

UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA
INSTITUTO DE ECONOMIA
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA
CURSO DE MESTRADO EM
DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO

**ANÁLISE DA FORMA DE ATUAÇÃO DOS FUNDOS
DE PENSÃO BRASILEIROS - CONDICIONANTES
INSTITUCIONAIS**

EDSON ROBERTO VIEIRA

UBERLÂNDIA

SISBI/UFU



1000202247

MEM

MEM

MEM

ANÁLISE DA FORMA DE ATUAÇÃO DOS FUNDOS DE PENSÃO BRASILEIROS - CONDICIONANTES INSTITUCIONAIS

EDSON ROBERTO VIEIRA

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Economia da Universidade Federal de Uberlândia, como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre em Desenvolvimento Econômico.

Área de concentração: Desenvolvimento Econômico.

Orientador: Prof^a. Dr^a. Vanessa Petrelli Corrêa

UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA

UBERLÂNDIA – MG - 2001

*Aos meus pais, José Rafael e Valmira,
aos meus irmãos, Paulo Sérgio e Júnior e
à minha namorada Joicy...*

– AGRADECIMENTOS –

Agradeço em primeiro lugar a **DEUS**, por dar-me a oportunidade, os instrumentos e o discernimento para realizar este trabalho.

O meu reconhecimento à minha orientadora, Prof.^a Dr.^a **Vanessa Petrelli Corrêa**, que acompanhou pacientemente o desenvolvimento de cada etapa deste trabalho, fornecendo contribuições e opiniões, sem as quais certamente os resultados obtidos não seriam os mesmos.

Aos demais **professores** do Curso de Mestrado em Desenvolvimento Econômico pela dedicação empenhada nas aulas e pela participação efetiva através da transmissão de conhecimentos e de experiências.

Aos colegas de Mestrado: **Anderson, Eliana, Fabiana, Fábio, Flávia, Lucille, Miriam, Idamar, Raquel, Eliseu, Paulo, Karen, João Batista, Júlio e Toninho**, que sabem muito bem o esforço despendido neste trabalho, muito obrigado pelos bons momentos que passamos juntos.

Agradeço aos meus **parentes e amigos**, em especial aos amigos **Divino, Edimilson, Erlan, Juliano e Marcos**, que nunca deixaram de se fazer presentes através de gestos e palavras de incentivo.

Enfim, não poderia deixar de agradecer à **Abrapp**, à **Previ**, à **Sistel** e à **Petros** pelo fornecimento dos dados relativos às aplicações conjuntas dos fundos de fundos de pensão brasileiros e das informações mais detalhadas, que tanto contribuíram com este trabalho.

RESUMO

Este trabalho versa sobre a possibilidade de os fundos de pensão brasileiros desempenharem um importante papel no financiamento do investimento, se atuarem do lado do *funding*. O objetivo é estudar o comportamento recente destes fundos no Brasil para verificar qual tem sido a lógica de aplicação de seus recursos no país. A caracterização da forma de atuação tomada por estes fundos em países distintos levamos à percepção de que, a depender de especificidades institucionais internas, em alguns mercados verifica-se uma maior participação dos mesmos no financiamento diretamente de longo prazo, ao passo que em outros essas instituições concentram suas operações com um viés de curto prazo. Seguimos a hipótese teórica de que a atuação destes agentes, para além da regulação à qual estão sujeitos, depende das estruturas de *corporate governance* de seus mercados de origem e dos mercados em que atuam. Para desenvolver estas questões, abordou-se os principais aspectos concernentes à conformação das estruturas de *corporate governance* e ao papel dos fundos de pensão nos mercados de capitais em geral. No caso do Brasil, foi indicado o desenho básico do mercado de capitais doméstico e, no bojo do mesmo, o espaço de atuação dos diferentes tipos agentes e a forma básica de atuação dos fundos de pensão nacionais. Levantamos as principais aplicações dos fundos de pensão brasileiros na década de 90, dando destaque à forma de atuação destes agentes no mercado de capitais doméstico e fazendo, além da análise que agrega os fundos de pensão conjuntamente, um exame comparativo das aplicações da Previ, da Sistel e da Petros. Verificamos que a forma de atuação dos fundos de pensão nacionais não tem ido no sentido de os mesmos trabalharem com horizontes de prazos mais longos e de contribuir com o financiamento dos investimentos. A nossa conclusão é a de que a atuação dos fundos de pensão nacionais na direção de um comportamento de longo prazo demanda participações mais ativas por parte do Setor Público e uma regulação mais direcionadora, além da criação de papéis articulados a uma política pública específica.

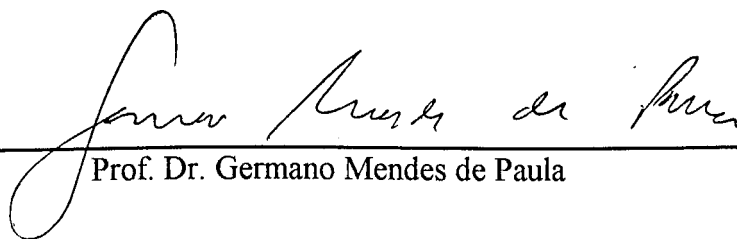
Dissertação defendida e aprovada, em 24 de abril de 2001, pela banca examinadora:



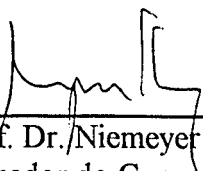
Prof. Dra. Vanessa Petrelli Corrêa
Orientadora



Prof. Dr. Otaviano Canuto dos Santos



Prof. Dr. Germano Mendes de Paula



Prof. Dr. Niemeyer Almeida Filho
Coordenador do Curso de Pós-Graduação

- SUMÁRIO -

SUMÁRIO	vi
LISTA DE TABELAS	ix
LISTA DE QUADROS	x
LISTA DE GRÁFICOS	xi
LISTA DE FIGURAS	xii
INTRODUÇÃO	01
<u>CAPÍTULO I</u>	
CONDICIONANTES DA ATUAÇÃO DOS FUNDOS DE PENSÃO: AS DIFERENTES ESTRUTURAS DE <i>CORPORATE GOVERNANCE</i> E OS DISTINTOS DESENHOS DOS MERCADOS DE CAPITAIS	05
1.1 - Sistemas Referenciais de <i>Corporate Governance</i>	06
1.1.1 – A Classificação a Partir da Forma de Controle	06
1.1.1.1 - Os sistemas de controle interno.....	06
1.1.1.2 - Os sistemas de controle externo.....	07
1.1.2 – A Classificação a Partir da Principal Forma de Alavancagem de Recursos	08
1.1.2.1 - Os mercados de controle via débito.....	08
1.1.2.2 – Os controles de mercado via equity.....	08
1.1.3 – Classificações Intermediárias	09
1.2 – Os Determinantes do Desenho Básico das Estruturas de <i>Corporate Governance</i> e dos Mercados de Capitais: a questão do Padrão de Industrialização	10
1.2.1 – Processo de Industrialização e o Desenvolvimento do Mercado de Capitais nos EUA e na Inglaterra: aspectos fundamentais	12

