e títulos públicos, e, numa segunda etapa, com a perda de importância dos títulos públicos, entre depósitos a prazo e fundos de renda fixa. Isso pode ser explicado pela conjuntura econômica,

---

<sup>28</sup> O expressivo crescimento dos fundos de investimento em renda fixa, em detrimento dos depósitos a prazo, está inserido numa tendência mais ampla de terceirização da administração das carteiras de ativos por parte dos fundos.

particularmente pelo grau de incerteza dos agentes, pela demanda de empréstimos por parte do setor bancário e pelos compromissos assumidos pelo Estado, além da tendência de terceirização da carteira de ativos dos fundos.

Isso posto, é necessário observar as diferenças entre os fundos de pensão patrocinados por empresas públicas e privadas. A compulsoriedade na aceitação de certos títulos públicos como OFND's por parte daqueles fez com que eles apresentassem rentabilidade inferior à estes. Além disso, com relação à composição do portfólio, historicamente as EFPP's patrocinadas por estatais tenderam a concentrar maior parcela de seus ativos em créditos aos participantes e investimento em imóveis, quando comparado às patrocinadas por empresas privadas. Isso demonstra uma maior interação das EFPP's de empresas públicas com suas patrocinadoras. Enquanto isso, os fundos mantidos por empresas privadas adotam uma postura mais tradicional.

Finalmente, é interessante notar que as aplicações das EFPP's em determinada modalidade de investimento dependem fundamentalmente de seu desempenho no ano anterior. "As EFPP's não antecipam o movimento de valorização endógeno a determinado mercado, mas ajudam a alavancar sua consolidação".<sup>29</sup> Ademais, o enquadramento legal é fator essencial no papel desempenhado pelas EFPP's como estabilizadoras dos mercados. Resta saber em que medida essas restrições rebatem sobre a situação atuarial das EFPP's, o que será objeto da análise adiante.

#### **1.4.1-Títulos Públicos**

Os títulos públicos, atualmente, representam apenas 3,5% dos ativos dos fundos de pensão ou US\$ 2,683 bilhões, segundo dados da ABRAPP de novembro de 1997. Conforme já assinalado anteriormente, na fase de consolidação do sistema essa modalidade tinha participação mais expressiva. Rivalizava com as ações na liderança da distribuição dos investimentos. Isso deve-se à vários fatores. Primeiro, ao próprio tradicionalismo que imperava na gestão dos fundos e levava seus administradores a buscarem aplicações caracterizadas pela alta liquidez e pela segurança, apesar dos retornos obtidos serem relativamente pequenos. Segundo, à compulsoriedade na aceitação dos títulos, estabelecida por lei, que impunha não só a aplicação em títulos públicos federais, de responsabilidade do Tesouro Nacional e do BC, como também, no caso das EFPP's vinculadas às estatais, a aquisição das chamadas "moedas podres" (assim conhecidas por conferirem baixa remuneração e terem longo prazo de resgate), como as OFND's.

---

<sup>29</sup> Matijascic (1993).

Não obstante alguns fundos terem se esquivado da retenção através de medidas judiciais, a compulsoriedade na sua aquisição revela a presença de objetivos estratégicos quanto a investimentos produtivos e sociais.<sup>30</sup> A outra parte dos recursos destinava-se propriamente à aquisição de títulos públicos de responsabilidade do Tesouro Nacional/BC. Entretanto, essas restrições inviabilizavam que as EFPP's patrocinadas por empresas estatais tivessem atuação mais relevante na aquisição de títulos públicos de curto prazo. Contrariamente, as EFPP's de empresas privadas, apesar de destinarem uma porcentagem de recursos para aplicações em títulos públicos superior às públicas, tinham uma carteira de caráter predominantemente de curto prazo, o que é um dos fatores determinantes do diferencial de rentabilidade apresentado.

Por causa da regulamentação vigente até abril de 1994, observa-se uma forte oscilação no percentual dos títulos da dívida pública em poder dos fundos. De modo geral, nos períodos em que a dívida pública diminui, cresce a participação relativa das EFPP's no seu financiamento, ocorrendo o contrário nos períodos de expansão.<sup>31</sup> Desse modo, poderíamos esperar que, quando a economia se estabilizasse e retomasse um novo ciclo de crescimento do PIB, a dívida pública caísse e os fundos de pensão constituíssem-se numa fonte estável de seu financiamento a longo prazo. Entretanto, claramente não é isso que ocorre. Inversamente ao que ocorria na década passada, o crescimento da economia propiciado pela estabilização, embora modesto, traz consigo uma elevação abrupta da dívida pública, sem contrapartida dum aumento do percentual dos ativos dos fundos destinados à aquisição de títulos. Isso traz à baila a questão central da credibilidade do Estado e da moeda como elementos chaves no financiamento da dívida pública.

Todavia, conforme já observado no item referente à evolução da legislação, o não cumprimento dos limites mínimos quanto à aquisição de títulos públicos levou o governo a facultar a aplicação de 10% dos recursos, antes destinados exclusivamente à compra desses títulos, à aquisição de debêntures conversíveis ou não de empresas estatais. Está aí a origem do fato das ações mais negociadas em bolsa, que respondem pela maioria dos negócios, pertencer a umas poucas empresas estatais. Os recursos aplicados em debêntures, inclusive, chegaram a patamar próximo daqueles destinados às OFND's. No entanto, com as conversões em ações, esse volume decresceu significativamente, o mesmo ocorrendo com as OFND's, títulos da dívida agrária e obrigações da Eletrobrás, utilizadas como moeda de compra no Programa Nacional de Desestatização.

---

<sup>30</sup> Em 1986, mais da metade dos recursos aplicados em títulos públicos estavam concentrados nas "moedas podres". Entretanto, com a implementação do Plano Bresser, esses recursos deixam de ter uma destinação direta definida e, na prática, acabam financiando também a dívida pública (Mastijascic, 1993).

<sup>31</sup> Vale lembrar que em certos períodos, como no Plano Cruzado, os fundos tendem a acompanhar o movimento do mercado, diminuindo o volume de títulos públicos em sua posse, a despeito da queda da dívida, o que mostra uma avaliação negativa quanto à consistência do plano e corrobora a hipótese de que a legislação nunca foi cumprida integralmente.

### 1.4.2-Depósitos a Prazo

Os depósitos a prazo, que no início da década de 1980 chegaram a ser a segunda modalidade de investimento preferida pelos fundos, perdendo somente para os títulos públicos, têm gradualmente se constituído numa aplicação secundária, em vista do significativo crescimento verificado nas aplicações em fundos de investimento, tanto em renda fixa como em renda variável. Em novembro de 1997, os depósitos a prazo totalizavam US\$ 5,749 bilhões ou 7,6% do patrimônio das EFPP's.<sup>32</sup>

Ao longo do tempo, é possível observar uma acentuada oscilação no volume de recursos aplicados nessa rubrica, o que pode ser atribuído, em boa medida, ao fato de até 1994 existirem percentuais mínimos destinados à ações e títulos públicos, o que conferia à essa modalidade de investimento um caráter residual. Como as EFPP's ligadas ao setor público sempre sofreram uma maior regulamentação que as privadas, os depósitos a prazo assumem maior importância relativa nessas últimas. Pode-se notar ainda a predominância dos depósitos a prazo frente aos fundos de investimento em renda fixa até esse mesmo ano. O desenvolvimento desses fundos é, cada vez mais, estimulado pelas modificações promovidas pela autoridade monetária no sentido de possibilitar o surgimento de novas opções de aplicação. Esses fundos tendem a captar sobretudo recursos de curto prazo das EFPP's, devido à sua liquidez superior aos depósitos a prazo.

Com relação às oscilações, observa-se uma participação relativa maior dessa modalidade nos períodos recessivos, chegando nos momentos de incerteza a disputar com os imóveis a liderança no retorno das aplicações. Os depósitos a prazo sempre ofereceram alta liquidez e segurança, pois eram pós-fixados, apresentando rendimentos superiores aos da correção monetária, o que garantia o cumprimento das metas atuariais previstas. A partir de 1986, no entanto, são os saldos que menos evoluem, por causa da elevação dos limites de aplicações mínimas em títulos públicos e ações, voltando a apresentar recuperação a partir de 1991-92, como consequência da liberalização da legislação e da boa performance apresentada. Atualmente, por causa da nova alíquota de imposto de renda de 20% sobre os rendimentos obtidos pelas aplicações financeiras, observamos uma tendência à passagem dos investimentos dos fundos para CDB's de prazo mais longo.

---

<sup>32</sup> Fonte: ABRAPP, novembro de 1997.

### 1.4.3-Ações

As aplicações em ações correspondem à 90,35% do total dos recursos das EFPP's destinados à renda variável, segundo dados da SPC de abril de 1997, somando US\$ 21,732 bilhões ou 28,7% do total dos ativos das EFPP's, conforme dados da ABRAPP de novembro de 1997. Os dados da SPC ainda mostram que as aplicações no mercado acionário, quanto à espécie, são fundamentalmente à vista (93,59%), ações de companhias abertas desestatizadas (3,20%) e opções de compra (2,11%). Apesar dos números serem expressivos, os fundos de pensão não são os principais investidores no mercado acionário brasileiro.<sup>33</sup>

Propugnava-se quando da regulamentação das EFPP's que elas se constituiriam em elemento estabilizador dos mercados de capitais, particularmente do mercado acionário, devido ao fato de teoricamente os fundos de pensão contarem com uma administração racional, voltada para o longo prazo e alheia às turbulências advindas da conjuntura econômica reinante. Sendo assim, à semelhança do que ocorria nos países desenvolvidos, esperava-se que os fundos entrassem no mercado comprando ações nos períodos de baixa e vendendo-as nas épocas de expansão, já que ofereciam possibilidade de ganho seguro, pelo fato dos capitais estarem lastreados nos ativos produtivos das empresas. Ademais, acreditava-se que ocorreria uma mudança no perfil do capitalismo brasileiro, com a democratização do capital.

Antes de prosseguir, alguns pontos merecem destaque. Primeiro, é interessante notar que o volume de ações negociadas pelos fundos nas bolsas é bem inferior à quantidade de ações retida em carteira, passível de ser negociada. Os fundos tendem a concentrar os investimentos em ações de grandes empresas, principalmente as que estão em vias de privatização. Segundo, há uma entrada contínua de recursos dos fundos nesse mercado ano a ano, suplantando o simples reinvestimento dos ganhos auferidos. Terceiro, a partir de 1983, é possível observar que, nos períodos de baixa, os fundos costumam desinvestir menos que a média do mercado, enquanto que, nos períodos de alta, investem mais. Quarto, a lei exigia que as EFPP's mantivessem 75% do total destinado às ações em companhias de capital aberto privadas nacionais. Conseqüentemente, por serem menos negociadas, respondiam com certo atraso à movimentação do mercado, sobretudo nos períodos de expansão.

Embora confirmem certa estabilidade ao sistema, a conduta das EFPP's sugere que elas não guiam-se alheias às turbulências do mercado. Antes de mais nada, o comportamento dos fundos apresenta caráter anti-cíclico, o que contradiz as premissas iniciais com relação aos impactos de suas estratégias sobre o mercado acionário. É possível supor que, devido à forte incerteza quanto ao futuro, reforçada inicialmente pela instabilidade macroeconômica e posteriormente pela crescente

---

<sup>33</sup> Em fevereiro de 1997, eles respondiam por 12% do valor de mercado das ações, de R\$ 247 bilhões, enquanto os investidores institucionais estrangeiros somavam R\$ 34 bilhões. Fonte: Gazeta Mercantil, 25 de abril de 1997.

globalização dos mercados financeiros, um forte elemento de natureza psicológica influencia a administração dos recursos das EFPP's nesse mercado, fazendo com que eles sejam suscetíveis à opinião média vigente.

#### **1.4.4-Investimentos Imobiliários**

Os investimentos imobiliários, que correspondem a 10,7% do total dos ativos dos fundos de pensão ou US\$ 8,092 bilhões<sup>34</sup>, ocupando a terceira colocação, constituem-se de edificações para renda, 41,55%, investimentos em shopping centers, 19,48%, edificações locadas às patrocinadoras, 19,25%, imóveis em construção, 9,01%, e demais 10,71%.<sup>35</sup> As EFPP's respondem pela imensa maioria dos investimentos em imóveis comerciais no país, tendo uma participação expressiva na indústria de construção civil. Não obstante representar ainda uma participação significativa dos investimentos das EFPP's, o percentual investido em imóveis apresenta oscilações bruscas, em parte acarretadas pelas técnicas de correção dos ativos, que exigem uma reavaliação a cada três anos.

Conforme já ressaltado, nos períodos de alta inflação eles eram vistos como uma forma de investimento seguro, protegido contra a corrosão inflacionária, além de, ao lado das ações, garantirem os retornos mais atrativos. Porém, atualmente, apresentam uma tendência declinante. Isso não impediu, no entanto, que em 1997, apesar de os investimentos em escritórios por parte dos fundos terem sofrido uma retração com relação a 1996, eles atingissem a significativa soma de R\$ 126 milhões, correspondentes à aquisição de 45,7 mil metros quadrados.<sup>36</sup> A maioria está concentrada em São Paulo, pois o valor dos aluguéis nessa cidade atinge praticamente o dobro do de outras capitais.

Apesar de representarem somente 19,48% do montante aplicado em imóveis, os investimentos em shopping centers têm apresentado expressivo crescimento. A aquisição de área bruta locável, até setembro de 1997, alcançou 60 mil metros quadrados, contra 24 mil em 1996.<sup>37</sup> Uma das razões apontadas pelos especialistas para esse aumento é o "boom" no consumo desencadeado pelo Plano Real, que fez com que as vendas nos shoppings sofressem elevação de 50% a 100%. À semelhança do que ocorre com os investimentos em escritórios, a região preferida para aquisição de shopping centers é São Paulo, onde apresentam maior rentabilidade.

---

<sup>34</sup> Fonte: ABRAPP, novembro de 1997.

<sup>35</sup> Fonte: SPC, abril de 1997.

<sup>36</sup> Segundo dados da Richard Ellis, os fundos de pensão detêm, em São Paulo, 18% do mercado de escritórios, correspondendo a 654,5 mil metros quadrados ( dados que incluem somente prédios com ar condicionado central). Fonte: Gazeta Mercantil, 22 de janeiro de 1998.

<sup>37</sup> Fonte: Gazeta Mercantil, 9 de outubro de 1997.

Outro setor que apresenta alto potencial de crescimento e oferece boas perspectivas de valorização é o de hotelaria, embora os investimentos em fundos diretos, feito por meio de compra ou construção e posterior arrendamento a operadores, ainda sejam modestos. O baixo risco envolvido nos empreendimentos e a valorização patrimonial de aproximadamente 3,5% ao ano, aliado ao perfil de retorno dos investimentos, de médio e longo prazo, parece condizente com as necessidades dos fundos. A pequena participação atual deve-se à reduzida oferta de empreendimentos e à precária infra-estrutura do país. No entanto, segundo José Carlos de Moraes, diretor da área de investimentos imobiliários da Funcef, "o Brasil é o último grande celeiro de oportunidade para o turismo mundial".<sup>38</sup>

#### **1.4.5-Empréstimos a Participantes e Financiamentos Imobiliários**

No início, essa modalidade representou percentual expressivo dos investimentos das EFPP's, chegando a ser responsável por 9% das aplicações dos fundos em 1980. Os empréstimos a participantes eram vistos como uma forma segura de investimento, devido aos interesses solidários existentes entre os fundos e os participantes.<sup>39</sup> No entanto, ao longo do tempo, percebe-se oscilações no montante destinado a essa modalidade, mostrando uma tendência inequívoca à perda de importância relativa. O motivo fundamental apontado foi a crescente alta dos juros. Ela decorria, num primeiro momento, da necessidade do governo de amealhar recursos junto ao setor privado, visando adquirir as divisas indispensáveis para honrar o serviço da dívida. Num segundo momento, da necessidade de utilizá-la como âncora do programa de estabilização, freando o consumo interno e atraindo capitais especulativos para a economia.

Se, por um lado, a alta dos juros elevava o risco do tomador, ao encurtar-lhe o horizonte de cálculo quanto às possibilidades futuras de honrar os compromissos, por outro, aumentava o risco do credor, presente na possibilidade de uma inadimplência crescente. Apesar disso, em 1991, por exemplo, os recursos aplicados pelos fundos nesse segmento ultrapassaram o volume de crédito oferecido pelas financeiras, o que se deve muito mais a uma retração deste setor do que ao próprio crescimento daqueles. Com relação ao volume movimentado pelos bancos com essa finalidade, a participação das EFPP's, relativamente bem inferior, deve-se em parte ao papel desempenhado pelo BNDES que, na verdade, operava com parte dos recursos provenientes dos próprios fundos, como as OFND's.

Por último, pode-se assinalar que, nos períodos de recessão, a participação relativa dos fundos na economia na oferta de crédito aos participantes tende a aumentar, enquanto nos períodos de expansão tende a diminuir. Isso é fruto, em

---

<sup>38</sup> Fonte: Gazeta Mercantil, 6 de abril de 1997.

<sup>39</sup> "Sob a ótica dos fundos de pensão, os participantes são seus credores a longo prazo. Assim, um empréstimo concedido a eles terá como colateral os direitos dos participantes contra o fundo. (...) Geralmente esses empréstimos são concedidos somente após um período de carência, isto é, o participante para fazer jus a tal benefício deve ter contribuído por um período mínimo determinado." (Os Fundos de Pensão como Geradores de Poupança Interna).

parte, do exercício de uma política compensatória por parte das EFPP's patrocinadas por estatais, que procuram compensar a queda do salário real de seus empregados por meio da concessão de créditos mais baratos que os do mercado. Já com as EFPP's patrocinadas por empresas privadas, esse fator não assume relevância, talvez pelo fato do patrimônio menor não fazer face às necessidades de crédito, ou por elas estarem mais preocupadas com a taxa interna de retorno.

#### **1.4.6-Fundos de Investimentos**

Até 1991, essa modalidade movimentava um volume de recursos relativamente inexpressivo, tanto que o percentual relativo a essas aplicações está contido na rubrica outros investimentos nas estatísticas divulgadas pela ABRAPP. Os fundos de investimento, no entanto, conforme revelam os dados da tabela 12, foram a aplicação de maior crescimento desde a implementação do Plano Real. É possível verificar por ela que, de 1994 até 1997, houve uma elevação de 17% no montante destinado a essas aplicações. Atualmente, os fundos de renda fixa totalizam US\$ 15,570 bilhões (20,5% do patrimônio das EFPP's) enquanto os fundos de renda variável somam US\$ 6,737 bilhões (8,9% dos ativos dos fundos). Segundo dados da SPC de abril de 1997, dentre os fundos de renda fixa, os FIF's administravam R\$ 15,865 bilhões e os FAQ's R\$ 3,737 bilhões. Com relação aos de renda variável, não dispomos de informações mais detalhadas.

A entrada em vigor da CPMF, em 23 de janeiro de 1997, contribuiu enormemente para a observação desse resultado, fazendo com que vários fundos tirassem parte dos recursos de suas carteiras de ações para investi-los em fundos de renda variável, evitando assim o pagamento do tributo a cada troca de posições. A ampliação do volume investido em fundos de investimentos, que é visto como uma terceirização da administração dos recursos, vai de encontro à preocupação das EFPP's de estabelecer parâmetros externos para a performance de suas carteiras e reduzir os custos administrativos.

O fato da maioria dos recursos destinados aos fundos de investimento estarem aplicados em renda fixa deve-se à própria resolução nº 2324/96 do BC, que fixa limites máximos para aplicações em renda fixa e variável em 80% e 50%, respectivamente. De olho no crescimento desse mercado, os bancos privados têm procurado criar fundos de investimento e produtos específicos para atrair os fundos de pensão, procurando sempre equiparar a rentabilidade a algum índice, como o Ibovespa<sup>40</sup>, por exemplo. Destacam-se os fundos exclusivos, que só podem ser abertos por investidores que representem um capital comunitário, moldados de acordo com o interesse das fundações. Essa tem sido uma das modalidades que mais se destacou após a entrada em vigor da CPMF.<sup>41</sup>

---

<sup>40</sup> Esse índice, porém, pode não ser o mais adequado, já que concentra 65% em um único papel, tornando-se difícil de ser seguido, pois as carteiras administradas dos fundos de pensão têm um limite máximo de 10% em um único papel.

<sup>41</sup> Fonte: Gazeta Mercantil, 15 de maio de 1997.

