

Monografia 2- Relatório Final



1290000415



IE

TCC/UNICAMP G212c

Universidade Estadual de Campinas

Instituto de Economia



Monografia 2- Relatório Final

Características gerais dos fundos de pensão e seu papel na gestão das empresas.

Orientador: Prof. Lício da Costa Raimundo ✓

Orientando: Carolina Cormanich Gasmenga

RA:950288

Campinas, Dezembro de 2001 ✓

**TCC/UNICAMP
G212c
IE/415**

CEDOC/IE

Essa monografia é dedicada à Santo Expedito

Índice

Introdução	1
Capítulo 1: Aspectos Gerais sobre os Fundos de Pensão e sua Importância Atual	3
1.1- Regimes de Previdência Social: repartição e capitalização	3
1.2- O Crescimento dos fundos de pensão	6
1.3- Principais Aparatos Regulatórios dos Fundos de Pensão	11
1.3.1- Tipos de Plano	11
1.3.2- Regulação de <i>Funding</i>	12
1.3.3- Regras de <i>Vesting</i> e Portabilidade	13
1.3.4- Tributação	14
1.3.5 Regulação de Portfólio	15
1.4.1- Aspectos Gerais sobre os Fundos de Pensão dos EUA	16
1.4.2- Aspectos Gerais sobre os Fundos de Pensão no Reino Unido	20
1.4.3- Aspectos Gerais sobre os Fundos de Pensão na Alemanha	22
1.4.4- Aspectos Gerais sobre os Fundos de Pensão na Holanda e nos Países Baixos	24
1.5- Conclusão do Primeiro Capítulo	25
Capítulo 2: A Influência dos Investidores Institucionais na Gestão das Empresas	27
2.1-Governança Corporativa: Definição e Aspectos Gerais	27
2.2- O Novo padrão de Financiamento das Empresas e a Lógica Acionária	29
2.3- Os Novos Métodos de Gestão das Empresas	31
2.4- Os Efeitos da Lógica Acionária	34
Conclusão	36
Referências Bibliográficas	38

Introdução

Atualmente, em todo o mundo, os sistemas de seguridade sociais públicos enfrentam grave crise e muitas têm sido as propostas e 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 equidade entre o número de contribuintes e o número de beneficiários do sistema.

Se os sistemas de seguridade sociais públicos atravessam grave crise, observa-se por outro lado, principalmente a partir da década de 80 nos países centrais, um extraordinário crescimento do volume de ativos movimentados pelos investidores institucionais, particularmente pelos fundos de pensão. 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-segunda guerra mundial e a referida crise do *welfare state* nos países centrais. Entretanto foi o papel cada vez maior no financiamento de investimentos produtivos que conferiu a esses agentes, importância fundamental.

Muitos associam esse crescimento com a consolidação de um novo regime de acumulação financeirizada à escala global que se consolida a partir da década de 80, marcado pela perda do papel dos bancos comerciais no financiamento dos investimentos produtivos.

Grande parte do portfólio dos fundos de pensão está concentrado em ações, em fins dos anos 80 entretanto, observa-se nos Estados Unidos e no Reino Unido uma tendência ao maior envolvimento dos fundos em questões relativas à Governança Corporativa, na tentativa de solucionar problemas decorrentes da separação do controle e da propriedade das empresas. Esse maior ativismo dos fundos tem levado alguns autores a falar no surgimento de uma nova espécie de capitalismo: *investor capitalism*. A intervenção dos fundos na gestão das empresas foi reforçada pela resolução do Departamento de Trabalho dos Estados

Unidos, através do *Employee retirement Income Security Act* (conhecido como lei ERISA), que chegou à conclusão que é um dever dos curadores dos fundos monitorar as empresas nas quais detêm participações.

A influência dos fundos de pensão na gestão das empresas culminou naquilo que alguns autores denominam como "financeirização" dos grupos financeiros que se vêem subordinados à lógica rentista dos fundos através de práticas de Governança Corporativa que legitimam o predomínio das diretrizes dos acionistas nos rumos tomados pela empresa.

O presente trabalho tem como objetivo traçar um perfil do papel geral dos fundos de pensão em alguns países, de sua presença como agente financiador dessas economias, e analisar as mudanças ocorridas no modo de gestão das empresas decorrentes de sua participação acionária que influenciam, através de práticas de Governança Corporativa, a esfera produtiva.

O trabalho será dividido em dois capítulos, além da conclusão. No primeiro busca-se caracterizar a importância atual dos fundos de pensão a partir do exame de regulamentações as quais estão sujeitos os fundos, seu papel no financiamento da economia mundial, tomando-se como exemplo sua atuação nos Estados Unidos, Reino Unido, Alemanha e Países Baixos.

No segundo capítulo, o foco será a análise de sua presença na gestão das empresas e as modificações ocorridas com esse fato. E por fim, na conclusão, retoma-se em linhas gerais os principais pontos discutidos nos dois capítulos.

Capítulo 1- Aspectos Gerais sobre os Fundos de Pensão e sua Importância Atual.

1.1 Regimes de previdência social: Repartição e Capitalização

A previdência social universal tem, em sua origem, a preocupação de proteger os trabalhadores que não podem mais colocar sua força de trabalho à disposição de um empregador devido à idade avançada. Essa preocupação, que surgiu no século XIX com a revolução industrial e o nascimento de uma classe de trabalhadores assalariados e das civilizações urbanas, é expressa pelo pagamento de aposentadoria aos trabalhadores inativos e de pensões aos seus dependentes.

Os principais regimes de previdência social são *repartição e capitalização*. Na maioria dos países eles coexistem, porém em proporções diferentes. O regime de repartição consiste em recolher uma fração do salário dos trabalhadores ativos, que será usada para financiar o pagamento corrente daqueles que cessaram sua atividade produtiva. Um dos problemas desse regime é que ele supõe uma proporção favorável entre o número de contribuintes e o número de aposentados para sua viabilidade econômica. O regime de capitalização tem como base a constituição de poupança durante o período de atividade, que será utilizada para pagar as pensões no período de inatividade. A capitalização de recursos pode ocorrer tanto de forma coletiva, no âmbito de entidades fechadas, específicas dos empregados de determinada empresa ou grupo de empresas, como de forma individual, no âmbito das entidades abertas, acessíveis a qualquer um que subscreva e custeie seu plano de benefícios.

As entidades fechadas, ou fundos de pensões, são entidades privadas que diferenciam-se do outro regime por serem restritas aos empregados e dependentes das empresas patrocinadoras. Enquanto investidoras institucionais, estão sujeitas a importantes regulamentações no tocante à aplicação dos recursos e impossibilitadas de distribuir dividendos, como maneira de garantir os direitos dos participantes e preservar a solvência do fundo. Ao fundo cabe administrar os recursos recolhidos para custeio dos planos de benefícios previstos.

O regime de repartição é adotado em todos os países do mundo para garantir uma renda mínima na velhice e tem enfrentado crises graves em sua gestão devido a problemas de caráter demográfico, crises econômicas, transformações na dinâmica do mundo do trabalho etc.

O peso da demografia na crise previdenciária enfrentada por diversos países advém do fato de que dela depende o cálculo que será feito a respeito da quantidade de pessoas que nascem, da proporção entre elas que entrará no mercado de trabalho e contribuirá para o regime previdenciário e do número de pessoas que terão direito ao benefício. Dessa forma, a viabilidade econômica do sistema depende da combinação favorável desses elementos.

Na maioria dos países desenvolvidos observa-se queda da taxa de natalidade aliada ao aumento da expectativa de vida da população. Esses fatores tornam-se explosivos na medida em que o envelhecimento populacional torna deficitária a relação contribuinte/beneficiário, além do fato de que com o aumento da expectativa de vida, alonga-se o período de pagamento dos benefícios. Dados do Instituto Nacional de Seguridade Social Francês¹ indicam que em 2015, nesse país, haverá apenas dois trabalhadores ativos contribuindo para um inativo e essa proporção cairá para 1,2 em 2030.

Embora na maioria dos países em desenvolvimento a taxa de natalidade e a proporção de jovens sejam maiores, além de menor expectativa de vida, o problema de financiamento previdenciário persiste, uma vez que nesses países observa-se grande parte da população exercendo atividades informais, maiores taxas de desemprego e altas taxas de mortalidade infantil. O caso brasileiro pode ser tomado como exemplo do aumento da participação do setor informal na economia. Enquanto em 1990 os trabalhadores com carteira assinada representavam 57% da população economicamente ativa, em 1999 essa porcentagem reduziu-se para 42,2%. Isso pode ser explicado pelo progressivo fechamento de postos de trabalho nos setores tradicionais da indústria resultante do novo paradigma tecnológico vigente,

¹ Charpentire (1996)

caracterizado pela automação crescente dos processos produtivos e pelas elevadas despesas que incidem sobre a folha de pagamento dos trabalhadores com carteira assinada.