1.2.2 – <i>O Padrão de Industrialização e a Conformação do Capitalismo Organizado na Alemanha e no Japão: os condicionantes do desenvolvimento do mercado de capitais</i>	21
1.2.3 – <i>Alguns Debates Recentes na Literatura de Corporate Governance e a Questão do “Melhor Modelo”</i>	31
1.3 – A Atuação dos Fundos de Pensão nos Distintos Mercados e os Condicionantes da Institucionalidade Estabelecida	35
1.3.1 – <i>Estrutura de Corporate Governance e a Lógica de Aplicação dos Fundos de Pensão Norte-Americanos e Ingleses</i>	36
1.3.2 – <i>A Lógica de Aplicação dos Fundos de Pensão na Alemanha e no Japão até os Anos 90</i>	40

CAPÍTULO II

DESENHO DO MERCADO DE CAPITAIS E CORPORATE GOVERNANCE: CARACTERÍSTICAS CONSTITUTIVAS E ALGUMAS TENDÊNCIAS DO MERCADO BRASILEIRO	43
--	----

2.1 – As Características Básicas da Estrutura de Financiamento Brasileira	44
2.1.1 – <i>Aspectos Constitutivos da Estrutura de Financiamento Brasileira</i>	44
2.1.2 – <i>A Conformação Inicial do Mercado de Capitais Brasileiro e Seus Limites: o papel dos incentivos fiscais</i>	48
2.2 – Anos 90: a modificações da estrutura de financiamento nacional e o novo desenho do mercado de capitais brasileiro	54
2.2.1 – <i>A Nova Institucionalidade do Sistema Financeiro Nacional</i>	55
2.2.1.1 – <i>A abertura financeira</i>	55
2.2.1.2 – <i>Alterações na estrutura de propriedade do sistema bancário nacional</i>	59
2.2.2 – <i>Modificações no Mercado de Capitais Brasileiro na Década de 90</i>	63
2.2.2.1 – <i>Principais transformações nas estruturas de propriedade e controle das empresas brasileiras</i>	63
2.2.2.2 – <i>O perfil e os principais movimentos do mercado de capitais brasileiro nos anos 90</i>	70
2.3 – Mercado de Capitais Brasileiro e a Questão das Práticas de Governança Corporativa Predominantes no País	75
2.3.1 – <i>Desenvolvimento do Mercado de Capitais e os Condicionantes Estruturais: o debate da governança corporativa</i>	75
2.3.2 – <i>Propostas e Medidas Recentes Visando Desenvolver o Mercado de Capitais Brasileiro: o debate da adoção de “boas práticas” de governança corporativa</i>	81
2.3.2.1 – <i>Do lado do Governo</i>	82
2.3.2.2 – <i>Do lado da Bovespa</i>	85
2.3.3 – <i>O Papel dos Fundos de Pensão Brasileiros na “Melhoria” das Práticas de Governança Corporativa</i>	88

CAPÍTULO III

A FORMA BÁSICA DE ATUAÇÃO DOS FUNDOS DE PENSÃO NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO E O SEU POSSÍVEL PAPEL NO FINANCIAMENTO DE LONGO PRAZO.....	92
3.1– Características Gerais dos Fundos de Pensão Brasileiros.....	93
3.2 – As Principais Aplicações dos Fundos de Pensão Brasileiros na Década de 90.....	97
<i>3.2.1 – O Movimento Conjunto das Aplicações dos Fundos de Pensão Brasileiros.....</i>	<i>103</i>
<i>3.2.2 – A Análise Comparativa das Aplicações da Previ, da Sistel e da Petros nos 90.....</i>	<i>103</i>
3.3 - Algumas Propostas de Participação dos Fundos de Pensão Nacionais no Financiamento do Crescimento Econômico.....	116
CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	125
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	129

- LISTA DE TABELAS -

I.1 – MAIORES ACIONISTAS NAS 200 PRINCIPAIS EMPRESAS LISTADAS EM BOLSA NO REINO UNIDO (1990).....	18
I.2 – PARTICIPAÇÃO DOS CINCO MAIORES ACIONISTAS NAS EMPRESAS NÃO FINANCEIRAS LISTADAS EM BOLSA NOS EUA EM 1984 (EM %).....	18
I.3 – NÚMERO DE EMPRESAS LISTADAS EM BOLSA - 1986.....	20
I.4 – POSIÇÕES ACIONÁRIAS DE MAIS DE 25% EM 171 COMPANHIAS INDUSTRIAIS E COMERCIAIS LISTADAS EM BOLSA NA ALEMANHA OCIDENTAL.....	24
I.5 – CONCENTRAÇÃO DA PROPRIEDADE DAS AÇÕES NO JAPÃO E SUA COMPOSIÇÃO ENTRE DIFERENTES INSTITUIÇÕES.....	24
I.6 – FUNDOS DE PENSÃO: DISTRIBUIÇÃO DE PORTFÓLIO (%).....	40
II.1 – AGÊNCIAS COM CONTROLE ESTRANGEIRO (em %).....	61
II. 2 – NÚMERO DE TRANSAÇÕES DE FUSÕES E AQUISIÇÕES EFETUADAS ENTRE 1992 E 1998, POR SETOR DE ATIVIDADE.....	64
II.3 – PARTICIPAÇÕES ESTRATÉGICAS DE FUNDOS DE PENSÃO NO CAPITAL ORDINÁRIO DE EMPRESAS.....	66
II.4 – BOVESPA – MOVIMENTO DAS EMPRESAS LÍDERES EM VOLUME DE NEGÓCIOS NA MÉDIA DIÁRIA - (R\$ MILHÕES).....	72
II.5 – PARTICIPAÇÃO RELATIVA DO MAIOR ACIONISTA NO TOTAL DE AÇÕES NO BRASIL (%).....	76
II.6 – PARTICIPAÇÃO RELATIVA DO MAIOR ACIONISTA NO TOTAL DE AÇÕES COM DIREITO A VOTO NO BRASIL (%).....	77
II.7 – EVOLUÇÃO DO NÚMERO DE EMPRESAS POR FAIXA DE CONCENTRAÇÃO ACIONÁRIA.....	77
III.1 – ATIVOS DAS EFPP'S NO BRASIL X PIB.....	96
III.2 – EVOLUÇÃO DOS ATIVOS DOS FUNDOS DE PENSÃO COMO PORCENTAGEM DO PIB.....	96