## 1.5-Situação Atuarial

Para que se tenha uma exata dimensão da situação atuarial das EFPP's faz-se mister, antes de tudo, uma descrição da legislação no que concerne, especificamente, às regras de *funding* a serem adotadas por elas. Desde a regulamentação das EFPP's pela lei nº 6435/77, observa-se a preocupação da legislação em não apenas fiscalizar os fundos, mas também em ditar normas e evitar práticas que viessem a levá-los à situação de *underfunded*<sup>42</sup>, através da imposição de regras atuariais a serem seguidas. Essa própria lei, em sua seção V, capítulo III, determinava normas de conduta, objetivando a prudência nas ações por parte das EFPP's e o seu controle por parte dos órgãos federais competentes.<sup>43</sup> A resolução MPAS/SPC nº 1, de 9 de outubro de 1978, veio somar-se à essas medidas, impondo a necessidade de indexação dos benefícios com base em algum índice inflacionário, buscando proteger os participantes contra a crescente inflação.

O seu artigo 40 prevê a constituição de reservas técnicas<sup>44</sup>, fundos especiais e provisão para garantir o pagamento dos benefícios. Já o artigo 42, mediante os parágrafos 5 e 6, estabelece teto para a concessão de benefícios. Enquanto isso, o artigo 43 determina "que todos os planos de benefício definido deverão ser avaliados, atuarialmente, em cada balanço, por profissionais competentes".<sup>45</sup> Apesar de estabelecer um teto para a concessão dos benefícios, o artigo 43 é bastante vago e abre a possibilidade para a ocorrência de sérios desequilíbrios nos planos de benefício definido, conforme será visto adiante. No mesmo sentido, o artigo 45 determinava que os fundos mantivessem reservas da ordem de 70% para as necessidades de provisão, desde que as patrocinadoras assumissem o compromisso de manter o restante para que a cobertura, em qualquer momento, estivesse garantida.<sup>46</sup> Essa medida procurava evitar o uso em demasia de recursos baratos por parte das patrocinadoras, que, lançados contabilmente como um passivo, diminuem o lucro tributável. Além disso, era uma maneira de evitar desequilíbrios atuarias, uma vez que a taxa de juros que remunera esses recursos difere da utilizada nos planos para a atualização atuarial. O decreto-lei nº 81240/78, em seu artigo 29, parágrafos 2 e 3, iria ampliar essa restrição, diminuindo a quantia permitida para a retenção pela patrocinadora para 50%.

---

<sup>42</sup> Situação na qual os ativos do fundo são insuficientes para cumprir as despesas futuras previstas para o pagamento de aposentadorias e pensões.

<sup>43</sup> Entre outras coisas, a seção V exigia a publicação de demonstrativos financeiros trimestralmente pelas EFPP's, para serem avaliados pela Secretaria de Previdência Complementar e pelo Banco Central.

<sup>44</sup> A lei nº 6435/77 que regulamentou as EFPP's já estabelecia a distinção entre reservas técnicas comprometidas e não-comprometidas. O critério de distinção baseava-se no prazo em que os pagamentos e desembolsos são efetuados. As reservas comprometidas compreendiam aquelas a serem realizadas no curto prazo, dentro de um ano, e a legislação nesse caso era mais conservadora, voltada à liquidez das aplicações.

<sup>45</sup> Raimundo (1997).

<sup>46</sup> Raimundo (1997).

A intenção do artigo 46 era estabelecer normas quanto à destinação dos recursos oriundos do resultado do exercício que excedessem os benefícios concedidos. Esse artigo estabelecia que eles destinar-se-iam à constituição de reserva de contingência de benefícios até o limite de 45% do valor das reservas matemáticas<sup>47</sup>. O decreto nº 606, de 20 de julho de 1992, determinava que os superávits técnicos tivessem o mesmo destino, contanto que não ultrapassassem o limite de 25% das reserva matemáticas. Persistindo a ocorrência de superávits por 3 anos, dever-se-ia dirigir os recursos para a diminuição das contribuições efetuadas, tanto por parte das patrocinadoras quanto dos participantes.

Quanto à fiscalização das EFPP's, ela está a cargo da Secretaria de Previdência Complementar, com exceção dos fundos patrocinados por empresas públicas federais, cuja incumbência cabe à própria patrocinadora. A normatização e as penas às infrações foram estabelecidas mais precisamente ao longo dos anos 90, embora a lei nº 6435/77 já previsse a intervenção por parte do órgão público federal competente no caso de verificar-se irregularidades, insuficiência de cobertura, inadequada aplicação das reservas técnicas, "atraso no pagamento de obrigação líquida e certa, prática de atos que possam conduzir à insolvência, aplicação dos recursos em desacordo com as normas e determinações do Conselho Monetário Nacional".<sup>48</sup>

A ameaça à solvência das entidades de previdência privada decorre muito mais do tipo de plano adotado por elas do que da rentabilidade dos investimentos que, conforme vimos, mesmo depois da estabilização, continuaram auferindo em média retornos bem superiores às metas atuarias fixadas em lei, de 6% ao ano. Os fatores que podem estar ligados ao risco atuarial dos planos de benefício definido, embora não se possa fazer generalizações, originam-se fundamentalmente da sua generosidade. Alguns planos se comprometem a pagar até 100% dos salários recebidos na ativa e atrelam os reajustes das aposentadorias àqueles recebidos pelos funcionários em atividade. Assim, modificações no tempo de recebimento da aposentadoria (expectativa de vida do participante), no salário esperado dos participantes, no grau de cobertura da previdência social para os planos que prevêm uma complementação, por parte dos fundos, da aposentadoria obtida por meio do INSS e a alteração, por parte dos órgãos reguladores, das regras de *funding* das EFPP's podem colocar em risco a sua solvência.<sup>49</sup>

---

<sup>47</sup> As reservas matemáticas compõem-se das contas de benefícios concedidos, benefícios a conceder e reservas a amortizar, indicando esta última qual o montante de recursos que deveria compor as reservas das EFPP's e que, no entanto, não foi integralizado a estas, em função de uma contribuição insuficiente dos participantes ou das patrocinadoras.

<sup>48</sup> Raimundo (1997).

<sup>49</sup> Raimundo (1997).

No entanto, vale ressaltar mais uma vez que os desequilíbrios atuariais não são resultado unicamente de privilégios excessivos concedidos aos funcionários das estatais, mas, também, decorrência da permissividade da legislação no tocante à fiscalização desses fundos e ao tipo de plano oferecido. Desse modo, abre-se uma brecha para a manipulação dos balanços dos fundos, que podem esconder déficits incalculáveis.<sup>50</sup> Algumas das maneiras utilizadas são a compra de ações pouco negociadas em bolsa e de títulos de empresas desconhecidas em dificuldades financeiras, que pagam elevada remuneração. Como as ações são pouco negociadas, qualquer operação de baixo valor pode provocar uma alta expressiva de seus preços, dando a impressão de que o fundo teve lucro. No caso das debêntures, se as empresas falirem, os fundos continuam lançando os títulos como rentáveis.

A CPI que investigou os fundos de pensão fez algumas sugestões para a melhoria da administração das EFPP's. Primeiro, que se restringisse a aposentadoria suplementar por tempo de serviço para funcionários com mais de 55 anos. Segundo, que se fixasse o limite máximo do benefício pago pela previdência complementar, fazendo com que, somado ao valor pago pela Previdência Social, não excedesse a remuneração do participante na atividade. Contudo, medidas concretas visando conter esse repasse excessivo de recursos, sem ter como contrapartida a quebra dos fundos, passam inevitavelmente pelo estabelecimento de uma fiscalização mais rigorosa por parte dos órgãos competentes e pela transição dos planos do regime de benefício definido para o de contribuição definida.

---

<sup>50</sup> A Comissão Parlamentar de Inquérito (CPI) que investigou os fundos de pensão concluiu que a Postalis, fundo de pensão dos funcionários dos Correios, teve seus balanços fraudados durante 10 anos pela Stea, escritório atuarial que prestava serviços ao fundo. Fonte: Gazeta Mercantil, 30 de maio de 1996.

## **Capítulo 2: O Processo Brasileiro de Privatização**

### **2.1- O Setor Produtivo Estatal na Economia Brasileira**

Antes de analisar o papel desempenhado pelo setor público na economia brasileira, cabe perguntar quais as razões básicas que tornam desejável a execução da política orçamentária. De acordo com a corrente dominante do pensamento econômico, os mercados atuando em concorrência perfeita garantiriam uma alocação eficiente dos fatores. A intervenção do Estado na economia seria motivada, então, por três causas principais. Primeiro, pela incapacidade do mercado de fornecer determinados bens na quantidade adequada, devido ao que poderíamos denominar de falhas do sistema de mercado, como a ocorrência da não rivalidade e da impossibilidade ou da não aplicabilidade do princípio de exclusão no consumo desses bens. Essa é a função alocativa da política orçamentária. Segundo, pelo fato de que, mesmo nas situações em que o mercado garante uma alocação eficiente dos fatores, a distribuição da renda e da riqueza derivada não é necessariamente justa. O Estado interfere, objetivando promover uma distribuição eqüitativa, o que constitui a função distributiva. Terceiro, pelo fato do mecanismo de mercado, na presença de imperfeições, poder causar flutuações excessivas na economia ou até mesmo ser incompatível com a obtenção de metas relativas a nível de emprego, crescimento da renda, desenvolvimento econômico, etc. A função estabilizadora compreende justamente a atuação do Estado para a consecução dessas metas.

Uma vez que o objeto principal desse capítulo é o processo de privatização, é natural que se concentre na função alocativa do Estado e se explicitem as falhas do sistema de mercado que justificam, segundo essa linha de pensamento, o seu engajamento na produção de determinados bens, que serão denominados de bens públicos. A característica básica que permite distinguir os bens públicos dos privados é a existência da não rivalidade no consumo daqueles, ou seja, os benefícios do consumo de um bem não se limitam a um consumidor individual. Por essa razão, embora o mecanismo de exclusão deva ser aplicado para que o mercado opere eficientemente, a aplicação desse princípio, mesmo quando possível, torna-se ineficiente, pois não faz sentido afastar um consumidor adicional do mercado, já que o custo marginal incorrido para o mesmo desfrutar dos benefícios é zero. Conseqüentemente, os indivíduos são tentados a não oferecer lances pelos bens. Preferem atuar como "caronas", não revelando as preferências voluntariamente, na expectativa de que os outros interessados contribuam.

Em suma, se agregarmos as curvas de demanda individuais dos consumidores, verificaremos que, no caso dos bens privados, a condição para que o mercado atue eficientemente é que o benefício marginal de cada indivíduo iguale o custo marginal de produção. Em contraposição, no caso dos bens públicos, a soma dos benefícios individuais deve igualar o custo marginal. Essa diferença ocorre porque, no primeiro caso, as curvas de demanda individuais são somadas horizontalmente para que se obtenha a curva de demanda do mercado, enquanto que, no segundo, elas são somadas verticalmente.

Um outro fator, deixado de lado até o momento, mas que também justifica a intervenção do Estado nos mercados é a existência de externalidades na produção de determinados bens, tanto positivas como negativas, traços fundamentais do que poderíamos denominar de bens mistos. Nessa situação, os benefícios ou malefícios da produção e consumo de determinados bens não são completamente internalizados pelo consumidor individual, atingindo a sociedade coletivamente. Faz-se necessária, portanto, a intervenção do Estado, com o intuito de fornecer subsídios ou taxar com impostos essas atividades econômicas.

Isso posto, passa-se agora à análise da constituição do setor produtivo estatal na economia brasileira. Como é típico de países de industrialização tardia, o traço marcante da industrialização brasileira, no período que se estende, grosso modo, até o início da década de 1950, é a predominância dos setores de bens de consumo não duráveis, como têxteis, calçados e, sobretudo, alimentos. No processo que se convencionou denominar de substituição de importações, a economia, exposta a sucessivos estrangulamentos externos de balanço de pagamentos, reagia, erguendo barreiras às importações de produtos não essenciais e estimulando a produção local. Entretanto, à medida que esse processo evoluía, criava as condições para a ocorrência de futuros estrangulamentos externos, na medida em que aumentava a dependência com relação à importação de bens de capital e insumos básicos.

Embora durante a década de 1920 tenha havido a formação de uma incipiente indústria de bens intermediários, impulsionada pelos altos lucros acumulados durante a I GM e pela posterior valorização do câmbio que facilitou a importação de equipamentos, a passagem para um estágio ulterior de desenvolvimento da industrialização não se resumia à ampliação da escala de produção dessas firmas. Devido à descontinuidade tecnológica, a operação em níveis eficientes implicava a instalação de plantas mais modernas, cuja escala mínima de produção exigia a realização de vultosos investimentos e, não raro, que a oferta crescesse à frente da demanda, acarretando a formação de capacidade ociosa. Todavia, a debilidade do capital nacional e a falta de interesse do capital estrangeiro, somados ao longo prazo de maturação dos investimentos e à sua baixa rentabilidade, impunham um sério obstáculo na transposição dessa etapa.

Durante o primeiro governo Vargas já observa-se um esforço voltado para a promoção da industrialização pesada no país, cujo exemplo mais notório é o início da construção da Companhia Siderúrgica Nacional em 1942. No entanto, é fundamentalmente durante seu segundo governo, através do estabelecimento de um amplo arcabouço institucional, como a criação do BNDE, em 1952, a instrução n° 70 da Sumoc de outubro de 1953, que instituiu o regime de taxas múltiplas de câmbio, e a constituição de uma série de empresas estatais, destacando-se a Petrobrás, em 1954, que nota-se uma concentração dos esforços para viabilizar esse objetivo. Essas medidas seriam essenciais para o sucesso seguinte do Plano de Metas durante o governo Kubtschek, entre 1956 e 1960, quando a economia brasileira atingiu taxas médias de crescimento inéditas.

Através do reconhecimento do estrangulamento causado sobre a economia pelos setores de energia e transportes, o governo Kubtschek implementou, por meio do Plano de Metas, um programa jamais visto anteriormente, que propunha-se a

realizar investimentos nos setores de infra-estrutura e de bens intermediários, principalmente. Ao capital estrangeiro cabia os setores de bens de capital e de consumo duráveis. Completando o tripé, ficou reservado ao capital nacional, parte mais frágil nesse sistema, setores complementares ao de bens duráveis de consumo, como o de autopeças, e os menos dinâmicos, como o de bens não duráveis, no qual já era predominante.

Paradoxalmente, foi justamente durante o regime militar que as empresas estatais conheceram sua maior expansão no Brasil<sup>51</sup>, apesar da ideologia desestatizante. Nem mesmo a desaceleração do crescimento econômico que seria de se esperar em 1974, devido ao desajuste dinâmico presente na estratégia de crescimento adotada no período 1968-73, impediu que o recém empossado governo Geisel, em meio a uma conjuntura internacional desfavorável, marcada pelo primeiro choque do petróleo, implementasse o II PND. Buscava-se contrabalançar a esperada queda do ritmo de crescimento, decorrente da retração do consumo, mediante um novo bloco de inversões em bens de capital e insumos básicos. Com isso, visava-se completar o processo de substituição de importações na economia brasileira e, por meio de seus efeitos indutores sobre o investimento privado, manter as taxas de crescimento elevadas.

O investimento público em infra-estrutura, particularmente nos setores de energia, transporte, saneamento e telecomunicações é freqüentemente visto como chave para a recuperação do investimento privado, devido à complementariedade desses últimos em relação àqueles. Entretanto, durante toda a década de 80, o cenário internacional registrou uma redução do investimento público, o que é preocupante, na medida em que ameaça a competitividade das empresas estatais, sobretudo pela incapacidade de introduzir novas tecnologias em transportes, energia e telecomunicações. No Brasil, a situação não foi diferente. O investimento do setor produtivo estatal, que em 1976 alcançou 6,56% do PIB, atingiu seu ápice em 1979, quando correspondeu a 8,90% do PIB, para em seguida declinar abruptamente durante toda a década de 80, até representar apenas 2,20% do PIB em 1991<sup>52</sup>.

A tônica desde a década de 1950 até fins dos anos 1970 foi a liderança desempenhada pelo Estado na condução do processo econômico, não só através de um planejamento centralizado e da concessão de uma série de incentivos e subsídios ao setor privado como também, principalmente, por meio da realização de investimentos diretos pelas empresas estatais. Os fatores que conduziram ao esgotamento desse processo, com a redução dos investimentos estatais em infra-estrutura, devem ser compreendidos pelos *gaps* fiscal e financeiro causados pelo aumento repentino da taxa de juros internacional em outubro de 1979 e pela deterioração das relações de troca do país em meio a um contexto de recessão internacional em 1980-82, não tendo como contrapartida uma recuperação posterior.

---

<sup>51</sup> Das 571 empresas estatais existentes no Brasil em 1976, nada menos que 210 foram criadas entre 1966 e 1976. Fonte: Mello (1992).

<sup>52</sup> Fonte: Bonelli e Pinheiro (1994).

As conseqüências foram dramáticas sobre os encargos financeiros da dívida externa, predominantemente estatal. O governo brasileiro, após um período de exitação no biênio 1979-80, optou pela contração da demanda interna e pelo corte dos gastos públicos, aliados a uma política de incentivos fiscais e câmbio favorecido ao setor exportador. Com isso, procurava-se compensar o fechamento dos mercados internacionais de crédito, oriundos da moratória mexicana decretada em agosto de 1982, por meio da promoção de um expressivo superávit na balança comercial que fosse capaz de garantir o equacionamento do balanço de pagamentos. A estratégia adotada pelo Estado para superar as conseqüências da restrição imposta pelo balanço de pagamentos, mormente o agravamento do déficit público, compreendia, além das medidas supracitadas, uma maior liberalização e desregulamentação dos mercados.

A ineficiência das empresas públicas no setor de infra-estrutura, muitas vezes resultante do seu uso sistemático como mecanismo de contenção da propagação inflacionária, através da fixação de tarifas deficitárias, passou a ser combatida. Ressaltava-se, entre outras coisas, manutenção inadequada, custos elevados, empreguismo, falta de autonomia gerencial e de transparência e grau reduzido de prestação de contas à sociedade. A estrutura inadequada de custos e de fixação de tarifas era entendida como inibidora do investimento e criadora do excesso de demanda pelo bem ofertado ou serviço prestado. Sobretudo a partir dessa década observa-se o aprofundamento da tendência de passagem do Estado de investidor e provedor direto dos serviços públicos para a esfera de planejamento e regulação. Somou-se à crise fiscal e financeira do Estado a nova visão sobre o seu papel na economia nos anos noventa.

## **2.2-O Programa Nacional de Desestatização**

O primeiro passo no sentido da privatização no Brasil foi dado pela criação do Programa Nacional de Desburocratização, criado pelo decreto nº 83740 de 18 de julho de 1979. Um de seus principais objetivos era criar condições necessárias para a transferência do controle de empresas para o setor privado que tinham passado involuntariamente para o setor público, como conseqüência de débitos não pagos. O BNDES costumava conceder empréstimos para financiamento de programas de investimento, na forma de participação acionária ou subscrevendo ações que, mais tarde, seriam readquiridas pelos sócios originais. No entanto, com a crise da dívida, vários projetos foram incapazes de gerar o fluxo de caixa antecipadamente estimado. Assim, a incorporação dessas empresas pelo Estado era não só uma forma de recuperação de créditos concedidos, como também de preservação de empregos, ao evitar a falência de empresas altamente endividadas.

Ao longo de toda a década de 1980 a legislação foi sendo marginalmente modificada, com o intuito de facilitar a implementação da transferência do controle das empresas para o setor privado. Inicialmente, foi vedada a participação direta do capital estrangeiro, mesmo a aquisição num momento posterior. Em 1985, através do decreto nº 91991 de 28 de novembro, alterou-se a legislação de forma a compreender a abertura do capital social, a alienação de participações societárias e a

desativação de empresas estatais federais. As restrições à participação do capital estrangeiro foram mantidas, mas não a aquisição das empresas num momento seguinte. Como normalmente as vendas eram financiadas, impedia-se a participação de determinados grupos, por meio de uma avaliação prévia do risco de crédito, da comprovação da inexistência de débitos fiscais e da confirmação do efetivo controle pelo capital nacional.

A legislação viria ser novamente modificada pelo decreto nº 95886 de 19 de março de 1988, dentro de uma perspectiva mais liberalizante em meio à virtual falência do setor público. Ela tinha como objetivos: redução do déficit público, conversão de parte da dívida externa federal em investimento de risco, dinamização do mercado de títulos e valores mobiliários, disseminação da propriedade do capital, estímulo à competição, mediante a desregulamentação, e execução indireta de serviços públicos, através de concessão ou permissão<sup>53</sup>. Também suprimiram-se os obstáculos à participação do capital estrangeiro.