As crises econômicas também afetam os sistemas previdenciários na medida em que períodos de crescimento econômico, ao propiciarem maiores salários e menores taxas de desemprego, favorecem maior arrecadação e maiores níveis de aposentadorias. Menor crescimento econômico significa perda de arrecadação o que agrava a situação previdenciária, além do fato de que esses fatores contribuem para a perda do poder de compra dos benefícios.

Mudanças ocorridas no mercado de trabalho também contribuem para o agravamento do quadro. O retardamento da entrada dos jovens no mercado, medida adotada muitas vezes devido ao aumento do desemprego; aumento do trabalho informal; diminuição da jornada de trabalho e conseqüentemente, dos salários; contribuem para a perda de receitas. Alguns analistas como Charpentier (1996), demonstram a contradição existente entre políticas de curto prazo que visam reduzir a taxa de desemprego via flexibilização do mercado de trabalho e as políticas de longo prazo, essenciais para o sucesso do sistema previdenciário.

Outro fator a ser considerado é a prática de algumas empresas de fornecer alguns benefícios aos funcionários tais como participação nos resultados, pagamento de cursos, contas telefônicas etc, que fazem parte da remuneração do trabalhador, porém não estão sujeitas a recolhimento de contribuição.

O abandono cada vez mais precoce do mercado de trabalho dos trabalhadores assalariados adultos é outro agravante. A tendência pode ser observada em várias empresas seguidoras de programas de gestões de fim de carreira que encorajam os trabalhadores a terminar suas atividades antes da idade legal de aposentadoria. O Bureau Internacional do Trabalho² estimou que na Europa os trabalhadores tornam-se inativos, em média, seis anos antes da idade legal para a aposentadoria.

² Charpentier (1996), pág 17.

Em suma, o grande problema da previdência social universal no regime de repartição observado em diversos países pode ser resumido pelo dilema de se arrecadar cada vez menos e por menor tempo, e pagar benefícios adquiridos mais cedo e que perduram por mais tempo.

O crescimento da previdência privada, mais especificamente, dos fundos de pensão, encontra assim, forte estímulo na falência do sistema de previdência social universal. Pode-se dizer que seu lugar nos sistemas de aposentadoria é inversamente proporcional à cobertura assegurada pelo regime de repartição.

1.2 O Crescimento dos Fundos de Pensão

O crescimento da participação dos fundos de pensão na economia remonta aos anos 60 e 70, porém foi principalmente a partir da década de 80 que esse processo se acentuou. Além da falência do sistema de previdência social mundial como já explicitado na seção anterior, muitos autores, dentre eles Chesnais (1996), associam esse movimento com a consolidação de um novo “regime de acumulação financeirizada” à escala global, que se consolida a partir da década de oitenta. Nesse contexto, os atores principais do regime de finanças de mercado mundializado e do novo regime de acumulação seriam os chamados investidores institucionais, que inclui além dos fundos de pensão (segmento mais expressivo em volume de recursos entre os investidores institucionais), as seguradoras, as entidades abertas de previdência privada e os fundos mútuos de investimento.

O papel cada vez maior no financiamento de investimentos produtivos, principalmente, ainda que não exclusivamente, a partir dos principais mercados de capitais (títulos e ações) em todo mundo, conferiu aos investidores institucionais, importância fundamental na medida em que passaram a sancionar o novo padrão de financiamento em constituição.

Os anos 50 e 60, o chamado “período de ouro” do capitalismo, foi marcado pelo crescimento da economia mundial que tinha como pilar central de sustentação o acordo de Bretton Woods, no centro do qual estava o dólar, ao mesmo tempo unidade

contábil e padrão monetário, com uma paridade ouro, fixada em US\$ 35 a onça o que garantia um regime de câmbio relativamente fixo. A moeda americana, utilizada como padrão internacional, consolidou a hegemonia dos Estados Unidos, que se tornou o principal agente exportador de capitais.

Além disso, observa-se nesse período a internacionalização dos bancos comerciais com a criação dos euromercados e centros financeiros off-shore, o que marcou o auge da economia de crédito bancário em todo o mundo caracterizado por crédito abundante.

Os anos setenta foram marcados, porém, pelo fim do regime de câmbio fixo e da longa fase de acumulação dos anos dourados. Em 1971, os Estados Unidos deixam de garantir a plena conversibilidade dólar-ouro, revogando o acordo de Bretton Woods, o que acarretou a adoção das taxa flexíveis de câmbio e o aumento da incerteza mundial.

Em 1979, Paul Volcker, nomeado presidente do Federal Reserve, eleva as taxas de juros norte-americanas numa tentativa explícita de barrar a desvalorização do dólar em curso durante a década de setenta, o que culminou na ruptura das condições de financiamento dos países subdesenvolvidos, que tinham se sobre-endividado no período anterior devido à abundância de crédito a preços baixos. Nesse quadro, a moratória mexicana em 1982, explicita definitivamente a fragilidade dos bancos comerciais e coloca em xeque o modelo de financiamento calcado na oferta de crédito por esses agentes.

Por outro lado, os Estados Unidos ao afrouxarem as regulamentações referentes aos movimentos de capitais, dando-lhes maior liberdade, ampliam ainda mais a volatilidade das taxas de câmbio e juros por todo o mundo, o que culminou na intensificação do desenvolvimento de inovações financeiras tais como surgimento de instrumentos de proteção individual, ampliação dos mercados secundários para títulos de dívida governamentais e de empresas e acentuação do processo de securitização das dívidas, transformadas em títulos negociáveis no mercado.

Ao longo da década de oitenta, observa-se a perda do papel dos bancos como principais intermediários do sistema financeiro internacional. Como salienta Raimundo (1997), eles se depararam com dois tipos de dificuldade para manterem sua posição:

“Pelo lado da demanda de recursos, o crédito bancário cedeu espaço ao lançamento direto de títulos de dívida no mercado, como *commercial papers*, *floating rating notes*, eurobonds e uma captação direta via lançamento de ações nas bolsas de valores, como consequência de maior seletividade e encarecimento do crédito. Pelo lado da oferta de *funding*, houve uma crescente fuga dos bancos comerciais nos anos oitenta, dada a perda de credibilidade destes com a crise da dívida, e um redirecionamento da poupança financeira para os investidores institucionais.”

Na década de 90, consolida-se o processo de supremacia dos mercados de capitais com relação ao sistema de crédito anterior comandado pelos bancos comerciais. Como pode ser observado na tabela abaixo, a taxa de intermediação financeira dos bancos cai ao longo das décadas de 70,80 e 90; ao mesmo tempo que aumenta o papel dos investidores institucionais como principais agentes desse processo.

Tabela 1 – Taxa de intermediação financeira de Bancos e Investidores institucionais.

		1970	1975	1980	1985	1990	1994	1970-94
EUA	Bancos	0.58	0.59	0.58	0.53	0.44	0.33	-0.25
	Instit.	0.31	0.28	0.31	0.35	0.39	0.44	0.13
Reino Unido	Bancos	0.58	0.65	0.64	0.56	0.55	0.47	-0.11
	Instit.	0.28	0.24	0.26	0.33	0.32	0.36	0.08
Alemanha	Bancos	0.84	0.85	0.86	0.84	0.83	0.78	-0.06
	Instit.	0.10	0.11	0.12	0.15	0.17	0.22	0.12
Canadá	Bancos	0.45	0.51	0.55	0.49	0.44	0.44	0.00
	Instit.	0.23	0.20	0.19	0.24	0.25	0.27	0.04
Japão	Bancos	0.45	0.40	0.36	0.34	0.38	0.34	-0.11
	Instit.	0.10	0.10	0.10	0.12	0.16	0.16	0.05

Fonte: Raimundo, 1997, tabela 3, pág 14.

Os bancos sofrem, portanto, concorrência dos fundos de pensão e das sociedades de investimento coletivo (mutual funds), formas recentes de centralização e concentração de um capital que atua quase que exclusivamente na esfera financeira.

Os fundos de pensão têm como função social garantir aos trabalhadores quando se aposentarem, uma pensão regular e estável, proveniente de suas contribuições e de seus empregadores, capitalizadas ao longo do tempo. São, portanto, formas institucionais de centralização de poupança, muitas vezes nascidas de regimes empresariais privados. Por outro lado, a partir do momento em que a poupança acumulada ultrapassa certo limite, os fundos passam a figurar entre as instituições financeiras não bancárias, tendo a função de fazer frutificar um montante elevado de capital monetário, preservando sua liquidez e a máxima rentabilidade. Com isso, muda-se a natureza econômica dos fundos, que deixam de ser a expressão de uma poupança modesta e passam a ser instituições centrais do capital financeiro cujo papel no sistema de finanças globalizadas torna-se cada vez maior. A tabela abaixo exemplifica a evolução do montante de ativos dos fundos de pensão ao longo das décadas de oitenta e noventa.