III.3 – PARTICIPAÇÃO DE CADA FUNDO NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO EM RELAÇÃO À PARTICIPAÇÃO DE OUTROS FUNDOS.....	103
III.4 – PREVI: MÉDIA DAS APLICAÇÕES POR TIPOS DE ATIVOS – 1990/99 (%).....	104
III.5 – SISTEL: MÉDIA DAS APLICAÇÕES POR TIPOS DE ATIVOS – 1990/99 (%).....	105
III.6 – PETROS: MÉDIA DAS APLICAÇÕES POR TIPOS DE ATIVOS – 1991/99 (%).....	106
III.7 – DÍVIDA PÚBLICA TRIMESTRAL POR INDEXADOR:1997.....	109
III.8 – DÍVIDA MOBILIÁRIA POR INDEXADOR:1998.....	110
III.9 – FONTES DE CAPITAL PARA OS FUNDOS DE CAPITAL DE RISCO NOS EUA – 1978, 1984 E 1989 (EM %).....	119
III.10 – OS 50 MAIORES ACIONISTAS DO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO.....	121

- LISTA DE QUADROS -

I.1 – SISTEMAS DE CONTROLE INTERNO E EXTERNO.....	07
I.2 – DIREITOS DOS ACIONISTAS NOS EUA E NA INGLATERRA.....	18
I.3. – COMPARAÇÃO INTERNACIONAL DOS FUNDOS DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR: LIMITES MÁXIMOS FIXADOS PARA OS INVESTIMENTOS.....	19
I.4 – EXEMPLOS DE PARTICIPAÇÕES ACIONÁRIAS CRUZADAS NA ALEMANHA - 1999.....	26
I.5 – DIREITOS DOS ACIONISTAS NO JAPÃO E NA ALEMANHA.....	28
I.6 – COMPARAÇÃO INTERNACIONAL DOS FUNDOS DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR: LIMITES MÁXIMOS FIXADOS PARA OS INVESTIMENTOS.....	29

II.1 – ACESSO DOS NÃO-RESIDENTES ÀS MODALIDADES DE INVESTIMENTOS ESTRANGEIROS NO MERCADO FINANCEIRO NO PAÍS.....	58
II.2 – PRIVATIZAÇÕES BRASILEIRAS: PREÇOS MÍNIMOS DAS EMPRESAS PRIVATIZADAS, VALOR DAS AQUISIÇÕES, ÁGIOS PAGOS, % DO CAPITAL LEILOADO E VENCEDORES DOS LEILÕES – 24 OUT/91 A 17 FEV/00.....	67
II.3 – EXIGÊNCIAS PARA PARTICIPAR DO NOVO MERCADO.....	87

- LISTA DE GRÁFICOS -

II.1 – DEPÓSITOS TOTAIS (%).....	61
II.2 – PARTICIPAÇÃO DAS PRIVATIZAÇÕES NAS FUSÕES E AQUISIÇÕES (US\$ MILHÕES E %).....	64
II.3 – IBOVESPA X EUA.....	73
III.1 – FUNDOS DE PENSÃO BRASILEIROS: PRINCIPAIS APLICAÇÕES – 1990/99 (%).....	99
III.2 – FUNDOS DE PENSÃO BRASILEIROS: PRINCIPAIS APLICAÇÕES EM RENDA FIXA E EM RENDA VARIÁVEL: MAIO/97 A NOV/99.....	101
III.3 – ÍNDICE IBOVESPA (EM US\$).....	102
III.4 – PREVI: APLICAÇÕES TRIMESTRAIS POR TIPOS DE ATIVOS – 1990/99 (%).....	112
III.5 – PREVI: APLICAÇÕES EM RENDA FIXA E EM RENDA VARIÁVEL – 1997/98 (%).....	113
III.6 - PREVI: PRINCIPAIS APLICAÇÕES TRIMESTRAIS EM RENDA FIXA – 1990/99 (%).....	113
III.7 – PETROS: PRINCIPAIS APLICAÇÕES TRIMESTRAIS EM RENDA FIXA – 1991/99 (%).....	114

III.8 - SISTEL: PRINCIPAIS APLICAÇÕES TRIMESTRAIS EM RENDA FIXA – 1990/99 (%).....	114
III.9 – PETROS: APLICAÇÕES TRIMESTRAIS POR TIPOS DE ATIVOS – 1991/99 (%).....	115
III.10 – SISTEL: APLICAÇÕES TRIMESTRAIS POR TIPOS DE ATIVOS– 1990/99 (%).....	115

- LISTA DE FIGURAS -

III.1 – UM ESQUEMA PARA FINANCIAMENTO DE LONGO PRAZO DOS INVESTIMENTOS USANDO RECURSOS DOS FUNDOS DE PENSÃO.....	122
--	-----

INTRODUÇÃO

O estudo desenvolvido versa sobre a possibilidade de os fundos de pensão nacionais desempenharem um importante papel no financiamento do investimento, levantando também a necessidade de analisar as mudanças que se têm processado na estrutura de financiamento brasileira nos anos 90. Esta questão tem a ver com o crescimento da relevância dos investidores institucionais, notadamente a partir dos anos 80, período, a partir do qual, em decorrência da problematização dos mercados de crédito internacionais, passa a haver importantes mudanças na forma de alavancagem dos recursos no nível dos mercados financeiros. As captações diretas realizadas por bancos, empresas e Governos cresceram paulatinamente e o sistema bancário passa a não ser mais o centro fulcral do sistema - quer como alavancador, quer como detentor da liquidez -, sendo que os mercados de capitais vêm ocupando espaço crescente frente ao setor bancário.

Estes aspectos são muito importantes para entender as finanças na atualidade, quando se revela a importância cada vez mais enfática de novos atores nos mercados financeiros domésticos e internacionais, dentre os quais merecem destaque os *investidores institucionais*. Isto porque, os investidores institucionais são entidades de direito privado (como os fundos de pensão, as seguradoras e as companhias de investimento) que aglutinam recursos individuais e os aplicam diretamente em diferentes tipos de ativos, residindo nas principais fontes de liquidez da atualidade e, desta forma, em agentes cujas operações têm grande peso e alteram freqüentemente os movimentos dos mercados.