Entre 1981 e 1989 foram transferidas ao setor privado 38 empresas no valor de U\$ 726 milhões, dentre as quais se destacam a Aracruz Celulose e a Riocell. Não obstante a forma de venda ter variado entre concorrência, leilão e venda direta, houve uma predominância das vendas em um único bloco, coerente com o objetivo de maximização das receitas e recuperação dos capitais investidos pelo BNDES e por suas subsidiárias. Em muitos casos o BNDES financiou até 70% do valor da venda por um período de 8 anos, com juros de 12% ao ano, através do Programa de Financiamento ao Acionista (FINAC). Por fim, com relação aos programas de financiamento prévio, eles foram um meio de aumentar o grau de atratividade das empresas, consolidando os débitos e promovendo alterações dos acordos de acionistas.

A privatização ganharia impulso somente com a criação do Programa Nacional de Desestatização do governo Collor, através da lei nº 8031 de 12 de abril de 1990. Em contraposição à timidez característica da fase anterior, a privatização passou a ser vista de forma mais abrangente, sob a ótica de redução do papel do Estado na economia. Pela primeira vez propôs-se a venda de empresas que tinham nascido estatais e eram consideradas, até bem pouco tempo, parte de setores estratégicos para a economia brasileira. O BNDES continuou a ser o agente encarregado da condução do processo, porém permitiu-se a participação do capital estrangeiro até o limite de 40% das ações ordinárias e 100% das preferenciais. Possibilitou-se ainda aos detentores da dívida pública utilizar os próprios títulos como moeda do programa, sendo os da dívida interna aceitos pelo valor de face. As receitas da privatização deveriam ser aplicadas na quitação de dívidas do governo federal.

A lei nº 8031 estabeleceu que a determinação dos preços mínimos de venda seria feita por duas empresas diferentes. Uma faria somente a avaliação enquanto a outra, além da avaliação, seria responsável pelo próprio projeto de venda. Caso houvesse divergência, seria contratado os serviços de uma terceira empresa. A

---

<sup>53</sup> Mello (1992).

avaliação seria feita pelo valor econômico, considerando o fluxo de caixa descontado e diversos aspectos da firma, como as perspectivas futuras dos negócios. Com relação ao saneamento prévio, ele incluía a consolidação das dívidas e a renegociação, além da demissão de funcionários. Havia um claro conflito entre a legislação do Programa Nacional de Desestatização e os acordos de acionistas que, freqüentemente, davam preferência na aquisição para os acionistas minoritários, mesmo no caso de serem estrangeiros.

Uma das conseqüências da preocupação com a eficiência alocativa foi a restrição da participação de alguns compradores, com a finalidade de evitar a formação de monopólios. Exigia-se a pré-identificação para o exame das exigências com relação ao capital estrangeiro, capacidade de liquidação da operação e regularidade da situação fiscal. O objetivo de maximização da receita, muitas vezes conflitante com a promoção da eficiência alocativa, se traduziu na determinação da realização de leilões simultâneos e integrados, intermediados pela bolsa de valores, além da aceitação das moedas da privatização, proibição de sobras em alguns casos e separação da venda das ações ordinárias e preferenciais. Finalmente, o objetivo de democratizar o capital fez com que se reservassem 10% das ações para aquisição dos empregados, com substanciais descontos, e de outra parcela para venda ao público em geral, a um preço fixo.

Conforme já destacou-se anteriormente, o programa de privatização serviria como um instrumento adicional de ajuste patrimonial utilizado pelo setor público. Constituiria parte importante na obtenção da meta de diminuição do déficit público em 10%, anunciada quando da divulgação do Plano Collor I. Não é demais chamar a atenção para o seu caráter compulsório de troca patrimonial, consubstanciado na colocação dos certificados de privatização. As instituições financeiras eram obrigadas a adquirir 3% do capital circulante, até o limite de 18% do patrimônio líquido, enquanto os fundos de pensão e seguradoras entre 10% e 15% das reservas técnicas. Para incentivar o uso dos certificados de privatização, determinou-se que eles seriam remunerados de forma decrescente, sendo indexados com base na correção monetária integral somente até o primeiro leilão de privatização. A partir daí, a correção monetária seria inferior em 1% à inflação mensal, até o limite máximo de 40% de perdas.

Os certificados apresentavam a vantagem de antecipar as receitas da privatização, tornando-a independente das negociações de compra. Além disso, invertia as posições de força, em meio à conjuntura de grave crise fiscal de dimensões inusitadas, inadiável exigência de zerar o déficit público, tendência recessiva com acentuada queda do investimento agregado e retomada da inflação, reindexação e pirâmide financeira concentrada no curto prazo<sup>54</sup>. O sistema financeiro, que havia sido um dos principais beneficiários do regime de alta inflação, arcava com parte do ônus. Abria-se à ele duas possibilidades: gerir diretamente as empresas ou transferi-las para terceiros, operando como intermediários. O atraso no início do programa, entretanto, fez com que os certificados passassem a ser remunerados pela TR e tivessem suas vendas suspensas após a terceira rodada, só sendo retomadas depois do leilão da Usiminas.

O objetivo era obter com o programa, somente em 1990, receita líquida em moeda corrente equivalente a US\$ 8,75 bilhões (2,5% do PIB), vendendo 11 empresas em 9 meses e 42 até 1992, gerando receita de US\$ 19 bilhões. Visando garantir o seu sucesso permitiu-se a utilização dos cruzados novos retidos pelo Plano Collor I. Todavia, a contestação da aceitação compulsória dos certificados de privatização por parte dos fundos na justiça, sob a alegação de que suas reservas tinham que obter uma remuneração mínima, superior à dos certificados, obteve êxito e, juntamente com o referido atraso no início do programa, obrigou o governo a rever as metas de arrecadação, ampliando o leque dos títulos aceitos no programa.

Eram aceitos para a utilização como moedas: dívidas vencidas de diversas empresas e autarquias extintas pelo governo Collor, como IAA, Portobrás, Nuclebrás e Siderbrás, desde que passassem por um processo de securitização, débitos vencidos e renegociados de qualquer empresa incluída no programa junto a fornecedores e empreiteiros, títulos sem prévia securitização como debêntures da Siderbrás, OFND's, adquiridas compulsoriamente pelas EFPP's com prazo de 10 anos, títulos da dívida agrária, entregues a proprietários de terras como compensação à desapropriação, e letras imobiliárias da Caixa Econômica Federal. Os títulos da dívida interna tinham deságios diferentes no mercado secundário. Após a sua aceitação como moedas pelo valor de face, no entanto, a diferença diminuiu abruptamente. Quanto aos títulos da dívida externa, o deságio atingia 75% em alguns casos, mas eles seriam utilizados por 75% do valor para a aquisição de ações que só poderiam ser renegociadas depois de um período de 12 anos<sup>55</sup>.

A primeira fase do programa, que se estende até 1994, se restringiu ao que poderíamos denominar de área livre, englobando principalmente siderurgia, petroquímica e fertilizantes. Ficaram excluídas as áreas de monopólio estatal, mormente prospecção, refino e transporte de petróleo e gás natural (Petrobrás), as áreas de concessão estatal, abrangendo serviços telefônicos, telegráficos e de transmissão de dados (Telebrás) e serviços públicos cuja concessão ao setor privado

---

<sup>54</sup> Prado (1994).

<sup>55</sup> Posteriormente, resolução do CMN de setembro de 1995 eliminou o deságio sobre o valor dos papéis da dívida externa.

precisava ser regulamentada (Eletrobrás, Portobrás, RFFSA, água e esgotos, infraestrutura aeroportuária e rodovias interestaduais). Houve um entrave nessas áreas excluídas, que serão qualificadas de restritas, devido à demora na aprovação da nova lei de concessões pelo Congresso Nacional e à redefinição dos ambientes regulatórios.

A primeira etapa compreendeu a consolidação institucional e a adequação do programa aos interesses econômicos relevantes afetados. Marcou o distanciamento da burocracia ministerial, enfraquecimento da interferência do Legislativo e fortalecimento do BNDES como órgão gestor, além de executor. Um dos traços característicos é o questionamento pelo movimento sindical e pelos partidos de oposição da forma e dos critérios adotados, gerados pela inabilidade do governo em fundamentar juridicamente suas medidas. O fato dos títulos serem aceitos pelo valor de face e de terem um deságio significativo no mercado secundário foi um dos principais fatores de crítica e resistência à implementação do programa.

Após a venda inicial da Usiminas o processo deslanchou, tendo continuidade mesmo depois do afastamento do Presidente Collor e a posse de Itamar Franco, apesar da rápida exitação desse último, influenciado por convicções nacionalistas. Efetivamente completou-se a transferência para o setor privado do controle das empresas do setor siderúrgico, além da alienação de importantes empresas dos setores petroquímico e de fertilizantes, de participações minoritárias, da Caraíba Metais no setor de mineração e da Embraer no setor de aviação. A exigência de um maior percentual de recursos em moeda corrente não foi incompatível com a ampliação do uso de créditos contra o governo nacional como meios de pagamento. Aboliu-se também a discriminação contra a participação dos investidores estrangeiros, permitindo a eles adquirir até 100% do capital votante das empresas a serem privatizadas.

Com relação às áreas de concessão estatal e de serviços públicos, somente com a posse do Presidente Fernando Henrique Cardoso e a aprovação das emendas constitucionais em 1995, ocorreram desenvolvimentos significativos. Entre outras medidas, promoveu-se a abertura à iniciativa privada para exploração dos serviços de gás canalizado, o fim da distinção entre empresa brasileira e empresa brasileira de capital nacional, a autorização para que empresas constituídas sob a lei brasileira e que tenham sede e domicílio no país realizem pesquisa e lavra de minérios, bem como a autorização para que a União firme contrato com empresas privadas, objetivando o desenvolvimento de atividades ligadas à exploração de petróleo e de serviços de telecomunicações<sup>56</sup>.

Embora a concessão já estivesse prevista na legislação que implementou o Programa Nacional de Desestatização em 1990, a legislação ordinária que deveria regulamentar o assunto por determinação do artigo nº 175 da Constituição Federal só foi aprovada em fevereiro de 1995, com a promulgação da lei nº 8987. Ela estabeleceu o novo regime de concessão e permissão de serviços públicos, especialmente nos setores de energia elétrica e de transportes, este último

---

<sup>56</sup> Fonte: BNDES.

compreendendo os sistemas rodoviário, ferroviário e portuário, além de determinar que a concessão deve ser precedida de licitação, condição indispensável para garantir o processo competitivo em setores nos quais permanecerá um provedor de recursos monopolista.

Além disso, a lei nº 8987 impôs critérios para reajuste tarifário, cronograma físico-financeiro dos investimentos a serem realizados e penalidades e motivos para intervenção do poder concedente ou extinção da concessão, além de assegurar uma revisão das tarifas que garanta o equilíbrio econômico-financeiro dos contratos, apesar de ter sido vetado dispositivo que garantiria uma receita bruta mínima. Por outro lado, manteve-se tanto a possibilidade do setor público fornecer subsídios à classe específica de consumidores quanto a participação das empresas estatais no processo, desde que não contem com subsídios. Seguiu-se à essa lei a nº 9074, que dispõe a respeito das concessões dos serviços e obras públicas, especialmente de serviços de energia elétrica.

No decorrer do ano de 1996 uma série de alterações foram promovidas na legislação que regulamenta o Programa Nacional de Desestatização. Permitiu-se, por exemplo, que o Conselho Nacional de Desestatização (CND), por solicitação dos estados e municípios, firme ajustes para que possam ser utilizados os procedimentos constantes da lei nº 8031/90 na privatização de suas empresas, podendo também determinar que sejam adotados nas desestatizações procedimentos inclusos na lei específica do setor da empresa. O decreto nº 2077 de 1996 ainda permitiu ao CND o estabelecimento de processos simplificados, compreendendo a fixação do preço mínimo, na desestatização dos serviços públicos. Quanto ao setor de resseguros, o monopólio estatal foi abolido pela emenda constitucional nº 13/96.

Adicionalmente, o decreto nº 2003 de 1996 regulamentou, através de concessão ou autorização, a produção de energia elétrica por produtor independente e por auto-produtor. Já a lei nº 9295 de 1996, regulamentada pelo decreto nº 2056 do mesmo ano, instituiu o Serviço Móvel Celular a ser prestado sob o regime de concessão, em áreas delimitadas do território nacional. Enquanto isso, a lei nº 9427 de 1996 criou a Agência Nacional de Energia Elétrica (ANEEL), com o propósito de regular e fiscalizar a produção, transmissão, distribuição e comercialização de energia elétrica. Por fim, no tocante à privatização das instituições financeiras, ela passou a ser coordenada pelo Banco Central a partir de maio de 1997, delegando-se ao CMN a competência para aprovar as medidas necessárias para a implementação do processo.

As diversas modificações sofridas pela lei nº 8031/90 foram absorvidas pela lei nº 9491 de 9 de setembro de 1997, que atualmente regula o Programa Nacional de Desestatização. Ela teve como uma das principais alterações a criação do Conselho Nacional de Desestatização, um fórum de ministros de Estado que aumentou o poder de avaliação e decisão do órgão condutor do programa. Além disso, essa lei possibilitou, através da aquisição de quotas em fundos mútuos de privatização, a utilização dos recursos do FGTS na privatização por parte dos trabalhadores.

### 2.3- Principais Resultados e Aquisições dos Fundos de Pensão

A partir da exposição dos principais aspectos do Programa Nacional de Desestatização no item anterior, procurar-se-á investigar sucintamente as razões que levaram à participação dos fundos no processo. Evidentemente, um dos elementos cruciais, sobretudo na primeira fase, quando o programa ainda era cercado de grande incerteza com relação aos resultados e, mesmo quanto ao interesse do setor privado, foi a aceitação compulsória dos certificados de privatização. Esse fator, juntamente com as OFND's adquiridas compulsoriamente durante o Plano Cruzado, não pode ser dissociado do montante significativo de recursos em poder das EFPP's utilizáveis como moedas no processo. As evidências apresentadas na tabela 15 a seguir, relativa à participação das moedas de privatização, corroboram esse fato, visto que o volume efetivamente desembolsado em moeda corrente durante os três primeiros anos do programa foi relativamente pequeno. Após 1993, no entanto, a participação das OFND's e dos certificados na receita de vendas se reduz abruptamente, ao mesmo tempo em que o processo se consolida.

**Tabela 15-Moedas de Privatização Utilizadas no Programa Nacional de Desestatização (em US\$ mil). Período: 1991-97.**

Ano	SIBR	CP	OFND	DISEC	TDA	DIVEX	CEF	Moedas de Privatização(a)	Receita de 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	2527	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.

Assim, os fundos de pensão mais uma vez foram eleitos como mecanismo de política econômica pelo governo, ao lado do sistema financeiro, visando garantir o sucesso do programa. A aceitação posterior dos títulos da dívida pública interna pelo valor de face, além de possibilitar aos fundos livrarem-se de um crédito contra o setor público que atingia deságios significativos no mercado secundário, foi uma medida adicional no sentido de garantir o êxito do programa. A presença constante das EFPP's nos leilões das principais empresas chegou inclusive a levar o governo a baixar proposta limitando o percentual a ser adquirido pelos fundos nas transações, respondendo ao apelo daqueles que enxergavam nesse movimento uma reestatização da economia. Deve-se, portanto, procurar investigar os incentivos presentes para a participação dos fundos de pensão nessa segunda etapa.

Embora esse ponto ainda não esteja completamente elucidado, parece claro que a magnitude expressiva de recursos em poder dos fundos, sobretudo daqueles ligados às empresas estatais ou recentemente privatizadas, encontra oportunidades atrativas de aplicação nos setores de infra-estrutura. Diante da abertura comercial e da grave crise fiscal, o Estado se vê impossibilitado de realizar os investimentos

necessários para a modernização das plantas, expansão da capacidade produtiva e aprofundamento da capacitação tecnológica, requisitos indispensáveis para a manutenção da competitividade das empresas num cenário global de competição acirrada. O horizonte de longo prazo das exigibilidades dos fundos de pensão torna-os aptos ao engajamento nessas tarefas e, juntamente com outros parceiros, à realização desses investimentos que, devido ao seu caráter, fornecem retorno apenas no longo prazo.

Esse último fator mencionado é reforçado pela tendência da aquisição do controle, ao invés de meras participações minoritárias nas empresas, como seria de se esperar se o objetivo fosse obter ganhos de curto prazo no mercado acionário, acompanhando a evolução ascendente observada, pelo menos até meados de 1997, da cotação das ações nas bolsas de valores. Dessa maneira, é possível especular que no Brasil, semelhantemente ao que ocorre nos países anglo-saxões, os fundos de pensão tendem a se envolver mais diretamente na gestão das empresas, tópico que será discutido no capítulo posterior. Devido à pequena dimensão do mercado acionário e à maior participação dos fundos no capital votante das empresas no Brasil, em comparação aos países supracitados, é de se esperar inclusive que esse envolvimento seja mais significativo.

Isso posto, passemos agora à descrição sumária dos resultados obtidos. Desde o início efetivo do programa de privatização, com o leilão das ações ordinárias da Usiminas na Bolsa de Valores do Rio de Janeiro, em 24 de outubro de 1991, até 4 de dezembro de 1997, foram alienadas as participações de 31 empresas controladas pelo Estado. Obteve-se a receita de US\$ 16,085 bilhões, além de US\$ 7,191 bilhões em dívidas transferidas, totalizando US\$ 23,276 bilhões, conforme é possível observar pela tabela 16 abaixo. Se adiciona-se as participações minoritárias das 25 empresas do Estado vendidas no período, a receita atinge o montante de US\$ 17,956 bilhões e a dívida transferida US\$ 8,119 bilhões, totalizando US\$ 26,075 bilhões. Entretanto, conforme revela a tabela 15, o volume correspondente às moedas de privatização atinge US\$ 8,861 bilhões (49,4% da receita de vendas), sendo particularmente expressivo nos três primeiros anos do programa, quando sua participação supera 90% do total da receita arrecadada.

Com relação aos setores preferidos pelos fundos de pensão no processo de privatização, os dados da tabela 17 demonstram que, em termos de receita de vendas, os fundos foram responsáveis por US\$ 864,3 milhões do total arrecadado na siderurgia (15,54%), US\$ 782,9 milhões na mineração (23,69%), US\$ 241,2 milhões no setor elétrico (7,97%), US\$ 223,0 milhões na petroquímica (8,26%) e US\$ 100,4 milhões no portuário (40,00%). Passando à análise mais desagregada dos dados, considera-se apenas as participações de cada fundo superiores à 5% em cada empresa privatizada, conforme exposto na tabela 18. Embora se reconheça que o percentual seja arbitrário, esse limite foi fixado para distinguir participações que implicam controle daquelas que configuram simples investimentos de portfólio. Por ela constatamos que os fundos de pensão adquiriram participações significativas em diversas empresas, como Usiminas, Celma, Mafersa, Acesita, CSN e Vale do Rio Doce, entre outras.

**Tabela 16-Receita de Venda Obtida com as Empresas Desestatizadas  
(em US\$ mil ) Período:1991-97.**

Empresa	Data	Receita de Venda	Divida Transferida	Total
Usiminas	24.10.91	1941	369	2310
Celma	01.11.91	91	5	96
Mafersa	11.11.91	49	1	50
Cosinor	14.11.91	15	0	15
SNBP	14.01.92	12	0	12
Piratini	14.02.92	107	2	109
Petroflex	10.04.92	234	21	255
Copesul	15.05.92	862	9	871
Álcalis	15.07.92	81	6	87
CST	16.07.92	354	483	837
Fosfértil	12.08.92	182	44	226
Goiasfértil	08.10.92	13	9	22
Acesita	22.10.92	465	232	697
CSN	02.04.93	1495	533	2028
Ultrafértil	24.06.93	206	20	226
Cosipa	20.08.93	586	884	1470
Açominas	10.09.93	599	122	721
PQU	24.01.94	287	41	328
Caraíba	28.07.94	6	0	6
Embraer	07.12.94	192	263	455
Excelsa	11.07.95	520	2	522
RFFSA (Malha Oeste)	05.03.96	63	0	63
Light Sesa	21.05.96	2507	586	3093
RFFSA (Centro-Leste)	14.06.96	316	0	316
RFFSA (Malha Sudeste)	20.09.96	870	0	870
RFFSA (Tereza Cristina)	22.11.96	18	0	18
RFFSA (Malha Sul)	13.12.96	209	0	209
CVRD	06.05.97	3299	3559	6858
RFFSA (Malha Nordeste)	18.07.97	15	0	15
Tecon I	17.09.97	251	0	251
Meridional	04.12.97	240	0	240
Sub Total		16085	7191	23276
Participações Minoritárias		619	0	619
Total Geral		17956	8119	26075

FONTE: BNDES.