Evolução dos Ativos dos fundos de pensão (em bilhões de dólares)

País	1980	1988	1990	1993	2000
EUA	667,7	1.919,2	2.257,3	3.571,4	6.102,1
Reino Unido	151,3	483,9	583,6	695,7	1.159,0
Alemanha	17,2	61,6	85,2	117,5	285,7
Holanda	89,2	197,1	228,3	254,3	470,0

Fonte: Chesnais e ABRAPP

O foco a seguir, será a análise das principais diferenças existentes entre os chamados fundos de pensão anglo-saxões provenientes dos Estados Unidos e Reino Unido e os fundos de pensão Alemães e dos Países Baixos, principalmente

holandeses. Enquanto nos primeiros os investidores institucionais são a base de sustentação do mercado de capitais e principal provedor de *funding* empresarial, nos segundos os recursos dos fundos de pensão são direcionados por determinação governamental para a aquisição de títulos da dívida pública ou privada, empréstimos diretos e outros.

Segundo Chesnais (1996), a análise da composição da carteira de ativos dos fundos de pensão demonstra a distinção entre o capitalismo anglo-saxônico, cujo eixo seriam as finanças e a realização de lucro a curto-prazo, e o capitalismo alemão, encarnado pela Alemanha e Países Baixos, voltado para a produção industrial com perspectiva de lucro a médio e longo prazo.

Como pode ser observado na tabela abaixo, as duas principais categorias de investimento dos ativos dos fundos de pensão são bônus e ações de empresas, cuja análise explicita a oposição existente entre o modelo anglo-saxão e alemão. No reino Unido, 63% dos ativos dos fundos estão investidos sob a forma de ações e 14% sob a forma de bônus, ao passo que essa proporção é 18% e 25% para os fundos alemães, cuja distribuição advém do modelo inspirado no papel desempenhado pelos bancos no financiamento da indústria. Os países Baixos têm uma divisão próxima à do modelo alemão, enquanto que os EUA se alinham ao modelo britânico.

Distribuição das carteiras de ativos dos fundos de pensão em 1990 (%)

País	Liquidez	Bônus	Empréstimos	Bens, Propriedades	Ações
Reino Unido	7	14	0	9	63
EUA	9	36	0	-	46
Alemanha	2	25	36	6	18
Países Baixos	3	23	39	11	20

Fonte: Chesnais (1996).

1.3 Principais aparatos regulatórios dos Fundos de Pensão

Não há consenso internacional a respeito da boa prática regulatória e fiscal sobre os fundos de pensão. O desenvolvimento histórico e institucional, claramente, é o maior determinante das diversas experiências. A abordagem “correta” depende crucialmente de escolhas. Segundo Costa (1997) o objetivo desejável da regulação é propiciar flexibilidade e minimizar custos da empresa patrocinadora; além de garantir os interesses dos participantes numa renda de aposentadoria segura.

A regulação, portanto é necessária uma vez que o aparato regulatório também exerce grande importância ao limitar os abusos do sistema, estabelecendo, assim, tetos para as contribuições (no caso dos planos de contribuição definida), e para os benefícios concedidos (no caso dos planos de contribuição definida), além de estabelecer cláusulas de não discriminação (visando impedir a criação de planos que beneficiem apenas os funcionários com maiores salários) Os aparatos regulatórios visam principalmente garantir certo nível de segurança aos participantes de que o fundo de pensão ao qual pertencem terá recursos para honrar o contrato e pagar seus futuros benefícios, além de direcionar as aplicações dos ativos financeiros dessas instituições visando atender o padrão de financiamento adotado por diferentes países.

1.3.1 Tipos de Planos

Plano de benefício definido

Este é um plano de aposentadoria onde os benefícios são calculados de acordo com uma fórmula ou regra (matching formula). Um plano de benefício definido privado é tipicamente não contributivo (caso dos EUA), isto é, normalmente os trabalhadores não contribuem, e não há a manutenção de contas individuais para cada empregado. O empregador faz contribuições regulares para integralizar um fundo para os futuros benefícios. Na maioria dos planos de benefício definido, os participantes tornam-se elegíveis após cinco anos de trabalho na empresa. Os riscos inerentes à

impossibilidade de cumprimento dos benefícios estipulados no contrato (em geral baseada nos salários dos últimos anos/meses do empregado) são assumidos pelo fundo de pensão e pela empresa patrocinadora.

Plano de Contribuição Definida

Trata-se de um plano de aposentadoria no qual contribuições específicas são feitas a cada participante em contas individuais. As contribuições podem ser feitas somente pela patrocinadora, pelo participante ou por ambos, dependendo do contrato. Muitos planos possuem elegibilidade, no mínimo parcial, nas contribuições do empregador posteriores a dois ou três anos de serviço. As contribuições do empregado podem ser inteiramente empossadas de imediato e o benefício de aposentadoria está baseado nos rendimentos do capital em cada conta. O risco de desvalorização dos ativos que compõem a carteira garantidora do benefício é assumido integralmente pelo participante.

1.3.2 Regulação de Funding

Os limites mínimos de *funding* visam proteger os benefícios dos participantes contra os riscos de falência da patrocinadora, dado que benefícios não cobertos representam um passivo no balanço da firma e, no caso de falência, os participantes podem vir a ter apenas os mesmos direitos que os demais credores. Limites máximos de *funding* também podem ser adotados para evitar abusos de privilégios fiscais.

O nível de solvência, ao qual a patrocinadora pode atender a todas as suas obrigações correntes, é chamado de obrigação acumulada de benefícios (ABO). Esse sistema não leva em conta a possibilidade dos salários de seus participantes serem elevados no futuro, o que implicaria em obrigações futuras maiores. O sistema PBO (projected benefit obligation), segundo Raimundo (1997) implica em o fundo estar capacitado para pagar as futuras pensões tomando por base o fato de que elas serão formadas a partir dos salários dos últimos anos de contribuição de cada participante.

Essa premissa amplia os requisitos de *funding* do fundo de pensão, pois pode-se supor que os funcionários de uma empresa terão salários maiores ao final de sua vida ativa, em relação àquele recebido no seu ingresso no plano de pensão. A obrigação indexada de benefícios (IBO), por sua vez, supõe a indexação dos benefícios após a aposentadoria, nesse sentido, assume-se que além do salário recebido no final da vida ativa ser maior que o atual salário do empregado, haverá indexação das pensões à algum índice de inflação. Esse sistema avalia, também, se o fundo está apto para arcar com essas futuras obrigações indexadas, requerendo, portanto, os níveis mais altos de *funding*.

A regulamentação quanto às regras de *funding*, pode ser um instrumento eficaz de direcionamento dos investimentos dos fundos de pensão para opções mais arriscadas em rentabilidade (ações) ou mais conservadoras (como títulos de renda fixa), na medida em que quanto mais rigorosos forem os requerimentos de *funding*, mais cautelosos serão os fundos quanto à alocação de seu portfólio.

1.3.3 Regras de Vesting e Portabilidade

As regras de Vesting referem-se ao direito de um empregado aos benefícios que ele acumulou no plano, mesmo se mudar de emprego. O período de Vesting é aquele durante o qual contribuições são feitas pelo e para o empregado antes que ele obtenha os direitos correspondentes a um benefício de aposentadoria.

Portabilidade, por sua vez, significa o direito de um empregado de transferir seus direitos de benefício de aposentadoria já conquistados, de um empregador para outro, sem perda de valor. A portabilidade é uma questão especialmente importante para os planos de benefício definido. Essas questões têm grande relevância no contexto atual de maior mobilidade profissional e acentuado declínio no emprego prolongado em uma mesma empresa.

1.3.4 Tributação

Segundo Rabelo (1997), a poupança destinada ao provimento de pensões recebe um tratamento fiscal privilegiado em quase todos os países onde existe um sistema de previdência privada funcionando em regime de capitalização. Isso porque a poupança alocada aos fundos de pensão possui particularidades tais como baixa flexibilidade. Enquanto outras formas de poupança podem ser desaccumuladas para consumo imediato, ou utilizadas como garantia de empréstimo, a poupança destinada aos fundos impõe pesados desincentivos a desaccumulações antecipadas, o que embora a torne a forma mais adequada ao provimento de renda pós-aposentadoria, diminui seu grau de atratividade. Daí a necessidade de incentivos fiscais, são eles que tornam essa forma de poupança pelo menos tão atraente quantos as outras existentes na economia. O indivíduo só irá buscar essa opção, em função das vantagens tributárias sobre as outras formas mais líquidas de poupança. Retiradas essas vantagens, a alocação da poupança em fundos de pensão deixa de ser uma opção interessante.