Dentre os investidores institucionais, os fundos de pensão são os mais importantes agentes privados dos mercados internacionais de capitais. Estes destacam-se, de um lado, por serem planos de previdência complementar cujas obrigações são cobertas por ativos reais como títulos, ações, *bonds*, imóveis, etc. e, de outro, pelas expressivas taxas de crescimento experimentadas por eles nos últimos anos.

No âmbito dos movimentos de *desintermediação financeira* e de *ascensão das finanças diretas*, os fundos de pensão passaram a ser parte importante do novo padrão de financiamento em constituição, na medida em que os mesmos detêm grande parcela dos investimentos diretos em Bolsa, são agentes atuantes nos mercados de derivativos e adquirem parte expressiva dos títulos de dívida dos Governos e financiam os mais importantes grupos e bancos não só nos principais mercados dos países centrais, como também nas economias emergentes da Ásia e da América Latina (CHESNAIS, 1996, *apud* RAIMUNDO, 1998).

Além de sua representatividade e grande crescimento nos mercados financeiros, o que se destaca na análise dos fundos de pensão e de seu papel nas finanças atuais são as suas características e forma de atuação nos distintos mercados. Como suas obrigações são de longo prazo, seus desembolsos de alta previsibilidade e ingressos de recursos são constantes, os fundos de pensão acabam por ter atributos que lhes permitem ter um papel diferenciado dentre os demais aplicadores que atuam no mercado, pois eles podem trabalhar com horizontes de prazos de maior previsibilidade em termos de captação e saída de recursos. Mediante estas características operacionais, destaca-se que os investidores institucionais são candidatos ideais a desempenhar um papel chave no financiamento da acumulação de capital, especialmente do lado do *funding*. Advoga-se que estes agentes poderiam contribuir com o financiamento do crescimento econômico, tendo um *o papel de aplicadores de longo prazo*.

No caso de países emergentes, como o Brasil, estas questões ganham uma dimensão especial tendo-se claro tanto o processo em curso de reconfiguração da estrutura de financiamento nacional, quanto o fato de que: a) a única fonte de financiamento de longo prazo existente no país continua circunscrevendo-se ao BNDES e as alterações recentes no sistema bancário doméstico não indicam nenhuma mudança no sentido de levar este setor a interessar-se pelo financiamento de longo prazo e; b) o mercado de capitais brasileiro tem papel pouco relevante no financiamento dos investimentos e os fundos de pensão nacionais têm sob a sua tutela mais de R\$ 140 bilhões que, pelas suas características específicas, poderiam ser direcionados para o financiamento dos investimentos, se estes agentes atuassem do lado do *funding*.

Vários debates envolvem esta última questão. Alega-se constantemente que a abertura financeira e a desregulamentação dos mercados, ajustando-os às “boas práticas de governança corporativa”, atrairiam naturalmente os agentes detentores de capitais. No caso dos fundos de pensão, defende-se que, tendo em vista seu perfil específico, eles poderiam encaminhar-se para os ativos de longo prazo, sendo que a desregulamentação seria desejável para tanto. Neste sentido, o objetivo deste trabalho é estudar o comportamento recente destes fundos para verificar qual tem sido a lógica de aplicação de seus recursos no país.

A caracterização da forma de atuação tomada pelos fundos de pensão em países distintos leva-nos à percepção de que os atributos de aplicadores de longo prazo não garantem que os recursos destas instituições sejam canalizados para aplicação mais estáveis e com prazos mais alongados. A depender de especificidades institucionais internas, em alguns países verifica-se uma maior participação dos fundos de pensão no financiamento de longo prazo, ao passo que em outros, essas instituições concentram suas operações com um viés de curto prazo. Experiências

de países como a Alemanha, os EUA, a Inglaterra e o Japão sugerem que as diferenças na forma de operação dos fundos de pensão estão intimamente relacionadas à questão da regulação de seus mercados. Nossa hipótese é a de que, além da questão da regulação, a forma de atuação dos fundos de pensão nos distintos mercados está condicionada pelas estruturas *corporate governance* dos mercados de capitais em que atuam e pela forma básica de financiamento predominante em cada país, fatores que, por sua vez, dependem da maneira pela qual se processou o Padrão de Industrialização.

Diante deste prognóstico, faz parte dos objetivos deste trabalho a análise das especificidades do mercado de capitais brasileiro, dado que a forma de atuação dos fundos de pensão e o interesse deles em manter alguns tipos de papéis de empresas em seu portfólio estão sujeitos a alguns elementos presentes neste mercado.

A nossa perspectiva é a de que a legislação básica destes mercados tem a ver com estes fatores estruturais. A partir desta questão mais geral, levantamos o fato de que o desenho do mercado de capitais brasileiro restringe a participação de aplicadores alternativos e que a abertura financeira articulada às “novas práticas de governança corporativa” requeridas pelos atores deste mercado nos últimos anos não é suficiente para torná-lo o *locus* da alavancagem de longo prazo. Especificamente no caso dos fundos de pensão nacionais, pretendemos mostrar que a sua participação no mercado de capitais doméstico é limitada pelo próprio desenho deste mercado, sendo que a sua lógica de aplicação não difere da dos demais aplicadores. Cumpre ressaltar que esta perspectiva está presente em alguns trabalhos recentes realizados no âmbito do Núcleo de Desenvolvimento Econômico do IE/ UFU (CORRÊA, 1998; CORRÊA & VIEIRA, 1999; CORRÊA & VIEIRA, 2000) que já levantaram os fatores que condicionam a forma de atuação dos fundos de pensão em determinados países.

Para desenvolver estas questões, o capítulo 1 deste trabalho aborda os principais aspectos concernentes à conformação das estruturas de *corporate governance* e ao papel dos fundos de pensão nos mercados de capitais em geral. Verificamos quais são os dois grandes tipos de sistemas de *corporate governance*, relacionando-os a casos concretos específicos e mostrando como a constituição destes sistemas dependeu do Padrão de Industrialização inerente a cada país em questão. Mostramos também, neste capítulo, que a regulação básica dos mercados destes países e o espaço de atuação dos investidores institucionais nos mesmos dependem destes aspectos: *corporate governance* e padrão de industrialização.