**Tabela 17-Participação dos Fundos de Pensão por Setor no Resultado Consolidado de Vendas das Empresas Federais e das Concessões (em US\$ mil). Período: 1991-97.**

Setor	Empresa	Receita de Venda	Fundos de Pensão	Participação
Siderurgia	Usiminas	1941,2	466,7	24,04%
	CSN	1495,3	180,1	12,04%
	Açominas	598,5	2,4	0,40%
	Acesita	465,4	204,4	43,92%
	Cosipa	585,7	0,6	0,10%
	CST	353,6	10,2	2,88%
<b>Total</b>		<b>5561,4</b>	<b>864,3</b>	<b>15,54%</b>
Petroquímica	Copesul	861,5	89,6	10,40%
	PQU	287,5	11,6	4,03%
	Copene	270,4	25,3	9,36%
	Petroflex	234,1	70,0	29,90%
	Salgema	139,2	18,9	13,58%
	CPC	99,7	7,0	7,02%
	Oxifeno	53,9	0,6	1,11%
<b>Total</b>		<b>2698,7</b>	<b>223,0</b>	<b>8,26%</b>
Elétrico	Excelsa	519,3	192,8	37,13%
	Light Sesa	2508,5	48,4	1,93%
<b>Total</b>		<b>3027,8</b>	<b>241,2</b>	<b>7,97%</b>
Mineração	Vale do Rio Doce	3298,9	782,9	23,73%
	<b>Total</b>	<b>3304,7</b>	<b>782,9</b>	<b>23,69%</b>
Portuário	Tecon I (Codesp)	251,1	100,4	39,98%
	<b>Total</b>	<b>251,1</b>	<b>100,4</b>	<b>39,98%</b>
Outros	Embraer	192,0	97,4	50,73%
	Celma	91,1	5,6	6,15%
	Mafersa	48,8	48,4	99,18%
<b>Total</b>		<b>343,9</b>	<b>151,4</b>	<b>44,02%</b>
<b>Total Geral</b>		<b>17337,0</b>	<b>2262,7</b>	<b>13,05%</b>

FONTE: BNDES.

**Tabela 18-Participação dos Fundos de Pensão Superiores a 5% nas Empresas Privatizadas. Período: 1991-97.**

<b>Empresa</b>	<b>Data da Privatização</b>	<b>Fundos</b>	<b>Part. Capital Votante</b>
Usiminas	24.10.91	Previ	15,0%
		Valia	7,7%
Celma	01.11.91	Telos	5,3%
Mafersa	11.11.91	Refer	90,4%
Acesita	22.10.92	Previ	15,0%
		Sistel	9,2%
CSN	02.04.93	Caixa Benef. CSN-CBS	9,8%
Embraer	07.12.94	Previ	9,8%
		Sistel	9,8%
Escelsa	11.07.95	GTD Participações	25,0%
Vale do Rio Doce	06.05.97	Litel Participações	39,0%
		Previ	
		Petros	
		Funcef	
		Funcep	
<b>Concessões</b>	<b>Data da Concessão</b>	<b>Fundos</b>	<b>Part. Capital Votante</b>
Tecon I	17.09.97	Previ	20,0%
		Sistel	15,0%

FONTE: BNDES.

Mostrar-se-á no capítulo seguinte a evolução da participação dos fundos de pensão, pois após os leilões de privatização a composição do capital votante das empresas sofreu alterações significativas. Para se ter uma idéia da dimensão da importância no presente dos fundos de pensão nas empresas privatizadas, basta assinalar que somente a Previ e a Vale do Rio Doce, de cujo controle acionário participam vários fundos, estão envolvidas direta ou indiretamente no capital de cinco grandes siderúrgicas de aços planos (CSN, Usiminas, Cosipa, CST e Açominas), nas duas de especiais (Acesita e Villares) e na segunda maior de longos (Belgo Mineira)<sup>57</sup>.

<sup>57</sup> Pinho e Silveira (1996).

## Capítulo 3: A Influência dos Investidores Institucionais na Gestão das Empresas

### 3.1-A Justificativa para os Incentivos à Performance e os Problemas Decorrentes

A necessidade de contratos na economia deve-se à suposição de que os indivíduos são egoístas e governam suas ações com o objetivo exclusivo de perseguir seus próprios interesses. Entretanto, como suas ações não impactam somente sobre eles, mas têm efeitos sobre outros agentes econômicos, origina-se a questão da motivação, que é precisamente a capacidade de estimular a ação individual de modo a conciliá-la com os objetivos sociais. Se os contratos fossem completos e pudessem relacionar todas as circunstâncias possíveis de acontecer, além de determinar a distribuição dos custos e dos benefícios para os agentes econômicos em cada contingência, o problema da motivação estaria resolvido, desde que se conseguisse especificar qual das circunstâncias previstas realmente ocorreu e se garantisse que, uma vez firmado o contrato, seus termos seriam cumpridos e as partes não desejariam renegociá-lo.

No entanto, muitos obstáculos se colocam. A inevitabilidade de contingências imprevisíveis acarreta o que pode ser classificado como comportamento oportunista, situação em que o agente econômico, ao se deparar com uma situação não especificada no contrato, busca tirar o máximo proveito na resolução do conflito. Mesmo num cenário hipotético em que elas pudessem ser previstas, a assimetria das informações disponíveis entre os agentes antes da transação ser efetivada interfere na possibilidade de se atingir um acordo que maximize o valor, pois causa o deslocamento de mercadorias de qualidade ou de agentes bem intencionados do mercado. Essa fonte de ineficiência resulta no que convencionou-se chamar de seleção adversa<sup>58</sup>.

Admitindo a ausência de informação privada, ainda assim a impossibilidade de verificar *a posteriori* se os termos do contrato estão sendo devidamente cumpridos acarreta o problema do risco moral. Para que o risco moral ocorra, é preciso que haja uma divergência de interesses entre pessoas e escassez de recursos que os tornem incompatíveis. Além disso, deve haver espaço para ganhos numa troca entre os indivíduos. O risco moral pode ser descrito como estímulos à mudança de comportamento de uma das partes após o estabelecimento do contrato, devido à incapacidade da outra de, apesar de sofrer prejuízos significativos,

---

<sup>58</sup> No caso do mercado de seguros de automóveis, por exemplo, os indivíduos mais propensos a sofrer acidentes teriam maior incentivo para efetivar a cobertura do veículo contra eventuais danos. É importante ressaltar que, para que a provisão da cobertura ocorra, é necessário que os custos administrativos médios por pessoa sejam menores que os benefícios que ela obtém da redução do risco. Essa condição só é satisfeita, no entanto, para os consumidores mais sujeitos à acidentes, pois os custos são calculados com base no número médio de sinistros observados, acrescentados das despesas administrativas. Isso tende, em última instância, a excluir os consumidores menos sujeitos à acidentes do mercado, o que caracteriza o processo de seleção adversa. A falha de mercado para seguro individual, não só de automóveis, explica as práticas alternativas desenvolvidas pelo setor privado para equacionar a problemática, como os seguros em grupo.

promover um monitoramento efetivo. O desenvolvimento de reputação cumpre importante papel na diminuição dessas ações oportunistas. Ele tende a ser mais comum quanto mais freqüentes as transações, maior o seu horizonte e mais significativo os lucros associados a elas.

Entretanto, há situações em que tanto a pessoa detentora da informação privada pré-contratual, quanto aquela que não está ciente, se beneficiariam se a propriedade dessa informação se fizesse conhecida. Há duas formas de isso ocorrer. A primeira é através da sinalização, na qual a pessoa que possui a informação toma a iniciativa de revelá-la. O melhor exemplo que ilustra esse caso é o da educação servindo como sinalização de capacitação no mercado de trabalho. Para o mecanismo ser eficiente, duas condições têm que se fazer presentes. Não só todos os trabalhadores de alta qualidade necessitam adquirir educação, como também o custo da aquisição para os de baixa produtividade tem que ser proibitivo. O outro mecanismo é o descrito na literatura como *screening*, em que a parte sem a informação toma a iniciativa para separar em alguma dimensão os agentes que detêm a informação.

Como foi visto anteriormente, os contratos são uma forma de proteger as pessoas contra incentivos egoístas. No entanto, é comum que sejam incompletos, o que muitas vezes dificulta que sejam firmados, garantindo a eficiência econômica. Porém, se incentivos à restrição das ações são inevitáveis, o resultado alcançado não será meramente ineficiente porque um outro poderia ser atingido na ausência desses constrangimentos. A eficiência se define se não há nenhum método alternativo que seja exequível na existência de restrições. Adicionalmente, os termos do contrato, acertados previamente, podem conduzir a uma situação ineficiente, exigindo a renegociação *ex-post* entre as partes.

No estabelecimento de um contrato, as partes envolvidas devem concordar nos pagamentos a serem feitos, quaisquer que sejam as contingências, o que usualmente envolve algum tipo de barganha. Barganha é um processo muito complexo que pode impedir a ocorrência da transação, embora o princípio da eficiência sugira que, uma vez firmado o contrato, o resultado não tem nenhuma consequência sobre a eficiência do mercado, porque somente realoca a riqueza previamente determinada. Em uma situação de barganha bilateral, na qual incentivos para restrições são importantes, a transação apenas se efetiva se os ganhos resultantes são suficientemente grandes. Nesse contexto, o dispêndio de recursos objetivando a obtenção de informação privada, embora justificado do ponto de vista individual, é encarado como um desperdício do ponto de vista da sociedade, já que muda apenas a alocação resultante, não tendo influência sobre a riqueza total disponível.

O termo agente-principal é utilizado para designar situações específicas nas quais um indivíduo (agente) age em nome de outro (principal), na suposição de perseguir os objetivos desse último. Não é demais ressaltar que o incentivo para alterar o comportamento não seria um problema se fosse fácil determinar o comportamento apropriado ou monitorá-lo. Entretanto, freqüentemente isso é impossível ou muito custoso<sup>59</sup>. Quando os compradores não são capazes de monitorar facilmente a qualidade dos bens e serviços que recebem, há uma tendência para que os fornecedores os substituam por bens de qualidade inferior ou executem os serviços com pouco esforço ou diligência.

No caso do mercado de trabalho, particularmente na contratação de executivos, o problema decorrente da relação agente-principal está presente. A pulverização da propriedade das ações das grandes companhias entre uma multidão de pequenos investidores tem criado uma separação efetiva da propriedade e do controle, com nenhum indivíduo particular tendo qualquer incentivo para monitorar a gerência. Uma vez que os benefícios resultantes de tal comportamento são apenas em pequena escala apropriados pelo acionista ativo, sendo repartidos com os demais acionistas, e os custos incorridos recaem totalmente sobre o agente que adota tal postura, um investidor individual tende a esperar que outros arquem com esse ônus, atuando como "carona".

Durante a década de oitenta, o mecanismo mais utilizado para a resolução desse conflito foram as aquisições hostis, que podem ser definidas como a aquisição de um número de ações suficiente para garantir o controle da firma e destituir a gerência, implementando mudanças. Muitos observadores têm considerado essa estratégia uma resposta corretiva ao risco moral gerencial e, com base nos altos lucros gerados nessas transações, têm questionado a eficiência com que os administradores têm maximizado o valor das firmas. No entanto, os altos lucros podem ser decorrência do excesso de otimismo por parte dos desafiantes quanto à sua capacidade de gerar lucros, ou da subestimação do preço das ações da firma alvo pelo mercado.

O certo é que os executivos e diretores da companhia alvo costumam combater a oferta de aquisição, devido ao temor de perderem os seus cargos. Uma das defesas mais utilizadas é o conhecido na literatura internacional como *poison pills*. Elas abrem a possibilidade aos acionistas de adquirir ações da firma alvo a um preço preferencial muito baixo quando um desafiante adquire mais do que uma fração das ações da empresa. Se empregadas com parcimônia, podem constituir-se numa forma de aumentar o poder de barganha da firma em eventuais transações. Porém, quando adotadas sem consulta prévia aos acionistas, tendem, na prática, a reduzir o valor das ações.

---

<sup>59</sup> As associações de poupança e empréstimos nos Estados Unidos, nos anos oitenta, são o exemplo mais notório de risco moral. Embora não possamos esquecer do papel desempenhado pela corrupção e da omissão do governo, é evidente que com o estabelecimento de um seguro sobre os depósitos, foi retirado os incentivos dos participantes para monitorá-las, ao mesmo tempo em que estimulou-as a assumir posições de alto risco na gestão dos investimentos. O resultado foi uma onda generalizada de falências, com o custo recaindo sobre o governo federal.

Quando opta-se pelo monitoramento para prevenir comportamento inapropriado, pode-se usar um sistema de recompensas sempre que os benefícios superem os custos. Esse método, no entanto, abre espaço para a manipulação dos resultados pela parte responsável pelo pagamento. Na hipótese do monitoramento ser impossível ou muito caro, às vezes pode-se criar um sistema de incentivos baseado nos resultados observados, que são uma medida aproximada do comportamento, apesar de influenciada por fatores aleatórios também. Geralmente, os empregados são avessos ao risco enquanto os proprietários, por causa da magnitude de sua riqueza, podem ser considerados como neutros frente ao mesmo, ao menos para pequenas variações em sua renda. A idéia básica dos contratos de incentivos é justamente promover a congruência entre os interesses, alterando os objetivos individuais de forma a alinhá-los com os do fornecedor dos incentivos.

Uma maneira alternativa para a resolução do problema é o sistema de *bonding*, que se caracteriza pela exigência do pagamento de uma quantia no caso de um comportamento inapropriado ser detectado. Ele têm limites, porém, devido à escassez de recursos dos agentes, particularmente quando aplicado à situação de risco moral no mercado de trabalho. As firmas costumam, desse modo, estabelecer salários mais baixos no início da carreira e mais altos no futuro, independentemente da influência da experiência sobre a produtividade do trabalho. Com isso, pretendem desestimular o abandono do emprego após o ingresso e, assim, reduzir as perdas decorrentes dos gastos efetuados com treinamento.

Para a análise econômica é frequentemente útil interpretar a posse de um ativo como os direitos residuais de controle, isto é, os direitos de tomar quaisquer decisões sobre o uso dos ativos que não estão explicitamente estabelecidas por lei ou designadas para outro por contrato. Se a propriedade significa ter controle residual, então sua importância deve derivar da dificuldade de se firmar contratos que especifiquem todos os direitos de propriedade. Como na prática os contratos são necessariamente incompletos, acordos que deixem os direitos de controle não atribuídos de outra forma a um indivíduo particular, distinguível, gozam de significativas vantagens de custos.

A noção de propriedade, porém, envolve mais elementos que os direitos de controle. Um direito particular, o direito de posse, é comumente enfatizado como traço marcante da propriedade. De acordo com essa noção, o proprietário da firma é o reivindicador residual, aquele que recebe qualquer renda líquida que a firma produza. A renda líquida é concebida como o retorno residual, a quantidade disponível depois que todos os encargos são pagos. Assim como o controle residual, a noção de retorno residual está intimamente relacionada ao fato dos contratos serem incompletos.

Amparar o controle residual nos retornos residuais é a chave para os efeitos de incentivo da propriedade. Esses efeitos tornam-se, assim, muito poderosos, porque aquele que toma a decisão suporta o impacto financeiro total de suas escolhas. É necessário lembrar que se está considerando que a magnitude da riqueza dos agentes não desempenha qualquer influência sobre suas decisões. Portanto a combinação adequada dos dois aspectos da propriedade fornece fortes incentivos para o proprietário manter e aumentar o valor dos ativos, ao contrário do

que ocorre na ausência dessa. Nesse último caso, conforme já ressaltado, os executivos tendem a negligenciar esforços no desempenho de tarefas que não podem ser facilmente monitoradas e não trazem benefícios imediatos à sua remuneração.

A tentativa de atribuir responsabilidade aos executivos pela sua performance os expõe ao risco, pois medidas perfeitas de comportamento dificilmente estão disponíveis. Entretanto, algo pode ser inferido através dos resultados observados, o que faz com que a compensação baseada neles possa ser um meio eficaz de fornecer incentivos, embora eles sejam afetados por elementos fora do controle dos executivos. Isso causa uma aleatoriedade em sua renda. Uma segunda fonte de aleatoriedade na remuneração pode ser causada pela própria natureza do método utilizado, que pode conter elementos subjetivos ou realizar-se através de monitoramentos esporádicos. Além disso, eventos fora do controle do trabalhador podem influir diretamente na sua destreza em desempenhar a função conforme contratado.

Os contratos de incentivos procuram contrabalançar os incentivos e a necessidade de isolar as pessoas do risco. É necessário ressaltar que apesar dos vários casos possuírem características comuns, o julgamento da performance e a necessidade de compartilhar o risco ou instituir um seguro variam. Por isso, as instituições e práticas, ao pesar o risco e os benefícios, também diferem. Na construção do modelo de incentivos, parte-se da suposição básica de que as pessoas são avessas ao risco. A diferença entre a renda esperada e a renda certa, que as tornam indiferentes ao risco, é designada como o prêmio do risco associado a uma renda aleatória. A magnitude desse prêmio é determinada pelo risco envolvido e pelo grau de aversão pessoal.

O princípio da divisão dos riscos, segundo o qual o compartilhamento de riscos independentes reduz o custo agregado de suportá-los, é a base de todos os contratos financeiros. É possível afirmar que, quando os riscos são compartilhados eficientemente, a parcela que um indivíduo assume do risco associado à cada evento é a mesma e proporcional à do risco do indivíduo no total do grupo. Com a divisão do risco, o grupo como um todo torna-se menos avesso do que as pessoas que o compõem, e o custo de suportá-los é reduzido. No limite, mesmo perdas financeiras substanciais podem ser economicamente insignificantes.

Se a empresa é neutra ao risco, para a obtenção da eficiência ela deveria suportá-los integralmente. Porém, o problema do agente-principal torna essa alternativa impraticável. Assim, a compensação baseada na performance inevitavelmente causa uma perda, por causa da divisão ineficiente. O valor da perda monetária é justamente o prêmio do risco associado com a sistemática de compensação vigente. Logicamente, as firmas que adotam essa estratégia esperam recuperar não só a perda, como obter um adicional pela melhoria da performance dos executivos.

O nível de esforço que maximiza a utilidade do empregado é atingido quando os ganhos resultantes do esforço adicional equivalem aos custos incorridos, supostos crescentes. O problema da implementação, então, é a obtenção de um nível específico de esforço da maneira mais eficiente. Escolhe-se o nível de esforço

desejável. Em seguida, determina-se, com base nisso, o parâmetro na equação responsável pelo retorno adicional do trabalhador. De acordo com o princípio da informação, ao estabelecer fórmulas de compensação, qualquer medida de performance que reduza o erro com o qual a escolha dos agentes é estimada deve ser incluída para aumentar o ganho total.

Todavia, a medida de performance não é afetada apenas pelo esforço individual, mas também por fatores aleatórios, que incidem somente sobre um trabalhador, e por fatores que têm uma influência coletiva. A performance comparativa, desse modo, é mais adequada se as fontes comuns de aleatoriedade são mais importantes que as individuais. Por outro lado, a intensidade ótima dos incentivos depende de quatro fatores: dos lucros gerados pelo esforço adicional, da precisão com a qual as atividades desejadas são julgadas, da tolerância do agente ao risco e da responsividade do agente aos incentivos.

Para estabelecer um padrão de performance há três maneiras. Uma delas é cronometrar a tarefa, o que apresenta a desvantagem de ser muito custoso e exigir revisão toda vez que uma nova tecnologia é introduzida. Um segundo modo é através da performance comparativa. Por fim, pode-se utilizar a performance passada da mesma pessoa. Como a performance passada oferece uma medida mais acurada do presente, a variância tende a diminuir e a parcela da remuneração correspondente aos incentivos a aumentar, induzindo um maior esforço, o que contribui para a elevação da performance padrão.

Caso haja rotatividade na execução das tarefas ao longo do tempo, há benefícios decorrentes da maior flexibilidade na produção, por um lado, e redução na eficiência, por causa da perda dos ganhos advindos da especialização na execução de uma única tarefa, por outro. Em contraposição, quando não há rotatividade nas funções, é preferível estabelecer um padrão fixo ao longo do tempo, porque a performance comparativa apresenta a desvantagem de penalizar o bom comportamento e recompensar o mal. Os trabalhadores, antevendo a possibilidade de elevação da performance padrão ao longo do tempo, tendem a se recusar a cooperar para aumentar a produtividade, o que é conhecido na literatura como *Ratchet Effect*<sup>60</sup>.