Dito isso, a decisão crucial na elaboração de um sistema tributário para os fundos de pensão está no momento em que esse deverá ser tributado: quando são feitas as contribuições dos participantes e dos patrocinadores, ou quando são realizados ganhos sobre os investimentos do fundo, ou ainda quando os benefícios são pagos aos participantes. Os vários regimes alternativos distinguem-se pelo momento ou momentos sujeitos à isenção tributária como pode ser visualizado no esquema abaixo.

Regimes de tributação dos fundos de pensão

	IIT	TII	TTI	ITT
Contribuições	Isentas	Tributadas	Tributadas	Isentas
Rendimentos	Isentos	Isentos	Tributados	Tributados
Benefícios	Tributados	Isentos	Isentos	Tributados

Fonte: Rabelo (1997)

1.3.5 Regulação de Portfólio

Regulações quantitativas da distribuição de portfólio são impostas por um grande número de países com o objetivo de garantir maior proteção aos beneficiários dos fundos de pensão. Os limites são colocados freqüentemente quando as carteiras de ativos têm retornos relativamente voláteis, tais como ações e imóveis, além de ativos estrangeiros, mesmo que seus retornos sejam relativamente altos. Também há freqüentemente limites para o auto-financiamento, para proteger os beneficiários contra a concentração do risco associado à insolvência do patrocinador.

Nos Estados Unidos, por exemplo, os fundos de pensão estão sujeitos a Regra do Homem Prudente que requer que os gerenciadores dos fundos assumam uma diversificação de portfólio; não existem limites para a distribuição do portfólio, mas há restrições para o auto-financiamento (10%) para os planos de benefício definido.

A tabela abaixo exemplifica as principais regras de regulamentação de portfólio adotada em alguns países:

Fundos de Pensão: Regulamentação de ativos

País	Regras de Portfólio
EUA	Prevalece a regra do “homem prudente”. Limite de 10% para o auto-financiamento para planos de benefício definido
Reino Unido	Prevalece a regra do “homem prudente”. Limite de 5% para o auto-financiamento.
Alemanha	Máximo de 20% em ações, 5% em propriedades, 4% em investimentos estrangeiros, 10% em auto-financiamento .
Holanda	Prevalece a regra do “homem prudente”. Limite de 5% para o auto-financiamento.

Fonte: Raimundo (1997)

1.4.1- Aspectos gerais sobre os fundos de pensão dos EUA

À exceção do Chile, todos os países dispõem de um regime de previdência social com base no sistema de repartição. Nos estados Unidos, a previdência social surgiu na época da grande depressão em 1929 e a taxa de reposição, com relação ao último salário, é de 27% para trabalhadores com 62 anos da idade e 34% para aqueles com 65 anos. Esse quadro mudou em 2000 quando a idade mínima para o recebimento dos benefícios de previdência social passou a ser de 67 anos o que, aliado à baixa taxa de reposição dos salários, tem contribuído para a busca pela previdência privada como forma básica de garantia de renda após a aposentadoria.

Segundo Charpentier (1996) a previdência privada se desenvolveu fortemente entre 1950 e 1970 por duas razões: primeiro devido a vantagens fiscais que previam a dedução das contribuições feitas pelos patrocinadores e dos retornos dos ativos aplicados do imposto de renda dessas empresas e segundo, devido à liberdade oferecida ao empregador de contribuir ou não, ao plano de previdência privada. Nos dias de hoje as isenções fiscais dos fundos de pensão correspondem a uma perda de

receitas para o tesouro americano estimada em aproximadamente 50 milhões de dólares.

Durante os anos 60 e 70, com o crescimento do número de falência de empresas, assim como o descumprimento dos compromissos assumidos pelos empregadores no tocante ao depósito das prestações de aposentadorias acordadas (o que colocou em perigo os fundos de pensão de inúmeras sociedades privadas), surge a necessidade de proteger os direitos dos trabalhadores em caso de falência das empresas e de seus fundos. Em 1974 foi promulgada a lei ERISA (*Employee Retirement Income Security Act*), lei de proteção da poupança-aposentadoria que visava assegurar o pagamento da mesma ao estabelecer padrões mínimos da captação de recursos para o financiamento dos planos. A lei alterou os padrões mínimos de *Funding*, os fundos deveriam ter em caixa o equivalente à soma necessária para pagar as pensões e também seriam obrigados a recolher a uma caixa de garantia (*Pension Benefit Guarantee Corporation* PBGC, órgão do ministério do trabalho que cumpre a função de garantidor em última instância dos planos privados) para se cobrirem em caso de falência.

A lei ERISA, teve impacto considerável no crescimento do número de fundos de pensão existentes nos EUA, que saltou de 350.000 em 1975 para aproximadamente 900.000 em 1996. Quase metade da força de trabalho é coberta por um fundo de pensão (46%) e o grau de cobertura é maior em setores sindicalizados (90%) que nos não sindicalizados (52%). As estatísticas disponíveis demonstram maior número de cobertura entre os homens (61%) que entre as mulheres (48%); entre os trabalhadores com maior faixa salarial (91% dos empregados com renda superior a US\$ 25.000 por ano são cobertos, contra 33% daqueles que recebem menos de US\$10.000) e com maior tempo de empresa (80% dos trabalhadores com mais de 10 anos num mesmo emprego). As empresas de pequeno porte, com menos de 100 funcionários apresentam grau de adesão a planos de pensão muito menor (27%) que empresas com mais de 100 empregados (79%).

Algumas tendências podem ser observadas hoje nos fundos de pensão norte-americanos. Originalmente os fundos eram em sua maioria de benefício definido e garantiam aos trabalhadores uma aposentadoria equivalente em média a dois terços do

último salário. Com a lei ERISA esse quadro mudou dado o progressivo aumento da participação dos planos de contribuição definida preferido pelos empregadores em detrimento aos de benefício definido. Estima-se³ que em dez anos dois terços dos planos de aposentadoria norte americanos serão de contribuição definida devido a vantagens, tanto para os empregados quanto para os empregadores tais como: a) maior flexibilidade no modo de financiamento uma vez que as contribuições do empregador podem ser complementadas por contribuições dos empregados, dependendo do tipo do plano e ambas estão sujeitas à isenção de impostos. b) possibilita maior mobilidade profissional ao permitir aos trabalhadores a retenção dos benefícios ao mudarem de emprego (portabilidade). c) custos de gestão menos elevados o que atrai pequenas e médias empresas. d) aumento da complexidade na regulamentação governamental dos planos de benefício definido paralelamente à autorização dos planos de contribuição definida de investirem 10% de seus ativos na empresa titular do fundo.

No tocante à tributação, nos EUA, onde vigora o sistema IIT, contribuições para planos de contribuição definida têm teto de isenção de US\$ 300.000 por ano, enquanto as contribuições para os planos de benefício definido são feitas quase que exclusivamente pelas empresas, uma vez que as contribuições dos empregados não são isentas de impostos.

A isenção para contribuições e retorno dos ativos, como ressaltado anteriormente, tem efeito estimulante sobre as decisões de ingressar num plano de previdência privada em detrimento de outras formas de poupança que poderiam ser feitas por esses mesmos agentes.

O padrão de regulamentação norte americano se concentra na imposição de regras que buscam maior controle do passivo dos fundos. As autoridades preocupam-se, como explicitado anteriormente, em avaliar as provisões dos fundos com relação as suas obrigações. Quanto ao ativo dos fundos e à forma como estes aplicam seus recursos, as autoridades não intervêm nas opções de alocação de seu portfólio. A

³ Charpentier (1996)

única exigência dos órgãos reguladores é de que os administradores dos fundos pautem suas decisões de investimento de acordo com a *prudent man rule*.⁴

Hoje, aproximadamente metade dos ativos dos fundos de pensão está concentrada em ações e 35% em obrigações, mas esse quadro tende a se alterar devido à busca dos gestores dos fundos por menores riscos, e conseqüentemente a evitar o mercado de ações, extremamente volátil, preferindo aplicações de renda fixa (obrigações).

Outra tendência observada é o aumento do contraste entre o volume de ativos acumulados pelos fundos de pensão e o montante de aposentadorias pagas além da estagnação do número de participantes que aderem aos planos de previdência privada, uma vez que o crescimento dos ativos dos fundos não depende apenas da entrada de novos participantes, mas também do rendimento das aplicações distribuídas entre renda fixa e variável. Nota-se, portanto, a tendência crescente dos fundos de pensão de terem seu papel de fornecedor de aposentadoria complementar diminuído em relação ao seu papel cada vez mais ativo no financiamento da economia norte americana.