No capítulo 2, reportamo-nos ao caso do Brasil e abordamos as questões relacionadas aos aspectos constitutivos de sua estrutura de *corporate governance*, ao desenho do mercado de capitais nacional e à modificação deste nos anos recentes.

Indicado o desenho básico do mercado de capitais doméstico e o espaço de atuação dos diferentes tipos agentes neste mercado, no capítulo 3 analisamos a forma básica de atuação dos fundos de pensão nacionais. Verificamos as principais aplicações dos fundos de pensão brasileiros na década de 90, dando destaque à forma de atuação destes agentes no mercado de capitais doméstico e fazendo, além da análise que agrega os fundos de pensão conjuntamente, um exame comparativo das aplicações da Previ, da Sistel e da Petros (que são, respectivamente, os três maiores fundos de pensão brasileiros). Terminamos este capítulo levantando algumas propostas de participação dos fundos de pensão nacionais no financiamento do crescimento econômico e enfatizando que a contribuição destas instituições em esquemas desta natureza requer uma regulamentação direcionadora e a implementação de uma política industrial que abarque a sua participação.

CAPÍTULO I

CONDICIONANTES DA ATUAÇÃO DOS FUNDOS DE PENSÃO: AS DIFERENTES ESTRUTURAS DE *CORPORATE GOVERNANCE* E OS DISTINTOS DESENHOS DOS MERCADOS DE CAPITALIS

Este capítulo pretende mostrar que a atuação dos fundos de pensão, para além da regulação à qual estão sujeitos, depende das estruturas predominantes de financiamento, propriedade e controle das firmas. Ou seja, seguimos a hipótese teórica de que a diferença verificada entre a atuação dos fundos de pensão em diversos países não se centra unicamente na questão das distintas legislações presentes nestes últimos. A atuação dos fundos de pensão nos mercados de capitais está condicionada pelas estruturas de "*corporate governance*" de seus mercados de origem e dos mercados em que atuam. Estas estruturas advêm do Padrão de Industrialização dos países em estudo e têm a ver com a conformação e com a amplitude de seus mercados de capitais.

A legislação básica destes mercados, aliás, está ligada a estes fatores estruturais. Não é a legislação dominante que determina o desenho dos mercados, já que estes dependem de condicionantes estruturais. Por outro lado, é lógico que, uma vez estabelecidos o desenho básico destes mercados e a legislação a eles relacionada, esta última acaba por condicionar a continuidade deste desenho, sendo que mudanças de institucionalidade irão exigir mudanças na legislação. De modo resumido, o que queremos destacar é que **a atuação dos investidores institucionais está sujeita às estruturas predominantes de financiamento, propriedade e controle das firmas nos mercados nos quais eles atuam, sendo que a própria regulação está intrinsecamente ligada à lógica desta estruturação** (CORRÊA & VIEIRA, 1999; 2000). A partir desta perspectiva, utilizaremos a literatura que trata da análise de "*corporate governance*" que apreende os aspectos indicados acima, na medida em que trata da questão do controle corporativo e da relação desta questão com as estruturas de financiamento presentes nos países.

1.1 - Sistemas Referenciais de *Corporate Governance*

A literatura especializada que trata do tema, em geral, classifica os mercados de capitais quanto ao seu sistema de *corporate governance* levando em conta a análise de características comuns aos mesmos no que tange aos seus ambientes institucionais. Nesta perspectiva, via de regra, apresentam-se dois grandes tipos de classificações que são referenciais para o entendimento dos reflexos da estrutura de *corporate governace* sobre o desenvolvimento e o desenho dos mercados de capitais e para a compreensão do espaço de atuação dos diferentes tipos de aplicadores (corporações, famílias, investidores institucionais, etc.) nestes mercados.

Em termos destas duas classificações básicas, cumpre destacar que a primeira delas é aquela que é montada a partir da forma pela qual estão organizados o controle e a propriedade das corporações, sendo que a outra classificação leva em conta notadamente o tipo de canal utilizado pelas empresas quando da alavancagem de recursos financeiros. A partir de cada uma destas abordagens, é possível levantar diferentes desenhos de mercados de capitais, sendo que geralmente a literatura detalha especialmente os casos mais "típicos" e extremos. Cabe observar que, entre estes casos mais conhecidos, é possível visualizar uma série de desenhos intermediários os quais, geralmente, não são tratados de modo muito detalhado.

1.1.1 – A Classificação a Partir da Forma de Controle

No que diz respeito à primeira dessas classificações, FRANKS & MAYER (1994, *apud* RABELO, 1998) estabeleceram uma divisão a partir da qual, de um lado, estão os *sistemas de controle interno* e, de outro, estão os *sistemas de controle externo*.

1.1.1.1 - Os sistemas de controle interno

Os sistemas de controle interno são aqueles fundamentalmente dominados por empresas nas quais um pequeno grupo de acionistas é responsável pela maioria das ações. Este grupo detem o controle das companhias e disponibiliza apenas uma pequena parte das ações para negociação no mercado de capitais, o que limita a liquidez e o desenvolvimento deste mercado. Neste sentido, nos mercados em que predomina este tipo de sistema, há um pequeno número de empresas listadas em Bolsa e a intervenção institucional é direta, já que as corporações são os atores mais importantes. Isto porque elas (as corporações) geralmente têm um interesse controlador nas outras empresas em que participam, exercendo-o por meio da grande concentração da propriedade e da incidência de propriedade cruzada entre as empresas. Também como resultado do poder destas grandes corporações, destaca-se a existência de uma fraca

legislação de proteção ao acionista minoritário neste sistema, sendo esta legislação reflexo da estrutura do mercado.

1.1.1.2 - Os sistemas de controle externo

Os sistemas de controle externo apresentam propriedades antagônicas em relação aos de controle interno. Neles, não há a predominância dos grandes acionistas que concentram grande parte das ações das empresas listadas em Bolsa. Pelo contrário, este sistema caracteriza-se, sobretudo, pelo fato de as empresas terem suas estruturas de propriedade e controle diluídas no mercado e pela baixa incidência de propriedade cruzada entre as mesmas. A tônica deste sistema é a forte negociação das ações e a restrição do controle das mesmas por um único grande acionista. Neste sentido, este tipo de configuração demandou a constituição de leis de proteção aos acionistas mais consistentes e contribuiu, sobremaneira, para que houvesse a freqüente negociação dos controles de empresas no mercado, o qual, aliás, é dotado de altíssima liquidez. Uma das evidências que comprovam o grau de desenvolvimento destes mercados é a predominância de uma vasta gama de agentes operando nos mesmos e o grande número de empresas listadas em Bolsa - que se reportam ao mercado não só para suprir as suas necessidades correntes de recursos de longo prazo, mas também de curto¹.