Não se pode esquecer que um empregado desempenha múltiplas tarefas, sendo que somente algumas delas podem ser medidas diretamente. Isso pode acarretar conflitos de interesses. Por exemplo, o gerente responsável pelos custos de uma unidade *cost center* é indiretamente responsável também pelas vendas. Nesse caso, incentivos baseados no número de defeitos e no tempo de entrega das mercadorias seriam o mecanismo mais apropriado. O princípio da compensação igualitária afirma que, se a atenção ou alocação do tempo do empregado entre duas atividades diferentes não pode ser monitorada pelo empregador, então, ou a taxa marginal de retorno para o empregado em cada atividade deve ser igual, ou aquela

---

<sup>60</sup> O Ratchet Effect era um fenômeno típico das economias socialistas, nas quais os gerentes das fábricas freqüentemente optavam por um nível sub-ótimo de produção pelo temor de que, se produzissem a plena capacidade, poderiam ser alvo de metas superiores nos planos futuros que poderiam ser impraticáveis.

com menor taxa marginal de retorno não receberá nenhuma atenção. Assim, as responsabilidades e a compensação devem ser determinadas conjuntamente.

Semelhante problema ocorre com os investimentos estratégicos, cujos benefícios não se limitam à unidade que o executa, apesar de serem fundamentais por diversas razões, pois aumentam a flexibilidade da firma e os produtos possíveis de serem fabricados, introduzem novas tecnologias de produção, desenvolvem novas capacidades e habilidades, tanto no nível gerencial quanto nos trabalhadores, capacitam a firma a elevar a especialização de outras plantas e desencorajam o crescimento agressivo de competidores. Em suma, os interesses gerenciais conflitantes entre a alta e a baixa administração surgem basicamente devido à forma diferente de remuneração. Por isso, torna-se necessário o estabelecimento de um reduzido grupo de decisão que garanta um sistema eficiente de alocação do capital.

Uma fonte adicional de problema decorre do atrelamento da remuneração ao preço das ações, no caso dele não refletir totalmente o valor da firma. É possível dividir as hipóteses sobre a forma de eficiência de funcionamento dos mercados em três grupos. A hipótese da eficiência fraca postula que não há nenhuma maneira de se prever os movimentos futuros do mercado, a não ser pelas informações sobre os preços passados e correntes das ações. Já a hipótese da eficiência semi-forte acredita que os preços passados, aliados à toda sorte de informação pública disponível, fornecem um guia para os agentes, sendo a melhor alternativa a detenção de um portfólio diversificado. Por fim, a hipótese da eficiência forte sustenta que toda a informação é utilizada, até mesmo aquela que ainda não se tornou pública, com os preços de mercado refletindo totalmente o valor das firmas.

Apesar da evidência empírica a respeito ser inconclusiva, é certo que na hipótese da teoria da eficiência forte não se aplicar, as firmas cujos executivos são remunerados com base em algum incentivo ligado à performance das ações enfrentam um sério problema. O preço da firma depende da alocação do esforço dos executivos entre o presente e o futuro. Entretanto, como os ganhos presentes são mais fáceis de prever do que os futuros, o mercado tende a enfatizar as vendas de produtos existentes e os lucros de curto prazo em detrimento do potencial de novos produtos e do investimento em novas tecnologias. Desse modo, há uma ineficiência na alocação dos recursos, que concentra-se sobretudo no alcance de objetivos de curto prazo. Essa ineficiência pode ser detectada corretamente pelos administradores, conscientes de seus esforços, mas não pelos investidores. Se esses últimos tivessem uma nítida compreensão dos esforços, essas distorções se refletiriam integralmente no preço das ações.

Em contraposição à teoria clássica, as novas teorias enfatizam a inadequabilidade da hipótese da teoria do mercado eficiente, devido ao grande número de investidores que poderiam ser qualificados como "não-informados". A não aceitação dessa suposição básica, todavia, não implica o refutamento completo das conclusões obtidas por essa teoria. Ao contrário, as evidências empíricas têm demonstrado que anúncios de gastos em P&D e divulgação de planos de incentivos para os executivos condicionados à performance possuem efeitos positivos sobre o preço das ações. No entanto, as falhas apontadas remetem a questões importantes

como, por exemplo, a superioridade em termos de eficiência econômica de sistemas em que as ações são detidas por investidores com horizonte de longo prazo.

### 3.2-As Mudanças da Propriedade Corporativa nos Anos Oitenta

Os anos oitenta foram marcados por uma onda de mudanças na propriedade corporativa nos Estados Unidos e no Reino Unido. Muitas foram precipitadas por tentativas de aquisições hostis, nas quais tenta-se adquirir o controle da companhia, a despeito da resistência ativa da alta administração da firma alvo. Outras originaram-se de *management buyouts*, em que os administradores compram, eles mesmos, ações, objetivando conquistar o controle da propriedade, defender-se de aquisições hostis e sinalizar ao mercado a subvalorização das ações. Em muitos casos essas mudanças financeiras foram acompanhadas por outras modificações estruturais, particularmente pela divisão de grandes firmas em unidades de operação pequenas independentes.

Várias dessas transações resultantes de fusões, compras, aquisições hostis e *buyouts* foram seguidas por *bust-ups*, nos quais os negócios e divisões da firma são vendidos para outras companhias ou por *spin-offs*, em que unidades são separadas como companhias independentes e os acionistas recebem ações nas novas empresas na proporção das detidas na original. O resultado foi uma desaceleração em larga escala das fusões de conglomerados dos anos sessenta e uma reconcentração das corporações em atividades mais estreitas, melhor definidas. A fonte principal de financiamento para os desafiadores foram os *junk bonds*, títulos julgados por agência principal de *rating* com alto risco de *default*.

As mudanças de controle também foram acompanhadas de alterações financeiras nas firmas envolvidas. Algumas adotaram como sistemática a compra das próprias ações para colocação no plano de carreira dos empregados. Além disso, observa-se uma tendência, entre 1980 e 1989, a uma elevação constante da razão entre débitos de longo prazo e ações como fonte de financiamento das empresas<sup>61</sup>. Em 1990 esse comportamento foi estancado, ao mesmo tempo em que os *buyouts* reduziram-se para um décimo do valor de 1989 e as aquisições hostis reduziram-se pela metade.

---

<sup>61</sup> Essa razão passou de 34% para 59% no período. Fonte: Milgrom and Roberts (1992).

É interessante sublinhar a diversidade do padrão de financiamento observado em outros países, apesar da importância crescente que as ações têm assumido. Na França, por exemplo, embora a participação das ações tenha crescido com a nacionalização dos bancos, o débito ainda é dominante. Já no Japão, a razão débito/crédito tem se reduzido<sup>62</sup>, com as firmas buscando, num primeiro momento, o financiamento no mercado internacional de títulos e, num momento seguinte, na Bolsa de Tóquio. Enquanto isso, na Alemanha, o débito ainda responde por aproximadamente 90% do financiamento, mas o papel das ações tem crescido, substituindo primordialmente os títulos corporativos. As aquisições hostis, comuns nos países anglo-saxões, são raras nesses países e só se observam em alguma medida na França. Na Alemanha, a grande parcela das ações está nas mãos das instituições financeiras, o que impede esse tipo de prática. No Japão, a grande propriedade cruzada detém esse movimento para preservar as alianças estratégicas.

Geralmente, quando os administradores possuem apenas uma pequena fração das ações de uma firma, várias fontes de conflito podem existir. O crescimento e a longevidade da empresa podem ser mais interessante para os administradores do que para os acionistas, porque oferecem maiores oportunidades de promoção, além de causarem uma tendência à elevação dos salários. Os gerentes podem ser incentivados também a gastar muito em vantagens para si próprios ou para seus subordinados, pois o custo recai apenas em pequena parte sobre eles. Eles ainda preferem a independência da interferência externa, pois isso, além de assegurar o emprego, garante altas taxas de remuneração. Esses estímulos são exacerbados quando a firma possui um fluxo de caixa livre. Ao invés de direcionar os recursos excedentes para o pagamento de dividendos ou para a recompra de ações, os administradores são tentados a retê-los e a efetuar dispêndios ineficientes. Uma solução possível seria o monitoramento da gerência pelos acionistas, pois nas 500 maiores empresas norte-americanas em 1980, em apenas 15 não havia um acionista com mais de 10% das ações. Na média, o maior investidor detinha 15,4% e os cinco maiores, 28,8%<sup>63</sup>. Há, no entanto, evidências sistemáticas quanto aos limites desse mecanismo, que comprovam a sua maior eficácia nas indústrias menos intensivas em P&D, nas quais é mais fácil realocar os investimentos.

Empiricamente, foi constatado que um aumento no volume de ações tende a diminuir o seu preço, ao passo que uma elevação na fração do financiamento referente ao débito tende a aumentá-lo. Uma variedade de modelos de sinalização foi desenvolvida para explicar esse comportamento. Eles partem do pressuposto de que, por causa da informação assimétrica, a administração é muito melhor informada que os investidores. Portanto há incentivos para a parte não informada tirar inferências com base nas escolhas feitas pela parte melhor informada. A parte informada, reconhecendo que seus movimentos são interpretados como sinais, tende a manipulá-los para passar uma mensagem favorável. As decisões financeiras

---

<sup>62</sup> A relação que em 1980 era de 2,75 se reduziu para 1 em 1990. Fonte: Milgrom and Roberts (1992).

<sup>63</sup> Fonte: Milgrom and Roberts (1992).

servem a esse propósito. Supondo que os gerentes são avessos ao risco, ganhem quando o preço das ações está alto e sofram prejuízos quando a empresa fale, é de se esperar que as firmas com alta distribuição de lucros, por causa da menor probabilidade de falência, adotem níveis superiores de débito. O mercado interpreta essa postura como uma informação privada da gerência e eleva o valor da empresa. As oscilações no valor são mais comuns nas firmas novas, pois o mercado ainda não dispõe de informações adequadas nesse caso para julgar a propriedade da política adotada.

Esse raciocínio explica em boa medida o pagamento de dividendos pelas firmas, apesar de na maioria dos países eles gozarem de desvantagens na tributação em comparação com outras formas de rendimento. Como as firmas tendem a antecipar problemas futuros de fluxo de caixa conservando os recursos correntes e cortando dividendos, da mesma forma os agentes encaram o seu pagamento como uma sinalização a respeito das perspectivas futuras favoráveis da empresa. Além disso, eles constituem uma resposta para o já mencionado problema do fluxo de caixa livre. Por isso, tendem a ser mais usuais nas indústrias maduras com baixas taxas de crescimento.

Atualmente, os mecanismos de mercado para controle corporativo têm arrefecido, embora as medidas de proteção permaneçam. Há duas soluções básicas para os acionistas insatisfeitos: vender as ações ou votar resoluções contra o conselho. A primeira alternativa implica perdas, devido ao baixo valor de uma firma com mau desempenho. Já a segunda é particularmente problemática porque o conselho controla o processo de eleição dos diretores e a pauta de votações das reuniões. A seguir, analisaremos outros mecanismos utilizados pelos acionistas, tais como *tender-offers*, *proxy contests* e *shareholder resolutions*.

*Tender-offers* são propostas para os acionistas venderem suas ações a um preço anunciado. A sua validade pode ou não ser condicionada pela colocação à venda de um determinado número mínimo de ações. Em alguns casos, pode-se pagar um certo preço até um limite fixado e outro mais baixo a partir daí. É mecanismo usualmente utilizado para *buyouts*, recompra de ações pela firma ou aquisições hostis. *Proxy contests* são tentativas de uma entidade em obter a procuração dos demais acionistas para votar contra as resoluções do conselho e da diretoria. Geralmente são caras e difíceis de organizar, bem como de implementar, pois como os ganhos decorrentes são pulverizados entre todos os acionistas, há o problema do *free-rider*. *Shareholder resolutions* são medidas requerendo ou instituindo o conselho a seguir políticas particulares. Em muitos países, seu uso é restrito a determinados assuntos.

Na média das mudanças de controle, os acionistas da empresa alvo receberam um prêmio entre 30% e 50% superior ao preço das ações anteriormente cotado<sup>64</sup>. Em contraposição, o valor das ações das empresas adquirentes praticamente não se alterou. Uma das possíveis fontes da elevação das ações da empresa alvo pode ter sido a superestimação dos compradores de sua habilidade em adicionar valor à empresa e o conseqüente preço excessivo pago. Como também a motivação para a aquisição pode ter sido a construção de um império, a diversificação ou a busca de outras estratégias conflitantes com os interesses dos acionistas.

Outra fonte pode ter sido o valor incorreto da firma expresso pelo preço das ações, na suposição da incapacidade do mercado de compreender corretamente as estratégias de longo prazo das empresas. Seria de se esperar, então, que os alvos principais fossem firmas intensivas em P&D, o que não é consistente com os fatos. Por fim, nas situações em que as aquisições hostis não foram bem sucedidas, o natural seria que, uma vez postas em discussão, o mercado percebesse os erros de estimação e as reavaliasse, o que também não aconteceu. Uma última fonte explicativa pode ser o fato do prêmio representar simplesmente uma transferência de valor oriundo da subsequente demissão de empregados, queda do imposto devido pela incorporação de empresas com dificuldades às rentáveis, etc. As evidências, outra vez, demonstram que esse fator pode explicar apenas uma parcela do referido aumento.

Apesar dos ganhos significativos expressos pela cotação das ações, defesas contra aquisições hostis são necessárias, porque os acionistas não são capazes de estimar o valor correto da empresa e podem ser induzidos a vender na primeira oferta. Além disso, freqüentemente leva tempo para que uma melhor oferta seja conseguida. No caso de *tender-offers*, por exemplo, em que as ofertas são coercitivas, um acionista individual pode ser estimulado a se desfazer de suas participações, pelo temor de incorrer em perdas se relutar em aceitá-la e uma determinada fração das ações for negociada antes.

Também é possível relacionar medidas que fortalecem a posição de barganha da gerência, como *golden parachute* e *greemail*. A primeira consiste na imposição de uma cláusula num contrato de compensação, que assegura benefícios atrativos aos altos executivos, na ocasião deles deixarem a firma após uma mudança no controle. É visto, fundamentalmente, como uma maneira de proteger os investimentos realizados em capital humano e de impedir que a administração se oponha a aquisições que sejam benéficas do ponto de vista dos acionistas. No entanto, pode ter o efeito inverso de não encorajá-los a defender a firma de forma adequada, além de incentivar quadros capazes a deixar a empresa após uma alteração no controle, em vista da sedução dos incentivos.

Já o *greenmail* é um pagamento efetuado pelo administrador, com recursos dos acionistas, para desestimular o desafiante, com o pretenso objetivo de proteger os seus interesses. Esse mecanismo é questionável, dependendo do papel que se atribui ao preço de mercado das ações como espelho preciso do valor da firma.

---

<sup>64</sup> Fonte: Milgrom and Roberts (1992).

Outra medida que algumas empresas têm implementado é a reestruturação voluntária, na qual concentram sua ação em determinada área, aumentando concomitantemente o débito e o pagamento de incentivos, para isolar os focos de problemas através do desmembramento ou se proteger de aquisições hostis.

Todavia, o colapso dos mercados para controle corporativo, em 1990, aliado às fortes defesas contra aquisições hostis erguidas durante toda a década, levaram alguns investidores a buscar mecanismos alternativos para proteger seus interesses. A percepção de que estratégias exteriores ao mercado eram inúteis, devido à não acessibilidade de informações privilegiadas, também não disponíveis a outros investidores sofisticados, e à grande fração das ações em suas mãos, que faz com que qualquer movimento brusco no mercado se reflita nos preços e em perdas, levaram os investidores institucionais a procurar elevar o desempenho global da indústria. O canal principal utilizado é um monitoramento mais ativo que inclui, entre outras coisas, a redefinição do funcionamento do conselho para torná-lo mais efetivo como agente dos acionistas.

### **3.3-O Impacto da Liquidez e da Informação Assimétrica sobre o Ativismo dos Investidores Institucionais**

Durante a década de 80, muitos críticos viram a perda de competitividade da economia e o menor desenvolvimento das firmas norte-americanas com relação às alemãs e japonesas como resultantes da miopia da gerência, descrita como uma quantidade insuficiente de investimentos de longo prazo, particularmente em projetos intangíveis, como P&D, propaganda e treinamento de empregados. Essa miopia seria fruto do enfoque de curto prazo dos mercados de capitais, que impõe um *trade-off* para os administradores entre ganhos de curto prazo e manutenção dos investimentos. Há duas visões conflitantes a respeito do papel desempenhado pelos investidores institucionais nesse processo. A primeira defende que as vendas freqüentes e o foco de curto prazo dos investidores institucionais incentivam a gerência a evitar descontentamentos em larga escala com relação aos ganhos, que façam com que os investidores vendam as ações e causem uma subvalorização temporária de seu preço. A segunda, em contraposição, postula que a existência de grandes acionistas e a sofisticação dos investidores institucionais permitem à eles monitorar e disciplinar a gerência, assegurando que opte pela realização do nível de investimentos lucrativo e assegure a maximização no longo prazo do valor da empresa.

A primeira hipótese requer duas condições. Primeiro, que a gerência tenha incentivos para evitar uma queda no valor das ações. Segundo, que os investidores institucionais sejam sensíveis a notícias correntes sobre ganhos e possam causar redução temporária do valor. Para que a gerência procure evitar a queda temporária na cotação, ela deve valorizar suficientemente o preço corrente, devido à compensações baseadas nas ações, à necessidade de se levantar fundos através do mercado de capitais e à ameaça de que um desafiante explore uma subvalorização temporária. Além disso, deve acreditar que haja um potencial para representação errônea baseada nos ganhos correntes, através de sobrereações ao declínio nos

lucros ou de subreações ao declínio nos investimentos de longo prazo que impulsionem artificialmente os lucros.

Ela também associa a presença de investidores institucionais a um maior volume de negócios e a uma maior volatilidade, decorrente de anúncios de lucros trimestrais ou de subvalorizações temporárias após *spin-offs*. Isso porque as instituições sujeitas a responsabilidades fiduciárias teriam incentivos para se desfazer de ações com a queda nos lucros, já que os patrocinadores e a justiça os utilizam como critério objetivo para julgar a prudência dos investimentos. A existência de informação assimétrica com referência à qualidade dos investimentos de longo prazo faz com que os investidores institucionais utilizem os lucros como uma aproximação do valor nas decisões de negócios.

Enquanto isso, a segunda hipótese postula que as instituições investem em firmas com a intenção de deter frações substanciais da propriedade durante um horizonte de tempo longo, o que lhe confeririam estímulos para incorrer em custos de monitoramento explícito da gerência, objetivando evitar o corte em P&D pela firma para elevar os lucros correntes. Esse alto grau de monitoramento pode ocorrer implicitamente, por meio da reunião de informações com respeito à qualidade dos investimentos de longo prazo e da correção do preço das ações ao sabor das decisões da gerência, o que reduz o espaço para uma reação negativa dos mercados à queda esperada dos lucros correntes.

Estudo realizado por Bushee<sup>65</sup> dividiu os investidores institucionais em grupos conforme a diversificação do portfólio, mudanças de posição e sensibilidade dos negócios ao lucro corrente. Os resultados encontrados foram consistentes com essa hipótese, qual seja, a de que os investidores institucionais desempenham o monitoramento ou cumprem a função de investidor sofisticado, relativamente aos investidores individuais, reduzindo os incentivos da gerência para privilegiar metas de ganhos de curto prazo em detrimento da escolha de níveis de investimento que maximizem o valor de longo prazo da firma.

Uma das principais formas de exercer o monitoramento é através da apresentação de propostas. As propostas dos acionistas são um mecanismo criado pela Securities and Exchange Commission (SEC) através da seção 14 do Securities and Exchange Act de 1934. Utilizadas pela primeira vez em 1942, elas são breves declarações submetidas por um acionista requerendo ação específica da administração. Devido à restrições na legislação, são quase sempre recomendações. Mesmo que o patrocinador possua maioria dos votos, a gerência não é obrigada a colocá-la em prática. Há três tipos de propostas principais: relativas a votação, a mecanismos contra aquisições hostis e ao conselho de diretores. A primeira freqüentemente requer que o voto seja secreto. Já a segunda, que artifícios como *poison pills* sejam eliminados. Enquanto isso, a terceira propõe que a maioria do conselho seja composta por diretores independentes.

---

<sup>65</sup> Bushee (1998).

As companhias sujeitas às propostas dos fundos não só promoveram mudanças na administração, como também venderam ativos e promoveram uma reestruturação, entre outras coisas. Dentro da amostra dos fundos selecionada por Guercio e Hawkins<sup>66</sup>, há diferenças nas respostas, tendo maior impacto as medidas patrocinadas por fundos administrados externamente. As firmas que receberam proposta de reestruturação passaram a ter uma significativa probabilidade de serem alvo de aquisições hostis. Isso sugere que as propostas são um mecanismo menos custoso para alcançar uma série de objetivos, como pressionar a gerência, sinalizando ao mercado a visão do fundo sobre a firma alvo e sustentando um ativismo mais custoso, como as aquisições hostis.