Outro ponto a ser destacado, é a tendência dos fundos em aumentar suas aplicações nos mercados externos. Em 1990 5% de seus ativos eram aplicados fora dos EUA, 10% em 1994 e 15% em 1999. Apesar das crises financeiras ocorridas no final da década de 90, os mercados emergentes, principalmente do sudeste asiático, ocupam papel central nessa estratégia de diversificação do portfólio, ao propiciarem altos retornos, apesar dos altos riscos envolvidos, explicitando a clara contradição existente entre a compatibilidade de aplicações de alto risco e a segurança necessária para honrar os compromissos com o pagamento de aposentadorias.

⁴ “O conceito nasceu em 1930, devido à uma grande perda sofrida por um investidor americano ao alocar de forma imprudente recursos do Harvard College. A regra afirma que os recursos devem ser investidos com o objetivo apenas de beneficiar o participante do fundo e que os investimentos devem ser feitos com o cuidado, habilidade, prudência e diligência que uma pessoa prudente teria” (Raimundo, 1997, pág 30)

1.4.2- Aspectos gerais sobre os fundos de pensão do Reino Unido

O regime de previdência social na Grã Bretanha foi instituído em 1948 pelo *National Insurance Act* inspirado nas concepções desenvolvidas por Lord Beveridge, fundador do sistema de seguridade social britânico. O sistema de aposentadoria universal básica (GPM-*Guaranteed Minimum Pension*) , financiado pelo imposto, não é vinculado à renda e conta com 22,7 milhões de contribuintes e 9,8 milhões de beneficiários que recebem em média, 60 libras por mês, o que representa, em média, 16% do último salário⁵. O benefício é concedido para homens acima de 60 anos e mulheres acima de 55 anos.

Em 1975 foi instituído o SERPS (*State Earnings related Pension Scheme*), um regime de aposentadoria complementar compulsória que garante 25% de taxa de reposição aos trabalhadores que se aposentarem por esse sistema. Em 1986 o governo de Margaret Thatcher, frente aos problemas demográficos do sistema universal e a dificuldades econômicas, tornou facultativa a adesão ao SERPS caso o os trabalhadores e empregadores britânicos optassem por contribuir para um esquema privado de benefício definido garantidor de pelo menos o mesmo piso de benefícios que aquele oferecido pelo sistema público.

A baixa taxa de reposição do sistema de previdência social de base e complementar e a possibilidade de escolha entre optar por contribuir para a previdência privada ou publica, favorecem, como observado nos EUA, grande adesão dos trabalhadores aos planos privados, que são em sua maioria de benefício definido e a atual magnitude do patrimônio dos fundos de pensão britânico em relação ao PIB do país (83,7%)⁶.

Os fundos de pensão têm as mesmas características básicas dos Estados Unidos: 48% dos trabalhadores ativos são cobertos por um fundo⁷, em sua maioria homens (60%) que mulheres (35%), trabalhadores de grandes empresas e com maiores salários. A grande diferença quanto à cobertura dos planos diz respeito a

⁵ Charpentier (1996)- Dados referentes ao ano de 1996

⁶ Fonte: ABRAPP, dados referentes a 1999.

⁷ Também é observada uma tendência a estagnação. Em 1967 os fundos de pensão contavam com 12 milhões de participantes contra 10,7 milhões atualmente. (Charpentier, 1996)

cobertura nos setores público (100% dos empregados) e privado (menos de 50% do total de empregados).

O regime tributário adotado, a exemplo dos EUA, é o IIT. O plano de previdência é de responsabilidade do patrocinador do fundo, estando a contribuição do beneficiário limitada a 15% de sua renda líquida. As contribuições do empregador são descontadas como despesas para fins de cálculo do lucro tributável e os fundos estão isentos de impostos sobre a renda dos investimentos ou ganhos de capital realizados. As isenções fiscais, às quais estão sujeitos os fundos e os participantes, representam perda anual de 6 a 8 milhões de libras ao tesouro britânico.

O sistema regulatório britânico, quanto à imposição de regras sobre alocação de portfólio, segue de forma implícita o padrão norte-americano. A *prudent man rule* não é adotada implicitamente, mas exige-se dos administradores de fundos compromissos com regras de prudência como a exigência de diversificação na composição de portfólio e limites de 5% para o auto-financiamento.

O portfólio dos fundos britânicos se concentra enormemente em ações tanto domésticas quanto externas (70% em 1994), o que pode ser entendido pelas regras de *funding* que obrigam os fundos a avaliarem sua capacidade de cumprir com suas obrigações futuras de acordo com valores projetados dos ativos em carteira, e não de acordo com os valores de mercado dos mesmos.

Em 19 de julho de 1995 foi instituído o *Pension Act* em resposta ao escândalo Maxwell ocorrido em 1991 que culminou na insolvência de um fundo britânico. Foi criado um organismo de controle (*Occupational pension regulatory authority*), com poderes de fiscalização sobre a saúde financeira dos fundos e a obrigação da constituição de uma caixa de reserva para o pagamento das obrigações. A instituição de um fundo de compensação interventor em caso de apropriação indébita dos recursos dos fundos e insolvência de empregador e do fundo, melhorou a segurança dos participantes dos planos de previdência privada britânicos.

1.4.3- Aspectos gerais sobre os fundos de pensão na Alemanha

A previdência social universal na Alemanha surgiu em 1889 com Bismark e sua abrangência é muito maior em comparação aos países estudados anteriormente. As aposentadorias concedidas pelo regime de base abrangem cerca de 70% da população devido à alta taxa de reposição com relação ao último salário bruto dos trabalhadores (cerca de 70%), o que explica o caráter suplementar dos planos de previdência privada com relação ao sistema público de previdência. 46% da força de trabalho é coberta por planos privados sendo que desse total, como observado nos EUA e UK, trabalhadores do sexo masculino, que recebem maiores salários e trabalham em grandes empresas (com mais de 10.000 funcionários), correspondem à maioria.

O sistema alemão de fundos previdenciários é bastante diferente dos sistemas americanos e britânicos e são quatro os tipos de plano. Na Alemanha predominam os *internally funded schemes* (56% dos ativos acumulados pelos fundos de pensão são por esse sistema), nos quais os fundos acumulados são contabilizados pela empresa patrocinadora em seu balanço, tornando-se obrigações diretas da empresa para com o seu funcionário. Tal acúmulo de obrigações diretas é conhecido como *booking*, ou criação de *book reserves*. (Raimundo, 1997).

Condições históricas particulares à Alemanha podem explicar a predominância e o desenvolvimento dos *internally funded schemes*, principalmente no pós-guerra. O sistema de *booking* possibilitou às empresas alemãs utilizarem como fonte de recursos os fundos acumulados a título de pensão. Frente à necessidade de reconstrução da economia alemã, essa forma de captação de recursos foi preferida por apresentar custos mais baixos e isenções fiscais. Estima-se que cerca de 22% das necessidades de financiamento das empresas no período foram captadas por esse mecanismo.⁸

Observa-se atualmente, entretanto, uma mudança de tendência. Grandes empresas como Siemens, Bayer e Hoesch, por exemplo, aderiram a prática anglo-saxônica de externalizar a administração dos fundos de pensão. Em 1981 as pensões captadas por esse sistema representavam 68% dos ativos totais dos fundos de previdência privada. Hoje esse valor não chega a 56%.

⁸ Charpentier (1996)

A Alemanha adota a forma de taxa  o TIT, pela qual são tributadas as contribuições das empresas, (não as dos funcionários) e os benefícios, porém a taxas mais brandas que àquelas incidentes sobre a renda. Já os planos que seguem o sistema de *booking* têm as contribuições dos empregadores também isentas.

Segundo Charpentier (1996), o aumento da alíquota de imposto de renda de 15% para 20% em 1996, esterilizou os benefícios antes usufruídos pelo sistema de *booking* e aumentou o risco de liquidez das empresas no momento da liquidação das pensões, o que explica em parte a tendência   diminuição da participação desse sistema na totalidade dos planos privados em vigor.

Os outros três tipos de esquema de previdência privada são administrados externamente à empresa. Nos sistemas *Direktversicherung* a empresa contrata uma companhia seguradora que prov m o sistema de pensões para seus empregados. Essa modalidade det m 20% das obrigações previdenciárias privadas. Os *Pensionskasse* e os *Unterst tzungskasse*, embora controlados externamente à empresa, têm a possibilidade legal de retomar os recursos para a mesma, e detém 10% do total das obrigações cada. Todos os sistemas de previdência privada contam com um seguro contra a insolvência do patrocinador oferecido pelo *Pension Sicherungs-Verein* e contribuem para uma caixa de garantia que permite a diversificação do risco de default.