Em suma, estes dois sistemas "típicos" (os de controle interno e externo) apresentam-se como extremos e, a partir deles, pode-se verificar que, dependendo do desenho institucional dominante em cada mercado, apresentam espaços de atuação diferentes para os agentes que neles se inserem. Para aferir melhor esta perspectiva, construímos o Quadro I.1 que compila as principais informações apresentadas acima.

QUADRO I.1
SISTEMAS DE CONTROLE INTERNO E EXTERNO

Sistemas de Controle Externo	Sistemas de Controle Interno
Mercado de capitais com ampla liquidez	Mercado de capitais com baixa liquidez
Estruturas de propriedade e controle diluídas	Estruturas de propriedade e controle concentradas
Pouca propriedade cruzada de ações	Grande propriedade cruzada de ações
Direitos de propriedade e controle freqüentemente negociados	Direitos de propriedade e controle pouco negociados
Leis de proteção aos acionistas minoritários fortes	Fracas leis de proteção aos acionistas minoritários
Grande número de empresas listadas em Bolsa	Pequeno número de empresas listadas em Bolsa
Grande espaço de atuação para diferentes tipos de agentes	Espaço de atuação privilegiado para grandes corporações e grandes bancos

Fonte: Elaboração do autor

¹ Para os conseguir recursos para capital de giro, por exemplo, as empresas, além de poderem contar com o financiamento oriundo dos bancos comerciais, podem ainda captá-los no mercado de capitais lançando títulos de curto prazo, como é o caso dos *commercial papers*.

1.1.2 – A Classificação a Partir da Principal Forma de Alavancagem de Recursos

A segunda classificação do tipo de sistemas de *corporate governance* foi proposta particularmente por DAVIS (1996), que optou por analisar estes sistemas a partir da configuração da alavancagem de recursos dominante e dos impactos desta sobre a forma de monitoramento e controle das empresas. Para tanto, este autor estabeleceu as seguintes classificações: *os controle de mercados via equity e os mercados de controle via débito*.

1.1.2.1 - Os mercados de controle via débito

Os mercados de controle via débito caracterizam-se prioritariamente pelo alto grau de alavancagem das empresas via crédito bancário de longo prazo, o qual estabelece uma relação duradoura destas empresas com os bancos. Os bancos geralmente têm algum tipo de garantia do Estado para fazer o alargamento de prazo e, além do mais, desempenham este papel exigindo parte do lucro de fundador quando da posterior abertura do capital da empresa. Aliás, merece destaque o fato de o banco, além de alavancador, ser ainda um dos controladores da empresa. Podemos perceber, portanto, que predomina nestes mercados o forte relacionamento entre as grandes corporações e poderosos bancos, uma vez que, além de sua posição enquanto credor, o sistema bancário tem participação direta na determinação dos rumos das empresas, pela via da detenção de grande parte das ações que dão direitos a assentos nos Conselhos de Administração das mesmas.

Nos países em que vigoram este sistema, embora estas particularidades tenham fornecido aos bancos um relacionamento de longo prazo com as empresas e facilitado o monitoramento constante destas pelos primeiros, elas arrefeceram o desenvolvimento do mercado de capitais – dado a articulação estreita dos bancos com as grandes corporações e, conseqüentemente, a baixa negociação do controle das empresas neste mercado. Assim, nestes sistemas, os bancos e as grandes corporações dominam o mercado de capitais.

1.1.2.2 – Os controles de mercado via equity

Em contraste com os mercados de controle via débito, nos controles de mercado via *equity* não se configuram relações de longo prazo entre as empresas e o setor bancário, pois este faz apenas a alavancagem de curto prazo, não mantendo a relação direta com a empresa por intermédio do alargamento de prazos. Este alargamento se dá no mercado de capitais e nele a questão da liquidez dos papéis é fundamental. O sistema bancário não mantém relação de prazo mais longo com a empresa e não atua no mercado de capitais, que é o *locus* central da alavancagem definitiva da firma.

Vale dizer, neste sentido, que este sistema é aquele que apresenta as características inerentes ao sistema de controle interno. O que se destaca na ordenação de DAVIS (1996), portanto, é que, para chegar à análise da forma de controle, ele parte da forma de monitoramento das empresas e da maneira pela qual são alavancados os recursos pelas mesmas. Assim, pode-se ainda tomar como atributo deste tipo de mercado: a ampla disposição de informações, a existência de um fluxo constante destas informações para os aplicadores em tempo hábil e, por conseguinte, a exigência de clareza nos balanços das empresas que têm os seus papéis negociados em Bolsa (*disclousure*).

Em termos concretos, cumpre ressaltar que os *sistemas de controle externo e/ou os mercados de controle via equity* vigoram na Inglaterra e nos EUA (sistema anglo-saxão), ao passo que os *sistemas de controle interno e/ou de mercado de controle via débito* predominam no Japão e na Alemanha (sistema nipo-germânico). Estes dois modelos antagônicos são clássicos no que tange a análise das estruturas de governança corporativa e, ainda que estejam atualmente passando por mudanças substanciais, servem de referência analítica para a compreensão das diferenças dos ambientes institucionais de países específicos, nos quais este tipo de análise é requerido.

1.1.3 – *Classificações Intermediárias*

Como observamos, no bojo destas duas classificações básicas (*sistemas de controle externo e/ou os mercados de controle via equity* e *sistemas de controle interno e/ou de mercado de controle via débito*), existem alguns sistemas que podem ser considerados como intermediários e são mais ilustrativos para a compreensão da lógica da organização dos mercados de capitais dos países emergentes (RABELO, 1998). A experiência italiana encaixa-se bem neste sentido, uma vez que se trata de um país em que a industrialização iniciou-se no fim do século XIX, mas seguiu sem bases sólidas até mesmo após a Segunda Guerra Mundial (BARCA, 1997). Especificamente no que tange às estruturas societárias das empresas, embora o processo de privatizações iniciado em 1992 tenha revertido parcialmente este desenho, ressalta-se historicamente no mercado italiano a presença de um grande número de empresas de controle familiar, de empresas estatais e de grupos piramidais nos quais várias empresas são controladas por um mesmo investidor.