Ainda segundo estudo realizado por Guercio e Hawkins, os fundos de pensão não só tendem a ter participação expressiva na firma alvo, como também autoridade exclusiva de voto sobre suas ações administradas externamente. A variação na composição do conselho constitui elemento fundamental na determinação da performance do fundo. Há diferenças substanciais entre eles no que se refere às estratégias, objetivos das propostas, definições de sucesso e visão do uso da publicidade. Comparado com os fundos administrados internamente, aqueles com administração externa têm incentivos para concentrar esforços na promoção de *spill overs* que impulsionam a performance global do mercado. Para os fundos com ativos indexados a um determinado índice, o tópico da proposta em si mesma não é importante, mas sim a atração da atenção do mercado. A ameaça de publicidade ao caso confere influência na administração corporativa da firma alvo. Em contraposição, para os fundos ativos o objetivo imediato é ter uma medida específica refletida no preço, que espelha a estrutura de governo da empresa.

Isso posto, faz-se mister investigarmos o efeito da liquidez dos mercados sobre o ativismo dos fundos. Os mercados de capitais líquidos têm dois efeitos sobre a governança corporativa. Por um lado, facilitam o exercício do controle corporativo, porque permitem o surgimento de grandes acionistas para corrigir falhas da direção. Por outro, possibilitam aos acionistas se desfazerem de suas ações diante de uma queda esperada no preço, ao invés de se envolverem na administração da companhia. Procura-se-á mostrar que o impacto da liquidez sobre o controle corporativo é indubitavelmente positivo.

A intensidade do problema do *free-rider* com o qual o grande acionista se depara ao exercer o monitoramento<sup>67</sup> depende de seu tamanho de equilíbrio. O tamanho do grande acionista também tem outros dois efeitos. A posse de uma grande participação torna o retorno das ações da companhia mais significativo, o que incentiva o grande acionista a intervir e é denominado efeito lock-in. Ao mesmo tempo, a posse de uma grande parcela do total pelo acionista diminui a quantidade de ações em mãos das famílias, tornando o mercado menos líquido, o que é chamado de efeito liquidez. Essa perda de liquidez reduz os ganhos esperados do grande acionista ao negociar detendo informação privilegiada.

---

<sup>66</sup> Guercio and Hawkins (1997).

<sup>67</sup> Monitoramento compreende atividades que adicionam valor, desde intervenções nas questões da companhia até aquisição de informações para identificar possíveis alvos de intervenção.

Conforme demonstrou Maug<sup>68</sup>, no equilíbrio o grande acionista comprará uma participação pequena, de modo que os ganhos de capital associados à valorização da participação inicial não sejam capazes de cobrir os custos de monitoramento. Parte do incentivo para monitorar vem da habilidade em comprar ações adicionais no mercado a um preço que não reflita os melhoramentos decorrentes da intervenção do grande acionista. Tanto o requerimento de uma parcela majoritária de ações para exercer o controle, quanto a redução da liquidez do mercado, implicam que a participação do grande acionista se torna menos líquida. Entretanto, elas têm efeitos opostos sobre o monitoramento. Enquanto aquela aumenta os incentivos, na medida em que eleva o comprometimento formal do grande acionista com a companhia, esta diminui, pois acarreta uma redução dos ganhos oriundos da negociação de posse de informação privilegiada.

Alguns investidores podem optar por aquisições hostis ou por uma aproximação menos adversa para influenciar a companhia. As instituições geralmente são proibidas legalmente de requerimentos hostis e escolhem negociações diretas com a alta administração ou propostas na assembléia geral anual para perseguir os seus objetivos. Essas alternativas se distinguem com respeito ao custo e à eficácia, que é tomada como uma medida de reestruturação bem sucedida da firma. Tipicamente as aquisições hostis são mais custosas, mas apresentam uma probabilidade de sucesso maior.

O modelo desenvolvido por Maug considera apenas um tipo de ação e um ativo sem risco, com remuneração nula, agentes neutros em relação ao risco e um grande investidor, que é constituído endogenamente. Enquanto as famílias talvez tenham que vender suas ações involuntariamente, devido à um choque de liquidez, nenhum negociante as compra involuntariamente. As hipóteses básicas adicionais do modelo são de que o grande acionista pode monitorar e melhorar a administração da firma, afetando seu valor em um montante superior aos custos incorridos, de que o preço das ações depende do volume negociado e de que no início todas elas são possuídas pelas famílias, sendo que, num momento seguinte, o grande acionista negocia uma fração delas em troca do ativo sem risco.

Para ser capaz de lucrar negociando, o grande investidor deve ser capaz de confundir a informação contida no fluxo ordinário de venda, de tal modo que o mercado não consiga distinguir entre o caso em que ele está comprando e as famílias estão vendendo e o caso em que as famílias não estão sujeitas a nenhum choque de liquidez e o grande investidor está vendendo. Assim, é impossível saber, de antemão, se o grande acionista está comprando com base em suas informações privilegiadas, o que faria com que as famílias não vendessem, devido ao temor do valor não ter incorporado a melhora de performance da companhia. Admitindo que o grande acionista parta de uma posição inicial e adquira ações extras para exercer controle nas votações, então há um único equilíbrio no qual ele monitora a firma com uma probabilidade tal que fique indiferente entre comprar ou vender sua

---

<sup>68</sup> Maug (1998).

participação. A probabilidade de monitorar aumenta conforme se eleve sua participação inicial e diminui com o aumento dos custos de monitoramento.

Adicionalmente, a probabilidade do grande acionista monitorar se reduz com o aumento da liquidez do mercado, se ele for capaz de recuperar totalmente os custos de monitoramento através de ganhos de capital associados à valorização de sua participação inicial. Somente se a participação inicial atingir essa magnitude, o ótimo social será atingido, com o grande acionista monitorando com certeza, o que torna os lucros referentes à negociação posterior de ações iguais a zero. Entretanto, a participação inicial, do ponto de vista do grande acionista, além de ser capaz de cobrir os custos de monitoramento, deve ser capaz de compensar os custos de oportunidade da perda decorrente da possibilidade de transacionar, vendendo suas ações sobrevalorizadas.

Assim, a probabilidade aleatória de monitorar maximiza a incerteza sobre o lucro final decorrente e sobre os ganhos de comerciar se, e somente se, os ganhos de capital associados à participação inicial somente forem suficientes para cobrir os custos de monitoramento. Se o grande acionista escolher sua participação inicial visando maximizar o lucro de seu investimento, ele despenderá uma quantia que não é suficiente para recuperar os custos de monitoramento simplesmente pela mera valorização dessa participação. Desse modo, a probabilidade de monitorar cresce com a liquidez do mercado, já que os ganhos associados à transação com a detenção de informação privilegiada aumentam.

O grande acionista antecipa que o investimento em grandes participações de uma companhia o obriga a um monitoramento custoso no futuro. Esse compromisso é mais custoso do que a exploração da volatilidade crescente do preço da ação, resultante de um maior monitoramento. Portanto ele investe uma participação inicial que o deixa livre para vender e sair no futuro. Conseqüentemente, escolherá monitorar de forma mais freqüente se o mercado for mais líquido, pois necessita de uma fonte adicional de lucros aos ganhos de capital do portfólio inicial, para compensar os custos de monitoramento.

Todavia, se a fração requerida por estatuto para reestruturar a firma exceder determinado montante, então o grande acionista terá que comprar um número de ações suficientemente alto para obter o controle das votações, inconsistente com o investimento lucrativo em uma participação inicial. Partindo do pressuposto que essa fração requerida seja determinada pelo fundador da companhia, sua riqueza será maximizada se essa fração deixar o grande acionista exatamente indiferente entre monitorar ou não, sendo pequena o suficiente para induzi-lo a adquirir um bloco e monitorar e suficientemente grande para reduzir os ganhos de negociar a um nível somente capaz de cobrir os custos de monitorar. Em mercados mais líquidos, essa fração tenderá a ser superior porque o efeito *lock-in* é menor. O fundador da companhia pode, assim, afetar a probabilidade de monitorar do grande acionista, requerendo um número superior de ações, extraindo renda dos potenciais monitores.

Há duas maneiras pelas quais um grande investidor pode intervir e reestruturar uma companhia. A primeira é através do monitoramento, em que tenta influenciar a incumbência da administração. A segunda é mediante aquisições

hostis, nas quais tenta destituir a administração. Quando o investidor pode optar entre as duas alternativas, ele escolherá o método menos custoso no mercado ilíquido e o mais custoso no mercado líquido. Para aferir a vantagem de custo, compara-se as razões entre a probabilidade de sucesso da ação e as despesas envolvidas em cada caso, sendo menos custoso o método em que a razão for superior.

Em suma, melhoramentos esperados nos lucros, oriundos do monitoramento da firma, são sempre incorporados ao preço das ações. A única fonte de lucro do grande acionista em monitorar é a incerteza que ele cria em relação ao resultado final. Assim, lucra com a volatilidade crescente, mas não com um maior retorno da companhia. A participação inicial é limitada de forma que os ganhos de capital associados à ela não sejam suficientes para cobrir os custos. Em mercados menos líquidos, conseqüentemente, os incentivos para monitorar serão menores. Para evitar assumir esse compromisso, os investidores mantêm um portfólio mais diversificado. Já um mercado mais líquido conduz a um maior monitoramento, porque permite ao investidor recuperar parcela dos custos incorridos transacionando.

Todavia, até o momento negligenciamos o impacto dos custos de reunir informação acerca da firma sobre os ganhos advindos da negociação de ações. O enfoque adotado por Kahn e Winton<sup>69</sup> visa justamente preencher essa lacuna. São incorporados grandes negociantes adicionais e é mostrado que os efeitos de comerciar são de pouca importância se os custos de reunir informação são relativamente baixos e a competição entre os negociantes informados alta. Além disso, também postula-se que as firmas cujo desempenho esperado pelo mercado é bom são menos propensas a sofrer intervenção do que aquelas que o mercado imagina que terão performance ruim, pois torna-se mais lucrativo para a instituição naquele caso vender sua participação do que intervir.

As suposições básicas são de que há uma firma cujas ações são negociadas num mercado, no qual há três tipos de participantes: pequenos investidores, grandes investidores institucionais e negociantes competitivos formadores de preço, todos neutros em relação ao risco. Os pequenos investidores têm uma certa probabilidade de sofrerem choques de liquidez e serem obrigados a se desfazer de parte de suas ações. Em contrapartida, o grande investidor, de posse da previsão do desempenho da empresa, no caso da mesma ser negativa, pode optar por intervir, com dada probabilidade de sucesso, ou se desfazer de sua participação. A intervenção é encarada como uma mudança benéfica da política da firma, mediante a ameaça de aquisições hostis. Outras formas de intervenção como a instituição de um sistema de recompensa com base no desempenho para estimular a gerência não são levados em conta, devido à sua aversão ao risco e às restrições de liquidez.

Em qualquer situação, o retorno da instituição consiste no valor de sua participação inicial, adicionado dos ganhos especulativos de utilizar sua riqueza para comerciar com informação privilegiada e deduzidos dos custos de intervir.

---

<sup>69</sup> Kahn and Winton (1998).

Esses retornos são afetados apenas pela probabilidade de decidir intervir da instituição e pelo número esperado de especuladores. Há um nível de participação crítico abaixo do qual a instituição reúne informações mas não intervém. Quando a participação efetiva ultrapassa esse nível, a probabilidade de intervenção caminha junto com a participação da instituição. Se a probabilidade de sucesso ao intervir for superior a 0,5, o nível crítico ultrapassará aquele que simplesmente cobre os custos de intervir e a intervenção ocorrerá certamente.

A habilidade de transacionar com informação afeta o comportamento da instituição, tendo dois efeitos: por um lado, a probabilidade de intervenção aumenta vagarosamente acima de certo nível de sua participação, que pode ser maior ou menor que o valor crítico e, por outro, a menos que seja provável que a firma falhe mesmo com completa informação, a habilidade de negociar resulta em intervenção inferior. Assim, um aumento da chance de sucesso da empresa sem intervenção elevará a participação inicial da instituição, porque os lucros de transacionar se reduzem. Contrariamente, quando a intervenção se torna mais efetiva, seu impacto direto aumenta, tornando-a mais atrativa e diminuindo a participação inicial da instituição, já que os ganhos obtidos com a posterior compra de ações assume importância maior.

Na hipótese do proprietário inicial escolher o nível ótimo de partilha das ações, ele preferirá vender à instituição o máximo que ela puder comprar. Assim, potencializa o impacto sobre a intervenção quando a riqueza da instituição excede o nível crítico de participação em que ela torna-se indiferente entre intervir ou não. O número de especuladores declinará com a elevação da participação da instituição, a liquidez do mercado se reduzirá e os especuladores marginais serão forçados a sair do mercado. O resultado final é um aumento do benefício líquido resultante para a firma. Não obstante, se a restrição de riqueza da firma não atingir o nível crítico supracitado, o único impacto do crescimento da concentração é a redução dos especuladores ativos.

Os resultados são radicalmente diversos na hipótese da instituição adquirir sua participação inicial no mercado aberto. Nesse caso, a intervenção não resultará em nenhum benefício direto para ela. Os ganhos advirão somente da futura atividade especulativa sobre o preço inicial e de seus lucros esperados ao transacionar. Os negociantes com informação privilegiada criam externalidades negativas para os pequenos acionistas, o que deprime o preço das ações e permite a eles comprá-las mais barato. Paradoxalmente, embora níveis de propriedade acima do crítico sejam desejáveis socialmente, a elevação da probabilidade de sucesso da intervenção, ao diminuir a variância dos retornos e os lucros de transacionar, faz com que a instituição não tenha incentivos para detê-la.

Há dois mecanismos que tentam conciliar a habilidade de especular e o desejo de adicionar valor à firma: *short swing rules* e *restricted shares*. O primeiro, a partir de uma fração mínima, qualifica uma instituição como bem informada e a priva de qualquer lucro decorrente da compra e venda de ações se o negócio for revertido num período inferior a seis meses. Ele torna-se falho pois pode limitar a participação da instituição abaixo desse nível, inibindo os seus estímulos para intervir. Enquanto isso, o segundo consiste num tipo especial de ação que não pode

ser vendido no mercado público. Como é mantida a permissão para a instituição adquirir frações adicionais, o impacto sobre a habilidade de transacionar é mais positivo que no caso anterior. A grande desvantagem é que, em certas situações, a instituição é obrigada a vendê-las para levantar recursos e isso só torna-se possível mediante uma taxa de desconto elevada. Isso acaba por deprimir o seu preço inicial.

### **3.4-O Caso Brasileiro**

A dispersão do capital torna cada vez mais importante a profissionalização da administração. Estudo divulgado pelo National Association Corporate Directors mostra que apenas 15% das empresas familiares resiste à terceira geração. Assim, elas estão buscando um conselho mais ativo e independente das operações da empresa. Mesmo as empresas de porte médio estão começando a se preocupar com o assunto, visando facilitar futuras negociações com empresas estrangeiras<sup>70</sup>. Segundo o pesquisador da Fundação Dom Cabral, Homero Santos, o conselho está deixando de ter um papel figurativo e de ser um conjunto de reuniões esporádicas para exercer um papel ativo na empresa. Além disso, deve escolher os auditores independentes, ao contrário do que ocorre hoje, quando freqüentemente o diretor-financeiro é responsável pela escolha.

Outra discussão que surge é a que diz respeito à separação das figuras do presidente do conselho e do presidente da empresa. Ainda segundo Santos, o poder tradicionalmente está muito concentrado nas mãos do presidente, mas agora os acionistas começam a estabelecer um balanço, sendo mais atuantes. Enquanto o executivo geralmente pensa nos resultados imediatos, o acionista tem uma visão de mais longo prazo, objetivando perpetuar o capital da empresa. Desse modo, os conselheiros não devem se envolver com a área operacional, mas sim cuidar da supervisão desse trabalho.

Desde 1992, por exemplo, o conselho de administração da Sadia é composto por acionistas não executivos, com exceção do diretor-presidente. Optou-se pela contratação de conselheiros externos como o ex-ministro da Fazenda e ex-presidente do Banco Central Karlos Rischbieter e o ex-presidente da Nestlé Felix Braun. Esse último foi contratado através da Spencer Stuart, líder mundial em recrutamento de "board members", que possui um vasto cadastro de executivos brasileiros com perfil para atuar em conselhos. Um dos pontos polêmicos resultantes da contratação de conselheiros profissionais, entretanto, é a atuação em várias empresas. Alguns defendem que, desde que os setores sejam próximos e não haja concorrência, a experiência pode contribuir na resolução de problemas comuns.

Para se ter uma idéia mais concreta das modificações que vêm ocorrendo na atuação dos conselhos, recorreu-se a informações obtidas junto à Diretoria de Participações da Previ, pois as alterações em grande medida têm sido

---

<sup>70</sup> Gazeta Mercantil, 29, 30 e 31 de maio de 1998.

impulsionadas pela postura mais ativa dos fundos de pensão com relação aos temas ligados à governança corporativa. Essa mudança de postura fortaleceu-se após a aquisição de participações acionárias significativas que implicam controle, movimento iniciado com o processo de privatização, conforme já mencionado anteriormente nesse trabalho. Essas informações, conforme será visto, constituem muito mais uma enumeração de preceitos a serem seguidos do que propriamente a análise da função desempenhada pelo fundo em casos particulares.

Semelhantemente à definição exposta anteriormente nesse trabalho, a Previ define o conceito de governança corporativa como estando ligado à interação entre proprietários e dirigentes no controle e direção das empresas e tradicionalmente presente na discussão pela qual sistemas e procedimentos buscam assegurar o melhor monitoramento dos dirigentes na gestão dos ativos a eles confiados. Dessa forma, formula um plano de ação que compreende quatro metas principais: construção do modelo próprio de governança, elaboração de código de melhores práticas, estruturação de sistema de monitoramento das relações Previ-conselheiro-empresa e aprofundamento no relacionamento interno da Previ, de acordo com os preceitos de governança.

A construção do modelo próprio de governança corporativa passa por várias etapas, quais sejam: criação de equipe de trabalho (técnicos da Previ, consultoria externa, conselheiros), política de remuneração de executivos, maior participação na reestruturação dos setores econômicos, consideração da visão do acionista versus a visão do *stakeholder*, criação de valor para o acionista e balanço social. Já a elaboração do código de melhores práticas compreende, entre outras coisas, a uniformidade da postura comportamental dos representantes da Previ nos conselhos, a harmonização dos interesses estratégicos do fundo com os da empresa, a instituição de um código de ética e o estabelecimento de um fluxo de informações, definindo as responsabilidades legais, institucionais e empresariais dos conselheiros.

O terceiro aspecto, intitulado estruturação de sistemas de monitoramento das relações Previ-conselheiro-empresa, consiste em agilizar e padronizar a troca de informações, criando não só um banco de dados estruturado de informações e indicadores gerenciais, como também grupos estratégicos de empresas afins, discussão setORIZADA com conselheiros e dirigentes, um fórum de debates na Diretoria de Participações (DIPAR), um intercâmbio entre os representantes da Previ e dos demais acionistas e um incremento nas relações entre as empresas participadas via atuação dos conselheiros.

Adicionalmente, o aprofundamento do relacionamento interno da Previ, de acordo com os preceitos de governança corporativa, inclui uma maior agilidade no fornecimento de informações à diretoria, ao conselho deliberativo, ao conselho fiscal e aos associados, transparência na gestão dos ativos da carteira da DIPAR, incremento no uso do boletim Previ como instrumento de esclarecimento aos associados quanto à atuação da DIPAR e intensificação do programa de visitas dos associados aos empreendimentos.

Com base no plano de ação descrito acima, a Diretoria de Participações, através da Gerência de Participações, desempenha uma série de atividades. Uma

delas é o assessoramento na negociação do acordo de acionistas, que subdivide-se em três tarefas principais: i ) auxílio na elaboração, não só do memorando de entendimento, como também do acordo de investimento e do acordo de acionistas; ii) acompanhamento da análise do investimento junto a Diretoria de Investimentos (DIRIN) quando do processo de investimento; iii) acompanhamento do adimplemento das cláusulas do acordo de acionistas. Outra é a administração da seleção de representantes da Previ nos conselhos, que busca manter atualizado o cadastro de candidatos para apreciação da diretoria quando do processo de indicação, além de propor piso de remuneração para os conselheiros, avaliar seu desempenho, elaborar termo de compromisso e montar um cadastro dos representantes no conselho indicados por outros acionistas.

Por sua vez, a orientação aos conselheiros da Previ nas empresas participadas visa transmitir a estratégia do fundo, promover treinamento, municiar os conselheiros de informações sobre as empresas e o mercado, fazer-se representar em assembléias, manter a atuação dos conselheiros alinhada com a estratégia do fundo e posicionar os conselheiros quanto às deliberações em reuniões do conselho. Enquanto isso, o estímulo de sinergias das empresas participadas objetiva montar matriz de insumos, produtos e serviços e identificar oportunidades de negócios e promovê-los, além de estreitar a relação comercial das participadas com o conglomerado Banco do Brasil.