O sistema regulatório alemão quanto   alocação de portfólio é mais restritivo que nos países estudados anteriormente: 20% do total do patrim nio dos fundos é o limite para se investir em ações, 5% em propriedades, 4% para investimentos no exterior e 10% pode ser utilizado para o auto-financiamento.

A maior parte do portfólio dos fundos alemães está alocada em títulos da d vida (bonds), que representa 25% do total dos ativos (dados de 1990) e empréstimos (36%, contra 18% em ações e 5% em propriedades) o que explicita a opção alem a por direcionar os recursos dos planos privados para investimentos produtivos, com retornos a médio e longo prazo.

1.4.4- Aspectos gerais sobre os fundos de pensão na Holanda e países baixos.

Os Fundos de pensão dos países baixos em comparação a sua economia, apresentam a particularidade de serem os mais poderosos do planeta dado que seus ativos representam mais de 118% do produto interno bruto.⁹

A previdência social, cuja origem data de 1919, abrange todos os residentes independentemente de sexo e nacionalidade que começam a receber o benefício aos 65 anos de idade. A taxa de reposição é de aproximadamente 40% do salário médio do trabalhador cujas contribuições montam a 15% dos rendimentos brutos.

Cerca de 83% da força de trabalho é coberta por um fundo de pensão, 90% de homens e 63% de mulheres. Noventa por cento dos planos são de benefício definido e asseguram uma taxa de reposição de 70% do salário bruto médio dos dois últimos anos de atividade e as aposentadorias pagas são indexadas ao custo de vida.

São três, os tipos de planos privados nos países baixos: os planos coletivos, formados pela reunião de muitas empresas (aproximadamente 40% da força de trabalho); os planos de uma única empresa (20%) e os contratos de seguro em grupo (4%). Existe também o fundo de pensão para funcionários públicos civis (ABP), que cobre 28% da força de trabalho e é organizado em regime de capitalização,, diferentemente da maior parte dos outros países, nos quais os planos para os servidores públicos são em regime de repartição. Diferentemente do que ocorre nos países antes estudados, nos países baixos os sindicatos têm participação direta na administração dos fundos de pensão cujo controle é exercido pelos representantes dos trabalhadores e dos empregadores em número igual. A forte presença sindical explica o alto grau de cobertura aos trabalhadores pelos fundos de pensão (Charpentier, 1996).

O sistema fiscal vigente é o IIT, as contribuições dos empregadores e dos empregados são dedutíveis do imposto de renda. Os benefícios são tributados como os benefícios previdenciários estatais, ou seja, com alíquota menor em relação a de salários e aplicações financeiras. Entretanto, caso o fundo tenha mais do que 15% de

⁹ Dados referentes a 2000 (ABRAPP)

superávit¹⁰ durante cinco anos seguidos há incidência de taxa de 40% sobre esse excesso de recursos.

O sistema regulatório quanto à alocação de portfólio não estabelece restrições quanto à composição do mesmo, exceto imposição de teto de 5% para o auto-financiamento. Até 1995, os fundos de pensão dos servidores públicos civis estavam sujeitos a um controle diferenciado, com limite de 10% do total de ativos para investimentos externos e 20% para ações.

Nos anos oitenta, cerca de 80% dos ativos dos fundos de pensão eram alocados em títulos de renda fixa (obrigações), mas observa-se atualmente um aumento da participação dos investimentos em ações na composição da carteira de portfólio dos fundos.

1.5- Conclusão do primeiro capítulo

A previdência privada encontra terreno fértil para o seu desenvolvimento em países cujo grau de proteção oferecido pelos sistemas públicos de seguridade social diminuiu devido a crises em sua gestão de caráter demográfico, queda das receitas, crises econômicas e até mudanças ocorridas no mercado de trabalho.

Inicialmente surgida no final do século passado na maioria dos países com o objetivo de fidelização dos trabalhadores às empresas, ganhou posteriormente, devido a mudanças na dinâmica da economia mundial, caráter incentivador da mobilidade profissional dos trabalhadores das empresas como consequência do aumento do desemprego. Nos anos setenta, frente à insolvência de vários fundos, os governos se viram obrigados a adotar medidas de proteção aos trabalhadores contra eventualidades econômicas e garantir seu acesso aos benefícios prometidos pelos fundos via regulamentações de *funding*, portabilidade e *vesting* e a criação de órgãos institucionais de fiscalização e garantidores da solvência dos fundos.

Os fundos de pensão, cuja vocação inicial era social, se transformaram em instituições centrais do capital financeiro e passaram a sancionar o novo padrão de financiamento de investimentos produtivos, via (principalmente, ainda que não

¹⁰ Considera-se como superávit os retornos acima das necessidades autariais.

exclusivamente) mercados de capitais devido à perda do papel dos bancos comerciais no financiamento das economias via crédito, ocorrido ao longo das décadas de setenta e oitenta.

A ascensão dos investidores institucionais, em destaque dos fundos de pensão, como pilares centrais do novo padrão de financiamento das economias mundiais, confere, entretanto, a esses agentes, formas e magnitudes diferentes conforme os países, dadas as suas particularidades expressas por estímulos, regras, formas, aparatos regulatórios, além de orientações de política econômica.

Nos países anglo-saxões (EUA e Reino Unido) o aparato fiscal e regulatório incentivam o crescimento do patrimônio dos fundos e direciona-os para o mercado de capitais, principalmente o mercado acionário, um dos pilares do padrão de financiamento de suas economias. A adoção da *prudent man rule* e a ausência de taxações sobre as contribuições dos planos de contribuição definida ou sobre os retornos das aplicações dos fundos são um exemplo disso. O mercado sinaliza como devem ser alocados os recursos dos fundos e ao Estado cabe eliminar as possíveis externalidades negativas do funcionamento do mesmo.

Capítulo 2: A Influência dos Investidores Institucionais na gestão das Empresas.

2.1 Governança Corporativa: Definição e aspectos gerais

A expressão Governança Corporativa foi utilizada pela primeira vez nos Estados Unidos há pouco mais de quinze anos, em inglês, *corporate governance*. A expressão *corporate* surgiu com o advento do capitalismo anglo-saxão e a expressão *governance* remonta a Shakespeare que a utilizava para se referir ao poder, quase divino, que os papas da religião católica tinham para legislar em nome de Deus. O significado da combinação dessas duas palavras, como salienta Ventura (2001), pode ser entendido como a atribuição aos acionistas, do poder supremo em relação à gestão de sua empresa, embora respeitando os direitos dos demais participantes do processo de Governança Corporativa.

A Governança Corporativa pode ser entendida, de forma clara e simples, como o sistema que engloba todas as relações econômicas entre sócios de uma mesma empresa, sócios e suas empresas e a forma como esses sócios administram a mesma.

Os agentes da Governança Corporativa são: os acionistas, o conselho de administração, a diretoria, o auditor independente, e quando houver, o conselho fiscal. Os acionistas na assembléia geral (órgão soberano da empresa) têm poderes de decidir todos os negócios relativos ao objeto da companhia. Por sua vez, o conselho de administração, por delegação dos acionistas, deve determinar, a estratégia a ser seguida pela empresa, eleger, fiscalizar e destituir os diretores, e escolher os auditores independentes. A diretoria deve responder pelas operações da empresa dentro das diretrizes fixadas pelo conselho de administração, os auditores devem expressar opinião sobre as demonstrações contábeis e avaliar os controles internos da empresa, e o conselho fiscal, quando presente, deve fiscalizar os atos de gestão dos administradores – conselheiros de administração e diretores.

São três os princípios que norteiam a Governança Corporativa: a) Transparência das operações junto aos agentes envolvidos no processo, principalmente acionistas b) Equidade e Justiça no tratamento a todos os acionistas c) Responsabilidade ou

Prestação de Contas (accountability) dos agentes diretamente envolvidos na gestão das operações – Conselho de Administração e Diretoria Executiva – a quem os elegeu.

O atual crescimento da importância da Governança Corporativa, como definido no parágrafo anterior, é decorrente de mudanças nas relações econômicas da sociedade moderna. No passado as relações econômicas da maior parte dos indivíduos de uma sociedade eram de natureza empregatícia, entretanto, nos dias de hoje, se somam a essas, relações de capital, em função do atual sistema de acumulação de poupança, amplamente discutido no capítulo anterior, que inclui com grande destaque a capitalização crescente dos fundos de pensão.

Como demonstrado no capítulo anterior, os fundos de pensão concentram seus ativos em aquisições de ações (em maior ou menor grau, de acordo com cada país) que não se constituem apenas em investimentos de portfólio, mas implicam também em controle acionário das empresas adquiridas. Sendo assim, é de se esperar que os fundos se envolvam na gestão das empresas e subordinem essas à sua lógica de acumulação.