É importante colocar também, no caso da Itália, as deficiências das leis de proteção aos acionistas minoritários, que permitem que o controlador dos grupos piramidais concentre o poder decisório sem que os acionistas minoritários possam exercer o seu direito de voto e, desta forma, possibilitam, ao empresário devidamente posicionado no topo da pirâmide, obter o controle de

várias outras empresas com montantes de recursos próprios relativamente pequenos (BARCA, 1997). A junção destes fatores levou a que houvesse baixa liquidez no mercado de capitais e restringiu o número de empresas listadas em Bolsa, o que contribuiu para obstaculizar o desenvolvimento do mercado de capitais e para limitar o espaço para aplicadores alternativos (para os fundos de pensão, por exemplo).

Podemos perceber que este tipo de sistema trabalha com algumas especificidades que são o corolário dos *sistemas de controle interno e/ou de mercado de controle via débito*. Entretanto, a despeito dessas semelhanças, uma importante observação a ser feita é a de que, ao contrário do que se verifica nos *sistemas de controle interno e/ou de mercado de controle via débito*, os bancos italianos têm pouco envolvimento com as empresas não financeiras e não possuem participação acionária nas mesmas².

O que queremos mostrar com o destaque deste último sistema de governança corporativa é o fato de que podem existir vários outros desenhos institucionais para o mercado de capitais. Resta enfatizar, portanto, quais os principais elementos que determinam estas distinções, inclusive para indicar que não há um “desenho natural” que todos os mercados devem adotar. Na verdade, não há um “bom desenho” de mercado, uma “boa prática de governança corporativa” ou uma “institucionalidade ótima”. Estas questões são condicionadas por uma série de fatores que podem mudar ao longo do tempo.

1.2 – Os Determinantes do Desenho Básico das Estruturas de *Corporate Governance* e dos Mercados de Capitais: a questão do Padrão de Industrialização

Alguns autores defendem que as distinções na configuração dos mercados de capitais e nos sistemas de *corporate governance* de cada país são determinadas principalmente pelas diferenças em suas legislações. Diante deste prognóstico, uma das formas que os aplicadores teriam para auferir maior inserção na tomada de decisões das empresas em que participam e defenderem-se das limitações inerentes ao sistema legal do país seria a detenção de participações majoritárias nestas empresas. Ou seja, quando a organização do mercado de capitais do país não garante aos aplicadores uma boa proteção quanto ao retorno de suas aplicações, uma estrutura de

² De acordo com BARCA (1997), à exceção do Mediobanca, a introdução de uma Lei em 1936 consolidou a separação entre o setor bancário e as indústrias italianas.

propriedade e controle corporativo concentrada seria a resposta do mercado a esta institucionalidade.

Esta é a hipótese defendida, por exemplo, por LA PORTA *et al.* (1998). Este autor trabalhou com dados de 49 países e encontrou evidências que sugerem que a concentração da propriedade das empresas domésticas é negativamente relacionada com a proteção aos acionistas. A hipótese é a de que estruturas de propriedade e controle dispersas são mais comuns em países que gozam de fortes e “eficientes” aparatos de proteção aos acionistas, sendo que o inverso é verdadeiro. Esta seria, portanto, a lógica de causalidade para cada desenho institucional estabelecido.

Entretanto, para além da questão institucional, a nossa hipótese é a de que a determinação do desenho inicial dos mercados de capitais e das estruturas de propriedade e controle dominantes em cada país deve ser buscada nas especificidades inerentes ao seu Padrão de Industrialização (CORRÊA, 1996). Este padrão tem relações estreitas com o nível de acumulação e centralização de capitais de cada país em questão, no momento em que se efetivou a industrialização, bem como com a maneira pela qual os respectivos Estados conduziram este processo (ALMEIDA FILHO, 1994).

Para esclarecermos esta perspectiva, levantaremos brevemente os principais aspectos referentes aos Padrões de Industrialização do Reino Unido, dos EUA, da Alemanha e do Japão, mostrando que estes aspectos influenciaram o desenho de seus mercados de capitais. Antes de tudo, é preciso deixar claro que a abordagem pormenorizada destes aspectos não é o fulcro deste trabalho, sendo que levantaremos especialmente alguns dos fatores capazes de mostrar a influência dos mesmos sobre o desenho básico do mercado de capitais de cada um destes países.

De outro lado, cabe sublinhar que consideramos também o fato de que estes mercados de capitais e suas características básicas vão mudando ao longo do tempo e que, desta forma, estão em curso importantes mudanças na institucionalidade dos mesmos (particularmente nos casos alemão e japonês), sobretudo no que tange à legislação, às estruturas de propriedade e controle das corporações e à sua regulamentação. Contudo, como já indicamos, quando abordarmos as peculiaridades do Padrão de Industrialização de cada país, nosso intuito será aferir minimamente os principais elementos constitutivos de seu mercado de capitais, os rebatimentos do desenho constituído sobre o grau de desenvolvimento deste mercado e, por conseguinte, sobre o espaço de atuação dos fundos de pensão no mesmo.

Tendo isto como pano de fundo, analisaremos primeiro as experiências dos países anglo-saxões, que são países em que predominam a estrutura de governança corporativa classificada como sendo de *controle de mercados via equity/sistema de controle externo*, para, em seguida,

remetermo-nos aos países de *sistemas de controle interno e/ou de mercado de controle via débito*, cujos exemplos mais enfáticos são o japonês e o alemão.

1.2.1 – O Processo de Industrialização e o Desenvolvimento do Mercado de Capitais nos EUA e na Inglaterra: aspectos fundamentais

Sendo a primeira nação a industrializar-se, a Inglaterra despendeu esforços distintos relativamente aos daqueles países que começaram depois o seu desenvolvimento industrial. A industrialização inglesa originou-se ao tempo em que as plantas produtivas mínimas exigidas na instalação das primeiras indústrias ainda eram pequenas, a tecnologia utilizada era simples e acessível e as formas de organização eram predominantemente familiares. Desta forma, os primeiros investimentos puderam ser realizados a partir de recursos provenientes do re-investimento dos próprios lucros e/ou através do crédito corrente concedido por bancos comerciais, até porque o porte das plantas era reduzido e os recursos demandados não envolviam grandes magnitudes (BARBOSA, 1985).

Estes movimentos estiveram relacionados à dinâmica do processo de industrialização da “primeira onda” industrializante verificada originalmente na Inglaterra, calcada nas atitudes individuais e enfatizadas sob a égide das forças de mercado. O surgimento e a generalização da grande indústria processaram-se através da ação privada de capitalistas individuais, sem planejamento governamental direcionador e, portanto, sem grandes intervenções do Estado na economia.