A análise da viabilidade de investimentos das empresas participadas passa pela identificação da origem dos recursos, pela verificação da necessidade de aporte por parte da Previ, pela avaliação dos impactos com a utilização de recursos próprios, pela ponderação das alterações no fluxo de dividendos e no valor da empresa, bem como pela análise da estrutura proposta pela empresa para captação dos recursos e do alinhamento do investimento com o interesse estratégico do fundo.

Por fim, o monitoramento do desempenho das companhias participadas consiste na realização de visitas periódicas às mesmas, na manutenção de registros abrangendo desde demonstrativos financeiros até notícias e relatórios, passando por atas de reuniões de conselho e assembléias, e no acompanhamento da negociação com títulos da companhia, alertando a área competente acerca da possibilidade de ganhos no mercado e analisando a exposição ao risco da Previ em cada companhia. Além disso, procura-se analisar indicadores das empresas participadas como o fluxo de caixa, o fluxo de dividendos, a política de investimentos, custos, vendas, a relação endividamento/alavancagem, a criação e destruição de valor para o acionista, a política de recursos humanos e o setor econômico.

Não menos importante são a elaboração de relatórios das empresas, o estabelecimento e a manutenção de relacionamento profícuo com os sócios nas empresas participadas, a elaboração de projetos de reestruturação societária em conjunto com a DIRIN quando necessário, o acompanhamento da composição da carteira para enquadramento aos limites legais, das normas e leis pertinentes às participações expedidas pelos órgãos competentes e das participações relevantes em empresas participadas por meio de veículos de investimento indiretos como fundos de investimento, por exemplo.

Esse amplo leque de atividades desempenhadas reflete-se no expressivo número de conselheiros da Previ nas 58 empresas em que detém participação. Esse movimento não é de modo algum isolado. Diversos outros fundos também têm tido influência significativa na gestão das empresas. A tabela 18, abaixo, fornece a participação dos fundos de pensão superiores a 5% em diversas empresas, bem como de seus principais parceiros, de acordo com as informações anuais referentes ao ano de 1997 divulgadas pela CVM e fornecidas pelas próprias companhias abertas. Em que pese as informações em alguns casos não estarem de acordo com aquelas divulgadas pelos próprios fundos ou por outras fontes, como o Balanço Anual da Gazeta Mercantil, por exemplo, elas fornecem uma idéia da expressiva presença das EFPP's no capital votante das companhias nacionais.

Enquanto isso, a tabela 19 mostra a evolução das participações da Previ em conselhos, no período compreendido entre 1992 e 1998. Atualmente, ela possui 193 conselheiros, sendo 114 no Conselho de Administração (79 titulares e 35 suplentes) e 79 no Conselho Fiscal (41 titulares e 38 suplentes). Pela tabela é possível perceber que têm havido um crescimento significativo e contínuo desde 1995.

**Tabela 18-Participação dos Fundos de Pensão e de seus Principais Parceiros no Capital Votante de Diversas Empresas em 1997.**

Empresa	Fundo de Pensão	Participação	Principais Parceiros	Participação
Acesita	Previ	23,94%	West Merchant Bank	8,09%
	Sistel	16,16%		
	Petros	8,19%		
Banrisul	Fund. Banrisul	12,11%	Estado do Rio Grande do Sul	78,43%
Belgo Mineira	Centrus	9,29%	Arbed	18,27%
	AABM	8,74%	Sidarfin	17,62%
	Previ	5,97%	Grupo Bradesco	11,45%
Brahma	Centrus	5,85%	Ecâp	30,29%
			Braco	22,06%
			Fund. Assistencial Brahma	9,78%
			Marcel Herrmann Telles	6,66%
Brasmotor	Previ	19,85%	Whirlpool Overseas	42,45%
			Whirlpool do Brasil	118,48%
			Whirlpool Ind e Comercial	5,30%
Celesc	Previ	12,59%	Estado de Santa Catarina	50,18%
			Santa Catarina Part. e Invest.	29,05%
Caval	Previ	9,08%	Bunge Invest. e Consultoria	81,23%
			Bunge Agribusiness LTD	6,54%

Coelba	Previ	13,12%	Iberdrola	25,59%
			BB-Ações Price	21,63%
Côsipa	Femco	5,21%	Usiminas	49,79%
			Bozano, Simonsen	12,42%
			Clube de Invest. Empreg. Côsipa	10,28%
Cia NO-NE	Doc 3 Participações	90,75%	Estado do Rio Grande do Sul	9,08%
CPFL	Doc 4 Participações	66,99%	Centrais Elétricas Brasileiras	6,02%
Embraer	Sistel	19,72%	Bozano, Simonsen	17,66%
	Previ	17,00%	The Bank of Bermuda	10,36%
			União Federal	6,84%
Eternit	Centrus	15,83%	Amindus Holding AG	13,72%
			Fundo de Part. Social BNDES	12,48%
			Brasilit	9,06%
			HUS Empreend. e Part.	7,42%
			AGH Empreend. e Part.	7,36%
Excelsa	Iven S.A.(1)	52,27%		
	GTD Participações(2)	25,00%		
Excel	Petros	10,33%	Ezequiel Nasser	27,71%
	Previ	4,98%	Jacques Shayo	16,67%
			Rafimo Shayo	11,11%
			Union Bancaire Prive	16,74%
Ferronôrte	Previ	27,44%	Constran	20,29%
	Funcel	21,97%	Laif	10,45%
			BNDESPAR	9,22%
			BRP Ferronorte	5,66%
Forjas Taurus	FCRI	10,00%	Polimetal	84,00%
Fras-le	Previ	35,67%	ADR Participações	40,72%
	Petros	13,41%	Freios Master	9,98%
Hering	Previ	9,08%	Inpasa	25,98%
			Ivo Hering	11,97%
			Adm Com e Indl Blumenauense	6,99%
Inepar	Centrus	13,00%	Inepar Indústria e Construções	60,00%
			BNDESPAR	13,33%
Kepler Weber	Previ	24,99%	BB Dist. Títulos Val. Mobiliários	9,66%
	Aerus	24,99%	BB Banco de Investimento	9,72%
	Serpro	24,99%	Fundo de Invest. BB Leverage	5,61%
Manah	Fund. Econômico	16,54%	Magdalena Lemê Cardoso	21,95%
			Fernando Penteado Cardoso	20,14%
			Eduardo Lacerda de Camargô	7,33%
			Cia de Seg. Aliança da Bahia	5,87%
Mappin	Centrus	13,21%	United Part. E Empreendimentos	48,48%
	Funcel	9,68%	United Indústria e Comércio	16,24%
			Banco Bradesco	10,76%
Marcopolo	Centrus	16,86%	Paulo Pedro Bellini	24,63%
			José A. Fernandes Martins	11,45%
			Valter Antonio Gomes Pinto	10,42%
			Fundo de Part. Social BNDES	11,57%

1-Iven S.A : Centrus 12,50%, Opportunity Fund (16,00%), Ambar Participações (15,00%), Citybank New York Fund (12,50%), Banco Nacional de Investimento (12,50%), Banco Pactual (12,50%).

2-GTD Participações: Previ (22,37%), Aerus (12,15%), Sistel (11,19%), Fapes (11,19%), Eletros (9,11%), Real Grandeza (6,07%), Petros (6,07%), Valia (6,07%).

Monark	Previ	10,04%	Monark Comércio de Máquinas Gamlestaden	63,46% 10,00%
Parapanema	Previ	39,60%		
	Petros	22,79%		
	Aerus	13,44%		
	Sistel	11,92%		
	FPS	9,29%		
Petroflex	Petros	14,38%	Suzano	20,14%
	Previ	10,09%	Copene	20,14%
			Unipar	10,07%
Perdigao	Previ	18,52%	Weg	10,13%
	Sistel	17,88%	União de Com. e Participações	6,42%
	Petros	14,53%		
	Fapes	11,55%		
	Real Grandeza	10,21%		
Riocell	Previ	25,00%	KIV Participações	57,66%
	Petros	16,76%		
Santista Alimentos	Previ	11,87%	Bunge Foods Limited	67,65%
Terminais Ponta do Félix	Previ	24,99%	Agostinho Ermelino de Leão	20,00%
	Fund. Banestado	19,99%		
	Copel	14,99%		
	Portus	14,99%		
Tigre	Previ	25,02%	CRH Ind. e Empreendimentos	32,76%
			Willercape Management Limited	20,74%
			Bradesco Capitalização	15,32%
Tupy	Previ	28,54%	BNDESPAR	11,20%
	Telos	20,06%	Bradesco Prev. e Seguros	7,85%
	Aerus	18,88%		
Usiminas	Previ	15,00%	Nippon Usiminas	18,51%
	Valla	5,51%	Vale do Rio Doce	15,48%
			Clube de Invest. Usiminas	10,08%
			Camargo Correa Participações	7,30%
			S.A. Indústria Votorantin	7,30%
Vale do Rio Doce	Valepar(3)	42,18%	BNDES/FNDE	15,76%
	Litel Participações	10,11%	Tesouro Nacional	15,76%

3-Valepar: Litel Participações (24,73%), CSN Steel (31,23%), Eletron (20,74%), Sweet River (11,56%), BNDESPAR (10,67%).

FONTE: IAN/CVM.

**Tabela 19-Evolução das Participações da Previ em Conselhos. Período 1992-98.**

Ano	Conselho Fiscal	Conselho Administrativo	Total
1992	0	3	3
1993	8	8	16
1994	7	8	15
1995	20	26	46
1996	29	48	77
1997	44	79	123
1998	79	114	193

FONTE: DIPAR/PREVI.

Já a composição da carteira da GEPAR por setores, expresso na tabela 20, é o seguinte: siderurgia e metalurgia 2,00%, mineração, papel e celulose 5,81%, infra-estrutura e entretenimento 1,26%, alimentos e têxtil 3,39%, multi-setorial 9,53%, telecomunicações 5,54% e energia 14,86%. O total atinge a expressiva cifra de R\$ 9,834 milhões, o que corresponde a 42,39% dos recursos garantidores.

**Tabela 20-Composição da Carteira da GEPAR por Setor. Posição em % em 30.06.98 sobre o Total de Recursos Garantidores.**

Setor	Participação
Siderrurgia e Metalurgia	2,00%
Mineração, Papel e Celulose	5,81%
Infra-estrutura/Entretenimento	1,26%
Alimentos/Têxtil	3,39%
Multisetorial	9,53%
Telecomunicações	5,54%
Energia	14,86%
Total	42,39%

FONTE: DIPAR/PREVI.

A Gerência de Participações subdivide-se em três equipes, numeradas de 1 a 3. De posse da equipe 1, estão as participações acionárias nos setores de siderurgia, metalurgia, mineração, papel e celulose. Os setores de infra-estrutura, entretenimento, energia e o de telecomunicações estão em poder da equipe 2. Subordinadas à equipe 3, estão diversos setores, como alimentício, têxtil, financeiro, petroquímico, material de construção, transporte, autopeças, eletroeletrônico e, por fim, aviação.

A venda do controle da Acesita para a Usinor marcou uma das fases mais difíceis do processo de reestruturação das participações acionárias da Previ no setor siderúrgico, de responsabilidade da equipe 1. Em abril de 1998 a Previ possuía participação direta na Acesita (23,93% do capital votante e 18,85% de preferenciais), na Belgo Mineira (5,96% do capital votante e 17,27% de

preferenciais), na CSN (10,54% do capital total, formado só de ordinárias) e na Usiminas (15% de votante e 1,34% de preferenciais). Indiretamente, através da Vale do Rio Doce, detinha 3% de ordinárias na CST e por meio da Acesita 41,91%<sup>71</sup>. O fato da Previ possuir assento nos conselhos de administração da CSN e da Usiminas, concorrentes potenciais da CST (na qual participava via Acesita) era visto como problemático.

Por isso, a Previ encomendou estudo à consultoria Projecta, visando a análise de suas participações cruzadas na CSN, Usiminas e Vale do Rio Doce, que indicaria o rumo a ser tomado. Bosco Madeira da Costa, diretor-financeiro da Previ, acredita que o estudo deverá deixar mais transparente as participações cruzadas que existem entre as empresas de aço no país, o que, segundo seus cálculos, poderá causar uma valorização das ações entre 20% e 40%<sup>72</sup>. Fontes envolvidas no negócio acreditam que poderá haver uma troca de suas participações com parceiros da área siderúrgica<sup>73</sup>. Do mesmo modo, deve haver uma modificação envolvendo as participações cruzadas da Vale do Rio Doce, que é controlada pela CSN e tem assento nos conselhos de administração da CST e da Usiminas.

A partir da venda da Acesita para a Usinor, a Previ passou a contar com parceiros estratégicos em todos os negócios do setor siderúrgico, ficando apenas com o papel de investidor. A participação dos fundos de pensão, liderados pela Previ, no capital votante da Acesita passou de 53,04% para 39,55%, enquanto a Usinor passou a deter 38,94%. Com respeito ao setor elétrico, subordinado à equipe 2, a Previ negociava a compra dos 25% que o Banco Pactual detinha na Excelsa, com o objetivo de introduzir juntamente com o modelo de gestão compartilhada a figura do operador técnico. Semelhantemente ao que ocorreu na questão da venda da Acesita, a idéia era ter uma empresa que entenda do assunto à frente da operação, com os demais sócios ficando atrás, esperando os resultados, segundo declarou o presidente da Previ, Jair Bilachi<sup>74</sup>.

Contudo, nem sempre as relações com os demais parceiros é despojada de problemas. Um exemplo foi a votação que decidiu pela não participação da Vale do Rio Doce na privatização da Siderúrgica del Orinoco da Venezuela, na qual tanto a Previ quanto o Bradesco, juntamente com outros sócios, foram contra, enquanto o presidente do conselho de administração e representante da CSN no negócio, Benjamin Steinbruch, se colocou a favor. Bilachi afirmou que o assunto está superado e citou como prova o fato de que a entrada da Vale no grupo controlador que arrematou a siderúrgica venezuelana ainda está sendo analisada. Sobre a participação da CSN no leilão, da qual a Previ também é uma das sócias, Cláudio Munhoz, diretor-administrativo da Previ, explicou que são dois casos distintos, já

---

<sup>71</sup> Gazeta Mercantil, 6 de abril de 1998.

<sup>72</sup> Gazeta Mercantil, 9,10,11 e 12 de abril de 1998.

<sup>73</sup> Gazeta Mercantil, 6 de abril de 1998.

<sup>74</sup> Gazeta Mercantil, 6,7 e 8 de março de 1998.

que a CSN é uma siderúrgica enquanto a Vale é fundamentalmente uma mineradora.

## Conclusão

Primeiramente, é necessário ressaltar que, embora a população abrangida pelos fundos de pensão seja relativamente pequena quando comparada à população economicamente ativa e tenha se mantido praticamente estável nos últimos anos, o volume de seus ativos cresceu enormemente, fruto da superação da rentabilidade média do mínimo de 6% ao ano, previsto nas metas atuárias. Além disso, cabe destacar que as EFPP's concentram-se em sua maioria na região sudeste, acompanhando a tendência de concentração da produção industrial do país, e que aquelas vinculadas às patrocinadoras públicas, apesar de terem sua participação relativa reduzida, ainda continuam a abranger a grande maioria da população coberta pelo sistema e a deter a maior parcela dos ativos, sobretudo aquelas ligadas às empresas públicas federais, o que evidencia o seu forte peso na economia brasileira e a antiguidade de seus fundos.

Não se pode esquecer ainda que é nítida uma tendência à terceirização progressiva da administração dos recursos, pois, com a estabilização, os fundos buscam cada vez mais o estabelecimento de parâmetros externos para a avaliação da parcela da carteira administrada por eles próprios, além de haver uma oferta crescente de novos produtos por parte do mercado. De maneira semelhante, há uma tendência à passagem dos planos de benefício definido para contribuição definida, por causa da imprevisibilidade dos gastos inerente àqueles e ao alto potencial de desequilíbrio que podem acarretar pela concessão excessiva de direitos. Com relação à tributação, é patente as sucessivas tentativas do governo de por fim à imunidade tributária das EFPP's, procurando utilizá-las como forma de financiamento do déficit público, conforme ver-se-á a seguir.

No que concerne à evolução da legislação, é possível concluir que, desde o início, ela pautou-se por dois objetivos básicos: proteção dos participantes e garantia de solvência do sistema, de um lado, e utilização dos fundos de acordo com os objetivos mais amplos de política econômica, de outro. Dessa forma, observa-se, num primeiro estágio, uma série de regulamentações que visavam restringir o raio de manobra dos fundos na alocação de seus investimentos. O estabelecimento de limites mínimos para as diversas modalidades de aplicações, principalmente para os títulos públicos, cuja tendência ao longo dos anos 80 foi aumentar, reflete a crise de financiamento do Estado e a eleição das EFPP's como agentes privilegiados para o seu financiamento. Posteriormente, durante o governo Collor, através da obrigatoriedade da aquisição dos certificados de privatização e da permissão da utilização das chamadas "moedas podres" na compra de empresas desestatizadas, procurou-se utilizá-las não mais como instrumento de financiamento do déficit público, mas, sim, transformá-las em alicerce do programa de privatização.

Numa segunda etapa, que inicia-se a partir de 1992, devido à troca constante de ministros no comando do Ministério da Fazenda e a conseqüente falta de uma diretriz clara na condução da política econômica, até a posse de Fernando Henrique à frente do Ministério, percebe-se a ausência de um objetivo colateral de política

macroeconômica nas resoluções referentes aos fundos de pensão. Houve, nesse período, uma relativa liberalização da legislação. Embora toda sorte de limites mínimos no tocante aos investimentos tenha sido abolido, optou-se pela determinação de limites máximos, visando evitar a concentração excessiva em determinadas aplicações. Impuseram-se restrições também para a atuação no mercado de derivativos, com o intuito de evitar que, a partir da assunção de pequenas posições no mercado, fossem geradas perdas substanciais. Permitiu-se apenas a atuação como *hedgers*, ou seja, a adoção de posições cobertas que reduzem o risco de carteira dos investimentos.

Com relação aos investimentos, na fase de consolidação do sistema, os títulos públicos assumiram uma posição preponderante, devido ao tradicionalismo que imperava na gestão dos fundos e à segurança e liquidez oferecidas por essa modalidade, além do papel desempenhado pela legislação. Outro segmento que a legislação procurou impulsionar foi o de ações, através de uma série de incentivos e de limites mínimos elevados. Os depósitos a prazo, dessa forma, possuíam um caráter residual. Já os imóveis, por constituírem-se numa forma segura de se proteger contra a inflação, apresentaram um crescimento do percentual até 1993, decaindo com a entrada em vigor do Plano Real, em julho de 1994.

Atualmente, assim como os imóveis, os títulos públicos também têm conhecido uma expressiva retração no montante de recursos destinados pelas EFPP's, por causa da abolição da obrigatoriedade de limites mínimos para as aplicações. Ao lado das ações, cresce em importância, cada vez mais, os fundos de investimentos em renda fixa e variável que, no conjunto, já são a principal modalidade de aplicação dos fundos. Com a estabilização da economia e a entrada em vigor da CPMF, os fundos transferiram elevado volume de recursos para essa modalidade, com o fim de evitar a incidência do tributo a cada troca de posições.

Apesar dos desequilíbrios atuariais verificados em alguns fundos patrocinados por empresas estatais, é evidente que a consolidação e a expansão do segmento de previdência fechada no Brasil cumprem função primordial no futuro da economia. Se, por um lado, podem ser a garantia do pagamento de aposentadorias e pensões dignas a um número cada vez maior de brasileiros na velhice, cumprindo um papel residual que deveria ser de responsabilidade do poder público, por outro, implicará certamente uma mudança da estrutura de gestão das empresas no país, predominantemente familiar. Através da atuação ativa no processo de privatização e da aquisição de participações significativas em grandes empresas, os fundos terão incentivos para adotar a postura de acionista ativo, à semelhança do que ocorre nos Estados Unidos e no Reino Unido.

Sendo assim, torna-se necessário investigar quais as causas que levaram o governo brasileiro a implementar o processo de privatização e as razões para os fundos participarem ativamente desse processo. Após uma exposição sumária das justificativas teóricas para a intervenção do Estado na economia no capítulo 2, procurou-se descrever rapidamente o processo de constituição do setor produtivo estatal na economia brasileira, enfatizando as especificidades associadas a um processo de industrialização tipicamente tardia, promovida sob a égide da substituição de importações. Chamou-se a atenção para o fato de que, em tais

economias, a intervenção estatal não é uma questão meramente ideológica. Representa sim, antes de tudo, condição indispensável para a consolidação dos estágios mais avançados da pirâmide industrial, superando as barreiras impostas pelo precário desenvolvimento do capital privado nacional, pelo desinteresse do capital estrangeiro pela dimensão do mercado, pela baixa rentabilidade dos investimentos e pelo seu longo prazo de maturação.