A questão da Governança Corporativa faz-se, portanto necessária, na medida em que é ela que determina os mecanismos pelos quais se governa e é monitorado o controle das corporações. A boa prática da Governança Corporativa, calcada nos princípios anteriormente descritos, é condição necessária para o aporte de recursos externos às empresas, para financiar seus investimentos produtivos, pois como salienta Canuto¹¹, "quem manda na empresa tem que prestar contas e ser crível quanto a não agir em detrimento de quem lhe financia".

Pretende-se, a partir da análise da mudança do padrão de financiamento das empresas de um regime de endividamento para um regime de fundos próprios, (entendido como o seu financiamento via emissões de ações e poupança própria), analisar o chamado processo de financeirização da gestão das empresas, decorrente da imposição da lógica acionária (maximização do valor das ações) pelos investidores institucionais, em particular pelos fundos de pensão, e suas conseqüências para o funcionamento das empresas.

¹¹ Otaviano Canuto, em editorial publicado no jornal O Estado de São Paulo em 17/10/00.

2.2 O novo padrão de financiamento das empresas e a lógica acionária

Observa-se ao longo da década de oitenta uma mudança crucial no regime macro-financeiro das economias. O financiamento das empresas, antes calcado no endividamento junto a intermediários financeiros, principalmente bancos comerciais, cedeu lugar para o financiamento via fundos próprios. Como salientado no capítulo anterior, nos EUA e no Reino Unido, o financiamento corporativo se deu predominantemente via mercado de capitais, com venda pulverizada de ações e títulos de dívida negociáveis nos mercados secundários. No Japão e Europa Continental, cuja principal fonte de financiamento externo às empresas produtivas foram os bancos, observa-se devido à desregulamentações dos mercados financeiros, a convergência para o padrão de financiamento corporativo anglo-saxão.

Como salienta Plihon (1999), o financiamento das empresas via fundos próprios, em ascensão desde a metade dos anos 70, atingiu um valor próximo a 100% dos recursos financeiros corporativos desde meados dos anos 90. Em compensação, o endividamento que respondia por quase 50% do financiamento, tornou-se marginal. Em particular, os pagamentos pelas empresas foram superiores aos seus empréstimos junto aos estabelecimentos de crédito.

Uma das conseqüências do papel preponderante assumido pelos fundos próprios no financiamento das empresas foi a mudança das relações entre os três principais parceiros corporativos: acionistas, dirigentes e assalariados. Assistiu-se a um questionamento do modelo tradicional das empresas, no qual há separação entre acionistas e dirigentes, esses últimos detendo o poder efetivo dentro da empresa. Sob o regime fordista, em vigor até meados dos anos 70, os dirigentes travavam acordos com os assalariados e organizavam a repartição dos ganhos de produtividade no interior da empresa. O modelo tradicional, qualificado de *stake-holder*, que considera a empresa como uma comunidade de interesse entre os três parceiros, cedeu lugar a um novo modelo, *shareholder*, que dá primazia absoluta aos interesses dos acionistas.

O poder dos acionistas foi consideravelmente reforçado pelo desenvolvimento da gestão coletiva da poupança. Esse fato ocasionou a concentração de capital das

empresas nas mãos dos investidores institucionais¹², que gerem, em nome de seus clientes, enormes portfólios em ações, enquanto no passado os acionistas estavam largamente dispersos entre os poupadores individuais.

A detenção de ações de diversas empresas pelos investidores institucionais implica no seu envolvimento na gestão das mesmas e na adoção de práticas de Governança Corporativa sob as quais se pautam os contratos de gestão e controle das empresas e dos agentes.

A hipótese teórica fundamental do modelo anglo-saxão de gestão das empresas é a de que os acionistas e executivos têm interesses contraditórios. Estes últimos buscam privilegiar seus interesses, em termos de poder e remuneração, valorizando as informações privilegiadas as quais têm acesso no interior da empresa. A adoção de práticas de Governança Corporativa tem como objetivo reduzir as assimetrias de informação as quais estão sujeitos acionistas e executivos e estimular esses últimos a administrar a empresa com o objetivo de maximização dos valores das ações.

As práticas de Governança Corporativa podem ser avaliadas de acordo com cinco critérios básicos:

- a) Informação dos acionistas - qualidade da informação sobre a estrutura dirigente da empresa, o que implica, na independência dos administradores, e existência de um responsável pelas relações com os investidores e estabelecimento de um sistema contábil transparente.
- b) Direitos e obrigações dos acionistas - respeito ao princípio: "uma ação, uma voz, um dividendo".
- c) Composição do conselho de administração – procedimentos de eleição e remuneração dos membros do conselho e dos comitês, separação das funções de presidente e de diretor geral.
- d) Ausência de medidas anti-aquisições hostis¹³ – eliminação de todas as medidas destinadas a impedir as ofertas de aquisições hostis e a limitar o poder dos órgãos de direção.

¹² Como investidores institucionais entende-se fundos de pensão, fundos mútuos e as companhias de seguro.

¹³ O termo é definido como a aquisição de um número de ações suficientes para garantir o controle da firma, destituir a gerência e implementar mudanças. Os executivos e diretores podem combater as aquisições hostis por temor de perderem seus cargos adotando a defesa *poison pills* (possibilidade dos acionistas de adquirirem

- e) Remuneração dos dirigentes – o objetivo é adotar formas de remuneração que estimulem os dirigentes a buscar a maximização do valor acionário. Uma das principais técnicas utilizadas é a adoção das *stock options*, que vincula a remuneração à performance do executivo na prática de suas atividades.

Como salienta Plihon (1997), observa-se a adoção de práticas de Governança Corporativa não só nos países anglo-saxões (berço do modelo), mas também em vários países da Europa Continental por ser o requisito básico de atração dos investidores institucionais e do aporte de capital utilizado no financiamento das empresas. A “financeirização da gestão das empresas” que seria a consequência imediata do domínio da lógica dos acionistas, representados em sua maioria pelos investidores institucionais, fez com que objetivos antes dominantes, como o desenvolvimento da produção e do emprego, se tornassem secundários frente à prioridade da rentabilidade financeira das empresas.

2.3 Os novos métodos de gestão das empresas

O objetivo primordial da lógica acionária imposta às empresas, é a “criação de valor acionário”, ou seja, aumentar o valor bursátil das corporações visando maximizar a riqueza dos acionistas, seus proprietários. Para alcançar esse objetivo, as empresas equiparam-se com novos métodos de gestão, dentre os quais o mais sofisticado é o método EVA (*Economic Value Added*). O EVA pode ser definido de maneira simplificada, como o resultado econômico da empresa após a remuneração do total dos capitais investidos, endividamento e fundos próprios. Um EVA positivo significa que a administração conseguiu criar valor, beneficiando os acionistas num dado exercício.¹⁴ Esse enfoque vai muito além do fornecimento de indicadores para avaliar o desempenho da empresa, ele define o método de *management* atual, que repousa

ações da firma a um preço preferencial muito baixo para evitar as aquisições hostis, o que na prática tende a reduzir o valor das ações).

¹⁴ A maioria das empresas de capital aberto adota o método EVA, variando apenas as exigências quanto ao seu resultado. A Enron, empresa do ramo de energia elétrica adotava como meta um EVA igual ou superior a 10% em seus investimentos produtivos, valor considerado excessivamente alto. Já a Elektro, outra empresa do ramo, adotava como padrão EVA igual ou superior a 5%.

sobre um sistema de incentivos calculado em função da obtenção e superação dos objetivos de criação de valor acionário.

Para atingir o objetivo de maximização do valor acionário, as empresas adotam políticas definidas que podem ser classificadas em quatro categorias principais:

1) As fusões e aquisições são freqüentemente apresentadas como meio de criação de valor acionário. O resultado é atingido devido à elevação súbita dos valores nominais das ações da empresa-alvo em razão do clima de euforia nas bolsas e é transferido aos detentores do capital da empresa.

A criação de valor acionário seria obtida devido à exploração das sinergias existentes entre estabelecimentos fundidos e a realização de economias de escala. A aproximação entre empresas permite ganhos de produtividade significativos, que tem como consequência, a redução do efetivo de funcionários, e maior poder de mercado frente à concorrência.