Em seguida, procurou-se, dentro de uma perspectiva histórica, mostrar que a implementação do processo de privatização está diretamente relacionada à crise fiscal e financeira atravessada pelo Estado brasileiro durante a década de 1980, oriunda do segundo choque do petróleo e da alta das taxas de juros internacionais, que acarretaram significativos déficits no balanço de transações correntes. Enquanto, por um lado, buscou-se equacionar os problemas de balanço de pagamentos, através de uma contração da demanda interna e da concessão de uma ampla gama de subsídios e incentivos ao setor privado para exportação, além de um câmbio favorecido, por outro lado procurava-se reduzir o déficit público, como forma de atenuar o impacto resultante do aumento das despesas com juros sobre o orçamento, pois a dívida externa era predominantemente estatal.

Apesar de contribuir para a redução da dívida pública, até o governo Collor o programa ficou restrito à desestatização de empresas anteriormente privadas, que tinham passado involuntariamente ao controle do setor público como forma do BNDES recuperar os créditos que havia concedido. A partir daí, entretanto, ela passou a ser vista como mecanismo explícito de redução da dívida pública e sob uma ótica mais ampla, de diminuição da intervenção do Estado na economia e de abertura comercial. Pela primeira vez postulou-se e efetivou-se a venda ao setor privado de empresas que tinham nascido estatais e que em outra época eram símbolos da soberania nacional.

Para tanto, foram emitidos certificados de privatização, que seriam colocados compulsoriamente junto às instituições financeiras e aos fundos de pensão. Procurava-se, assim, promover uma troca forçada de ativos e inverter as posições de força no programa. A participação desses últimos foi estimulada ainda, num primeiro momento, pelo montante expressivo de recursos aplicados compulsoriamente em OFND's, por ocasião do Plano Cruzado. Posteriormente, com o fracasso inicial das metas referentes à arrecadação de receitas, ampliou-se o leque de títulos aceitos no programa. Ao mesmo tempo em que o processo se desenvolvia, com as resistências sendo dissipadas e os setores industriais sendo praticamente em sua totalidade alienados, aboliavam-se as restrições impostas à participação do capital estrangeiro.

Numa primeira fase, o Programa Nacional de Desestatização ficou restrito ao que chamamos de área livre. Somente numa segunda etapa, com a posse do presidente Fernando Henrique e a aprovação de emendas constitucionais, caminhou-se no sentido das concessões de serviços públicos, englobando as áreas de transportes, tanto rodoviário como ferroviário, telecomunicações e portuário, entre outros. Uma descrição mais pormenorizada da privatização no Brasil, no entanto, fugiria ao escopo dessa obra. De resto, ela já foi objeto de trabalhos anteriores, como Mello (1992) e Prado (1994). Dessa forma, objetivou-se apenas

uma análise sucinta de seus fundamentos, bem como de sua evolução, com o intuito de levantar algumas hipóteses sobre as razões que levaram os fundos de pensão a participar ativamente desse processo.

Indubitavelmente, o início do Programa Nacional de Desestatização foi um marco na mudança de estratégia dos fundos de pensão no que concerne à parcela dos investimentos destinada à aquisição de ações. Apesar da participação das EFPP's no capital votante das empresas privatizadas ter sofrido mudanças significativas desde essa data até os dias atuais, houve claramente uma tendência à aquisição de ações que não constituem simples investimentos de portfólio e implicam controle acionário. Sendo assim, é natural esperar que isso implicará um maior envolvimento na gestão das empresas e que os fundos de pensão terão incentivos para adotar a postura de acionista ativo.

Procurando investigar precisamente essa questão, procedeu-se a um levantamento da literatura internacional a respeito do assunto. Partiu-se da suposição de que os indivíduos governam suas ações perseguindo apenas seus interesses. No entanto, como elas têm impactos sobre outros agentes, surge a necessidade de contratos na economia. Pelo fato de serem incompletos e incapazes de explicitar todas as contingências possíveis de ocorrer, bem como de determinar os benefícios e custos incorridos pelas partes em cada situação, os contratos dão origem ao comportamento oportunista ex-post. O risco moral, descrito como o estímulo à mudança de comportamento de uma das partes após o estabelecimento do contrato, em detrimento da outra, é uma das formas que ele assume.

Além de originar o problema do risco moral, outra questão que merece destaque é a possibilidade de não efetivação dos contratos devido à existência de informação assimétrica entre os agentes antes de sua concretização. A informação assimétrica tende a deslocar não só as mercadorias como também os serviços de qualidade superior do mercado. Por fim, mesmo na ausência desses constrangimentos, a premissa de que, independentemente da alocação inicial, chega-se a um resultado eficiente desconsidera a existência de custos de transação. Como na efetivação dos contratos os agentes devem concordar com os pagamentos a serem feitos em qualquer contingência, usualmente isso envolve algum tipo de barganha. Nesse caso, a transação apenas ocorre se os ganhos resultantes forem suficientemente grandes.

Em suma, contratos incompletos, risco moral, informação assimétrica e custos de barganha são as principais fontes de ineficiência. No mercado de trabalho, os problemas decorrentes da separação do controle e da propriedade, tema freqüentemente tratado sob o termo agente-principal, faz com que as empresas empreendam medidas visando contornar esse empecilho. Uma maneira comum é a adoção de mecanismos de remuneração para os trabalhadores, sobretudo para os executivos, baseados em sua performance. Busca-se, desse modo, conciliar os interesses individuais dos executivos com os dos acionistas. Não obstante, uma vez que uma medida acurada do esforço individual é difícil de ser obtida, utilizam-se, como uma aproximação, os resultados observados. Por uma série de fatores já mencionados e que não necessitam ser repetidos, no entanto, uma fórmula de

remuneração calcada nos resultados possui fontes de aleatoriedade que fogem ao controle do trabalhador.

Como usualmente os trabalhadores são considerados avessos ao risco, é necessário, então, que a renda esperada decorrente dessa fórmula de remuneração seja superior ao salário fixo, invariante, que de outra forma o empregado receberia. Essa diferença é justamente o prêmio pago pela firma devido ao compartilhamento ineficiente dos riscos. Elas arcam com esse prêmio pois esperam não só recuperá-lo, como também auferir um ganho extra através do maior esforço dos trabalhadores. É importante ressaltar que os incentivos à performance, se, por um lado, são concebidos como uma maneira de minimizar os estímulos que a gerência possui para atuar na busca de seu interesse, às expensas dos acionistas, por outro lado, também acarretam problemas. Se um executivo desempenhar mais de uma função, por exemplo, ele tenderá a alocar todo seu tempo para aquela que possui para ele a maior taxa marginal de retorno.

Embora sejam um meio efetivo para os acionistas de aprimorar o desempenho das empresas, na década de oitenta os investidores institucionais nos países anglo-saxões, dentre os quais se destacam os fundos de pensão, optaram pelas aquisições hostis, objetivando a resolução dos conflitos oriundos da separação do controle e da propriedade. Em alguns casos a gerência foi destituída após a mudança de controle da companhia. Os altos lucros gerados nessas transações foram apontados por alguns analistas como evidência de que a gerência não vinha maximizando o valor das firmas. Todavia, parece que eles são frutos muito mais da superestimação dos desafios de sua capacidade de geri-las.

Num movimento paralelo, os próprios administradores, visando evitar as aquisições hostis e sinalizar ao mercado a subvalorização das ações, promoveram *management buyouts*, nos quais eles mesmos adquirem ações da companhia. Adicionalmente, uma série de obstáculos foi erguida visando interromper essas práticas, como, por exemplo, as *poison pills*, que facultam aos acionistas o direito de adquirir ações a um preço preferencial, na hipótese de um desafiante tentar conquistar o controle da companhia. Some-se a isso o fato de que, devido à significativa participação dos investidores institucionais no capital das companhias, qualquer movimento de venda no mercado acionário como solução para a insatisfação com o desempenho da firma é acompanhado de queda brusca do preço das ações. Nunca é demais lembrar que entre as 500 maiores companhias norte-americanas, apenas em 15 o maior acionista tem participação inferior a 10%.

Conseqüentemente, no final da década de 80, os mecanismos de mudança da propriedade corporativa como forme de resolução dos problemas oriundos da relação agente-principal pareciam ter se esgotado. O horizonte de longo prazo e a percepção de que somente uma tentativa de melhorar o desempenho da indústria como um todo seria factível para resolver essas questões os conduziram a um maior envolvimento na gestão das empresas. O ativismo dos investidores institucionais tem como contrapartida uma melhora no valor de mercado das empresas, apesar de modesto. O principal mecanismo que tem sido utilizado é a apresentação de propostas, que podem se referir à votação, às aquisições hostis ou ao conselho de diretores.

A posse de uma parcela significativa de ações possui dois efeitos sobre os estímulos para intervir. Por um lado, aumenta os ganhos associados à participação inicial, decorrentes de melhoramentos provenientes da reestruturação da firma, incentivando a intervir, o que é denominado efeito lock-in. Por outro, o maior volume de ações em mãos de um único investidor diminui os ganhos possíveis de serem obtidos através da compra posterior aos melhoramentos realizados, o que é chamado de efeito liquidez. Buscou-se mostrar que a liquidez dos mercados impulsiona a intervenção. No equilíbrio, o grande acionista é levado a manter inicialmente uma parcela do capital da empresa que o deixa indiferente entre intervir ou não. Haja visto que qualquer melhoramento esperado no desempenho da firma é incorporado ao preço das ações, a principal fonte de ganhos, então, advém da incerteza criada acerca dos resultados futuros da firma. Os negociantes detentores de informação privilegiada criam externalidades negativas para os pequenos investidores, que se tornam incapazes de distinguir a situação em que as famílias estão vendendo ao sofrerem um choque de liquidez da situação em que o grande acionista resolve não intervir e se desfaz de sua participação.

Embora do ponto de vista social, quanto maior a participação detida pelo grande acionista, mais vantajoso, pois a probabilidade de intervir caminha *pari-passu* com ela, sob a perspectiva do acionista individual ocorre o inverso, já que, com a diminuição da incerteza acerca das perspectivas futuras da corporação, os lucros associados às transações se reduzem. Até o momento, ignorou-se o papel desempenhado pelos custos de reunir informação. Eles afetam a probabilidade de intervenção do mesmo modo que a exigência de uma fração superior à de equilíbrio. Entretanto, contrariamente à essa, se eles forem relativamente baixos e a competição entre os negociantes informados alta, os ganhos decorrentes das transações assumem pouca relevância.

No caso brasileiro, especificamente, os fundos de pensão, conforme mostrado, possuem, em média, uma participação no capital votante das empresas muito superior àquele verificado nos países anglo-saxões. Assim, é de se esperar que eles exerçam uma influência mais significativa na gestão das empresas. Esse fato é corroborado pelo expressivo crescimento do número de representantes dos fundos nos conselhos de administração das companhias. O esforço realizado nessa direção, entretanto, não se limita apenas a isso. O conselho está deixando de ter um papel meramente figurativo para ser responsável por decisões importantes como, por exemplo, a indicação dos auditores independentes.

Além disso, tem-se optado pela contratação de conselheiros externos, que muitas vezes participam do conselho de várias companhias. Conforme foi possível comprovar pela exposição das diretrizes a serem seguidas pelos conselheiros da Previ, no entanto, o papel desempenhado pelos fundos abarca questões mais profundas. A partir da definição do conceito de governança corporativa, a Previ formulou um plano de ação, compreendendo temas que vão desde a construção de um modelo próprio de governança corporativa até a elaboração de um código de melhores práticas, passando pelo aprofundamento no relacionamento interno da própria Previ e pela estruturação de um sistema de monitoramento das relações Previ-conselheiro-empresa.

Por fim, cabe ressaltar que após uma primeira fase, iniciada com o Programa nacional de Desestatização, no qual os fundos participaram ativamente da aquisição de participações em diversas empresas, algumas das quais pouco expressivas, atualmente passa-se por um momento de reestruturação, sobretudo no setor siderúrgico. A existência de participações cruzadas entre a Previ e a Vale do Rio Doce, de cujo controle participam vários fundos, no capital de diversas siderúrgicas torna o modelo acionário do setor pouco transparente e provoca a subvalorização das ações. A tendência é a venda de negócios periféricos e a consolidação, talvez mediante uma troca de ativos. Por outro lado, observa-se que os fundos têm procurado se associar a parceiros estratégicos em seus negócios, o que pode ser ilustrado pela venda de parte do capital da Acesita à Usinor pela Previ. Assim, tendem a assumir progressivamente o papel de supervisor, cobrando a obtenção de resultados, ao invés de comandarem diretamente as operações.

## Referências Bibliográficas

**Admati, A., Pfleiderer, P. e Zechner, J.** "Large Shareholder Activism, Risk Sharing and Financial Market Equilibrium", *Journal of Political Economy*, vol 102, n 6, 1994.

**Bonelli, R. e Pinheiro, A.C.** "O Papel da Poupança Compulsória no Financiamento do Desenvolvimento: Desafios para o BNDES", *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, vol 1, n° 1, junho de 1994.

**Bushee, B.** "Institutional Investors, Long-Term Investment, and Earnings Management", January, 1998.

**CEPAL.** "Estudio Económico de América Latina y el Caribe". Santiago do Chile: ONU, 1994-1995.

**Costa, F.N.** "Fundos de Pensão e Financiamento do Desenvolvimento: Imobiliário, em Infra-Estrutura, Empresas Emergentes e Risco Tecnológico", *Fundos de Pensão: Novo Fator de Desenvolvimento na América Latina*. São Paulo: ABRAPP, abril, 1997.

**Coutinho, L.** "O Desenho de um Novo Modelo de Financiamento para a América Latina", *Fundos de Pensão: Novo Fator de Desenvolvimento na América Latina*. São Paulo: ABRAPP, abril, 1997.

**Folha de São Paulo**, vários números.

**Gazeta Mercantil**, vários números.

**Guercio, D. and Hawkins, J.** "The Motivation and Impact of Pension Fund Activism", August, 1997.

**Kahn, C. and Winton, A.** "Ownership Structure, Speculation and Shareholder Intervention", *The Journal of Finance*, vol. 53, February, 1998.

**Leal, J.A.A. e Freundt, B.** "Imóveis-Investimentos no Brasil e no Exterior". *Estudo Setorial Suma Econômica*. Rio de Janeiro, 1992.

**Kawall Ferreira, C.L.** " O Financiamento da Indústria e Infra-Estrutura no Brasil: Crédito de Longo Prazo e Mercado de Capitais". Tese de Doutorado. Campinas: IE-Unicamp, 1995.

**Matijascic, M.** " Fundos de Pensão Brasileiros: Parafinanciamento", *Dissertação de Mestrado*. Campinas: IE-Unicamp, 1993.

**Maug, E.** "Large Shareholders as Monitors: Is There a Trade-Off between Liquidity and Control?", *The Journal of Finance*, vol. 53, February, 1998.

**Mello, M.F. de** "A Privatização no Brasil: Análise dos seus Fundamentos e Experiências Internacionais". Tese de Doutorado. São Paulo: FEA-USP, 1992.

**Milgrom, P. and Roberts, J.** " Economics, Organization and Management", Prentice Hall, New Jersey, 1992.

**Modiano, E.** " A Desestatização e a Reestruturação do Capital Societário das Empresas Nacionais", *Revista do XVII Congresso Brasileiro dos Fundos de Pensão*. Recife: ABRAPP, setembro, 1996.

**Monks, A.G.** "Corporate Governance and Pension Plans: If One Cannot Sell, One Must Care", a paper presented at A Wharton Impact Conference sponsored by

Pension Research Council at the Wharton School, University of Pennsylvania, May 5, 1995 (mimeo).

**Musgrave, R. and Musgrave, P.** "Finanças Públicas: Teoria e Prática". São Paulo, EDUSP, 1990.

**Nesbitt, S.** "Long Term Rewards for Shareholder Activism: A Study of the CALPers Effect", *Journal of Applied Corporate Finance*, 1994.

**Opler, T.C., e 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, February, 1997.

**Pereira, F. , Miranda, R.B. e Silva, M.M.** " Os Fundos de Pensão como Geradores de Poupança Interna", IPEA (versão preliminar). Brasília, novembro de 1996.

**Pinho, M. e Silveira, J.M.F.J. da** "Privatização, Estratégias Empresariais e Estrutura Industrial". Campinas, Relatório de Pesquisa Grandes Grupos Econômicos, Convênio IE-Unicamp-Fundap, 1996.

**Prado, S.R.R. do** "Intervenção Estatal, Privatização e Fiscalidade: Um Estudo sobre a Constituição e Crise do Setor Produtivo Estatal no Brasil e os Processos de Privatização a Nível Mundial". Tese de Doutorado. Campinas: IE-Unicamp, 1994.

**Rabelo, F.M.** "Fundos de Pensão, Mmercado de Capitais e Corporate Governance: Lições para os Mercados Emergentes", *Fundos de Pensão: Novo Fator de Desenvolvimento na América Latina*. São Paulo: ABRAPP, abril, 1997.

**Raimundo, L.C.** " O Potencial dos Fundos de Pensão Nacionais na Construção de um Novo Padrão de Financiamento para a Economia Brasileira nos Anos 90". Dissertação de Mestrado. Campinas: IE-Unicamp, dezembro de 1997.

**Secretaria de Previdência Complementar.** EFPP's: Informações Básicas. Brasília, julho e setembro de 1997.

**Smith, M.** "Shareholder Activism by Institutional Investors: Evidence from Calpers, *Journal of Finance*, march, 1996.

**Useem, M.** "Investor Capitalism: How Money Managers are Changing the Face of Corporate America", Basic Books, 1996.

**Uthoff, A.** "Promoção de Poupança e os Sistemas de Previdência", *Fundos de Pensão: Novo Fator de Desenvolvimento na América Latina*. São Paulo: ABRAPP, abril, 1997

**Vittas, D. and Michelitsch,R.** "Pension Funds in Central Europe and Russia; their Prospects and Potencial Role in Corporate Governance". The World Bank: Financial Sector Development Department, May, 1995.

## **Glossário das Siglas Utilizadas**

ABRAPP-Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Privada

ANEEL-Agência Nacional de Energia Elétrica

BC-Banco Central

BNDE-Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico

BNDES-Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social

BNH-Banco Nacional da Habitação

Bovespa-Bolsa de Valores de São Paulo

Calpers-California Public Employees Retirement System

CDB's-Certificados de Depósitos Bancários

CMN-Conselho Monetário Nacional

CND-Conselho Nacional de Desestatização

CPC-Conselho de Previdência Complementar

CPMF-Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira

CPI-Comissão Parlamentar de Inquérito

CSN-Companhia Siderúrgica Nacional

CST-Companhia Siderúrgica de Tubarão

CVM-Comissão de Valores Mobiliários

DIPAR-Diretoria de Participações

DIRIN-Diretoria de Investimentos

EAPP's-Entidades Abertas de Previdência Privada

EFPP's-Entidades Fechadas de Previdência Privada

ERISA-Employee Retirement Income Security Act

FAQ's-Fundos de Administração por Quotas

FGTS-Fundo de Garantia por Tempo de Serviço

FIF's-Fundos de Investimento Financeiro

FINAC-Programa de Financiamento ao Acionista

Funcef-Fundação dos Economistas Federais

GEPAR-Gerência de Participações

GM-Guerra Mundial

IAA-Instituto do Açúcar e do Alcool

IBGE-Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística

Ibovespa-Índice de Preços da Bolsa de Valores de São Paulo

INSS-Instituto Nacional de Seguridade Social

IR-Imposto de Renda

LBC's-Letras do Banco Central

LTN's-Letras do Tesouro Nacional

Mercosul-Mercado Comum do Sul

MPAS-Ministério da Previdência e Assistência Social

OFND's-Obrigações do Fundo Nacional de Desenvolvimento

OTN's-Obrigações do Tesouro Nacional

ORTN's-Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional  
PASEP-Programa de Formação de Patrimônio do Servidor Público  
P&D-Pesquisa e Desenvolvimento  
PIB-Produto Interno Bruto  
PIS-Programa de Integração Social  
PND-Plano Nacional de Desenvolvimento  
Petros-Fundação Petrobrás de Seguridade Social  
Previ-Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil  
RDB's-Recibos de Depósitos Bancários  
RFFSA-Rede Ferroviária Federal Sociedade Anônima  
SEC-Securities and Exchange Commission  
SESC-Serviço Social do Comércio  
SENAI-Serviço Nacional de Aprendizagem Industrial  
SFH-Sistema Financeiro da Habitação  
SPC-Secretaria de Previdência Complementar  
Sumoc-Superintendência da Moeda e do Crédito  
TR-Taxa Referencial