Entretanto, como analisa Chesnais (1996), “é certo que a racionalização e a modernização do capital produtivo estejam na origem do movimento de fusões e aquisições, mas não se deve subestimar essa causa”. O autor afirma, com base em estudos efetuados na década de 90, que ao invés de contribuir para a retomada duradoura de acumulação de capital produtivo, as fusões e aquisições geralmente se traduzem em fortalecimento da financeirização dos grupos. O objetivo dos agentes desse processo seria obter ganhos financeiros no momento da revenda dos títulos adquiridos devido à elevação do valor nominal dos mesmos, decorrente das fusões e aquisições. Empresas e grupos inteiros foram adquiridos sob essa perspectiva, esfacelados e depois revendidos. Estudo feito junto ao *Federal Reserve*¹⁵ demonstra que mais de um terço das empresas adquiridas no período de 1984/1990 foram revendidas no mesmo período.

Se as operações de fusões e aquisições contribuem pouco para o crescimento global do investimento produtivo, elas exercem efeitos negativos sobre o emprego, na medida em que o efetivo assalariado e sua relação valor agregado/volume de negócios diminuem.

¹⁵ Chesnais (1996)

2) A concentração no *core business* é outro meio de aumentar o valor acionário em benefício dos acionistas. Concentrando-se nas atividades nas quais detém vantagem comparativa, a empresa supostamente se diferenciaria frente aos concorrentes, o que se traduziria em benefício ao acionista. Essa política também é estimulada pelos investidores por duas razões: primeiro esses não apreciam empresas diversificadas (como os conglomerados), cujas estruturas são complexas, o que é considerado fator de opacidade que vai de encontro com o objetivo máximo de transparência. Segundo, os investidores consideram que cabe a eles o compromisso de administrar a política de diversificação ao agirem sobre a composição de sua carteira de ativos, cabendo aos atores financeiros e não aos operadores industriais, administrar questões de diversificação.

3) A reengenharia das cadeias de valor é outro método que visa a concentração da atividade da empresa nos segmentos mais rentáveis ao terceirizar-se a produção de alguns produtos e serviços, fabricados de forma mais competitiva por outras empresas. Entretanto, essa política também tem efeitos nefastos sobre o emprego, na medida em que parte da mão de obra é dispensada devido às contratações externas.

4) A redução da intensidade do capital é o método que visa melhorar a produtividade dos capitais próprios, economizando a sua utilização. A estratégia de *downsizing*, que pode ser praticada de diversas maneiras, encontra maior sucesso através da compra, pela empresa, de suas próprias ações, mediante oferta pública de recompra de ações. Ao recomprar-se parte de seu capital em ações, dado um nível de lucros esperados no futuro, aumenta-se, mecanicamente, o valor das ações restantes, movimento esse intensificado se as operações de compra são financiadas por um endividamento de custo inferior àquele dos fundos próprios (efeito de alavancagem).

Entretanto, estudos demonstram¹⁶ que os mercado de ações não trazem recursos novos às empresas. Na maioria dos países europeus, observa-se que as emissões líquidas de ações (montantes brutos de emissões, deduzidos das recompras de ações e dos dividendos distribuídos aos acionistas) foram negativas ao longo dos últimos anos. O que significa, grosso modo, que os investidores retiraram mais fundos das empresas, que trouxeram.

¹⁶ Plihon (1997)

2.4 Os efeitos da lógica acionária

Como salienta Chesnais (1996), os grupos industriais são considerados como “ativos de rendimento” pelos mercados financeiros, na medida em que o controle acionário dos grupos, que se concentra cada vez mais nas mãos dos investidores institucionais, é gerido sob a ótica do curto prazismo que influencia as práticas de gestão e estratégia adotadas pelas empresas descritas no item anterior.

Aqui dois problemas cruciais se colocam. A dominância da esfera financeira em relação à esfera produtiva que se traduz em aumento da instabilidade financeira das economias e traz efeitos nefastos sobre o emprego. Os desvios crescentes, entre o valor econômico e o valor bursátil das empresas, podem gerar a constituição de bolhas financeiras na medida em que as práticas de valorização do preço das ações, sob a ótica da Governança Corporativa, fazem com que as cotações sejam infladas sem contrapartida real na economia. A alta das cotações das ações ao resultar em baixos rendimentos das mesmas estimula o uso de alavancagem financeira das empresas para melhorar a rentabilidade econômica do capital. Frente a isso, assiste-se nos EUA principalmente, ao endividamento maciço das empresas para financiar operações de fusões e aquisições e de recompra de ações, geradoras de valor acionário, fator de fragilidade da economia americana. Na Europa, o efeito alavancagem que antes vinha sendo obtido através do desendividamento das empresas, é praticado, nos mesmos moldes americanos. O ciclo endividamento-bolha-financeira pode gerar, cedo ou tarde, um ajuste para baixo das cotações das empresas, o que terá graves consequências para o crescimento da economia mundial.

Efeitos nefastos sobre o emprego também são observados. A massa salarial se constitui hoje, na principal variável de ajuste à disposição dos dirigentes das empresas, em tempos de desaquecimento conjuntural, para assegurar a estabilidade dos resultados das corporações. A lógica acionária também foi responsável pela perda do poder de compra dos salários na medida em que esses deixaram de incorporar ganhos de produtividade, o que significa que o rendimento do fator trabalho não mais comporta prêmios de risco, que cabe apenas aos detentores do capital das empresas.

A difusão internacional dos princípios da Governança Corporativa impulsionada pelos investidores institucionais contribui, portanto, para a internacionalização de práticas rentistas mundializadas, que os coloca no centro de uma vasta rede que se nutre de parte crescente do valor produzido no mundo inteiro.

Conclusão

A previdência social cujo objetivo principal é proteger os trabalhadores contra o risco-velhice, quando administrada pelos órgãos públicos, é um benefício concedido aos trabalhadores que não podem mais colocar sua força de trabalho à disposição de um empregador, financiado na maioria das vezes, por encargos sociais. Entretanto, quando a responsabilidade pelo pagamento de aposentadorias e sua captação passam para a iniciativa privada, o benefício, considerado um direito do trabalhador, perde o seu caráter de encargo e passa a ser encarado como um investimento.

Os fundos de pensão, expressão máxima da previdência privada, que atuam sob o regime de capitalização, na medida em que são formas institucionais de centralização de poupança, figuram, como demonstrado ao longo do trabalho, entre as instituições financeiras não bancárias de maior destaque no centro do capital financeiro.

Sua participação abrange tanto a esfera financeira da economia, como agente financiador de empresas e governos, quanto a esfera produtiva, como detentor da capitalização acionária de diversas empresas. Através do endividamento público, os investidores institucionais subordinam os governos a sua criteriosa vigilância, apesar desses últimos continuarem soberanos, no plano político. Como agentes financiadores de empresas e controladores de cotas acionárias, subordinam a esfera produtiva aos seus interesses de fazer frutificar o montante de poupança pelas quais são responsáveis.

Dessa forma, interesses contraditórios se chocam e o resultado dessa luta de forças tem sido sempre favorável aos investidores institucionais. A lógica de investimento de longo prazo de maturação das empresas encontra-se subordinada à lógica acionária de curto prazo dos gestores dos fundos, trazendo efeitos maléficos para o emprego, a renda e até pra a própria saúde financeira das empresas que controlam. Governos têm sua política econômica atrelada ao curto prazismo das operações dos fundos, com efeitos também negativos para o emprego, a renda e em alguns casos, para a própria saúde financeira dos países, ao se subordinarem à lógica especulativa dos fundos.

O desmantelamento de políticas de *welfare state* e a liberalização de mercados de capitais podem ser resumidos como as causas que culminaram no aumento da força e poder dos fundos, defendidos por alguns estudiosos como benéficos para o desenvolvimento dos mercados financeiros, principal fonte de financiamento em alguns países, e das empresas, o que traz como consequência seu controle acionário por esses agentes, além de solução para o problema previdenciário enfrentado por diversos países. Resta saber, se os benefícios apregoados compensam os efeitos colaterais, melhor dizendo, defeitos colaterais.

Referências Bibliográficas

CHARPENTIER, F. Les Fonds de Pension. Paris: Economica, 1996.

CHESNAIS, F. La Mondialisation Financière, Genèse, Coût et Enjeux. Paris: Syros, 1996.

COSTA, F.N. Regulação de Portfólio nos Fundos de Pensão – Tributação e Regulação nos Fundos de Pensão. Campinas, ABRAPP, 1997.

PLIHON, D. A Economia de Fundos Próprios: Um Novo regime de Acumulação Financeira. Economia e Sociedade, n. 13, Campinas, dezembro de 1999.

RABELO, F. M. Gestão e Desempenho dos Fundos de pensão no Brasil: Análise do Custeio. São Paulo: ABRAPP, 2001.

- Tributação dos Fundos de Pensão - Tributação e Regulação dos Fundos de Pensão. Campinas, ABRAPP, 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.

VENTURA, L. C. A Governança Corporativa e Sua Aplicação na Gestão dos Fundos de Pensão. Brasília, ABRAPP, 2000.