Mediante estas questões, o papel do Estado inglês na determinação do financiamento do crescimento econômico foi pouco expressivo se comparado aos países que iniciaram depois os seus processos de industrialização e, embora tenha havido mudanças nas estruturas financeira e organizacional das grandes empresas, o processo seguiu o curso de determinação dado pelo mercado. Este, a partir do processo da acumulação primitiva centralizada no período do capitalismo comercial, encarregou-se de providenciar os mecanismos organizacionais e financeiros para levar a cabo a industrialização (BARBOSA, 1985).

Esta esquematização peculiar à etapa inicial da **industrialização originária** perdurou até o início da construção das estradas de ferro, a qual teve significativo impacto sobre a economia inglesa. Tal construção, além de constituir as maiores companhias na Inglaterra no século XIX, do lado organizacional e administrativo, levou ao abalo das estruturas de propriedade e controle das empresas inglesas. Paulatinamente, as companhias abertas (Sociedades Anônimas) foram sobrepondo-se às de estrutura familiar, levando à profissionalização da administração e à dispersão da propriedade das corporações. Por seu turno, estas mudanças nas estruturas de

propriedade e controle das empresas estão diretamente relacionadas às alterações na forma de alavancagem de recursos. O fato é que o vulto dos negócios e a nova demanda de capital concentrado oriunda das estradas de ferro promoveram fortes alterações no Sistema Financeiro Inglês, desenvolvendo novos instrumentos financeiros e colocando as formas de alavancagem de recursos para investimento cada vez mais na dependência da existência de um mercado de capitais para o alargamento de prazos em detrimento do sistema de crédito bancário (CHANDLER, 1990).

Graças à importância genética dos capitais individuais para a economia inglesa, à centralização de capitais já existente e à formação de grupos que passaram a comprar e vender grandes lotes de ações, foi possível que o mercado de ações se desenvolvesse sem a necessidade de atuação direta do Estado. Ademais, ressalta-se que, ainda que seja patente a importância do sistema bancário na alavancagem inicial de recursos às empresas³, estas últimas puderam seguir o seu curso sem grandes envolvimento dos bancos no que se refere aos rumos tomados pelas mesmas, já que não tinham uma relação mais duradoura estas instituições financeiras. Dito de outro modo, os bancos não efetivavam operações de crédito de longo prazo para a indústria e não havia uma relação banco/indústria específica na Inglaterra, tendo em vista que os bancos deste país não se envolviam maciçamente no processo de abertura de capitais das empresas não financeiras e, neste sentido, não se tornavam controladores destas últimas.

Sem o comprometimento efetivo dos bancos no alargamento de prazos, as empresas dependiam da grande liquidez do mercado de capitais para colocar os seus papéis. Isto foi possível, sobretudo, porque os capitais já centralizados atuaram desde cedo nestes mercados a partir de uma lógica de diversificação de ativos e de diluição do controle de propriedade, fatores que também cooperaram para o desenvolvimento do mercado de ações. A junção destes elementos abriu espaço para a existência e atuação de uma miríade de diferentes aplicadores no mercado (dentre os quais, os fundos de pensão) e concorreu significativamente para que as empresas tivessem a forma de controle indireto, isto é, via mercado de capitais, como sendo a principal forma de monitoramento dos seus proprietários com relação à sua administração.

Na verdade, o que se pretende com estas observações é destacar que o processo de industrialização inglês realizou-se mediante determinadas peculiaridades associadas a dois fatores: ao momento histórico em que ele se processou e às condições internas da acumulação. A questão do próprio Padrão de Financiamento e de seu desenho institucional está articulada a esta perspectiva (CORRÊA, 1996). Nos países em que a industrialização ocorreu depois da inglesa

³ O *finance* nos termos de KEYNES (1971).

(países de industrialização atrasada como os EUA, a Alemanha e o Japão), ela teve que se completar a partir de um “salto industrializante⁴” que exigiu arranjos financeiros e acordos específicos - tanto do setor público, quanto do setor privado. Isto porque o momento histórico/econômico da implantação da grande indústria nos países de industrialização atrasada é distinto e as condições internas a partir das quais eles se processam também são. A despeito de os países terem industrializado-se em um período em que não tiveram que enfrentar barreiras tecnológicas ao processo de industrialização⁵, existiam fortes limites financeiros relacionados à centralização dos capitais necessários ao salto industrializante. Some-se a isso o fato de que, a partir do advento da II Revolução Industrial, as plantas produtivas mínimas nos setores estratégicos e alavancadores do crescimento passaram a ser de grande porte e a industrialização passou a demandar capitais de grandes magnitudes. Ou seja, o momento da industrialização afetou as condições a partir das quais esta se engendrou, de forma que os países que se industrializaram após a Inglaterra passaram a enfrentar requerimentos financeiros mais complexos, exigindo, para tanto, um compromisso mais efetivo por parte do Estado.

ZYSMAN (1983) coloca ainda que, além destes elementos, a forma pela qual o processo de industrialização efetivou-se em cada país esteve sujeita a fatores como: (i) o papel das coalizões internas e externas; (ii) os conflitos de interesses entre os distintos grupos existentes; (iii) o tipo do Sistema Financeiro doméstico; e (iv) a capacidade de intervenção do Estado na economia (seja esta dada pelo aparato político e institucional disponível, seja pelo poder de influência do Estado sobre os vários ramos econômicos do país). Estes fatores, de maneira direta ou indireta, incidiram sobre o processo de industrialização e condicionaram a forma pela qual o mesmo se realizou em cada país, a forma de alavancagem do financiamento de longo prazo, bem como o grau de intervenção do Estado na economia.

Conforme ressalta CORRÊA (1996), não se quer denotar aqui que a forma institucional concreta das estruturas de financiamento dos países que passaram pelo mesmo Padrão de Industrialização seja a mesma. O interessante é observar que a forte atuação do Estado na centralização de capitais e no campo dos investimentos reflete o atraso relativo destes países frente à Inglaterra – país de industrialização originária.

O caso dos EUA deve ser considerado com certa qualidade neste sentido. Com a implementação de políticas protecionistas e de leis favoráveis à criação/desenvolvimento de

⁴ O salto industrializante se refere ao fato de que a industrialização de um determinado país demandou a efetivação de vários investimentos (muitos deles simultâneos), sem os quais alguns setores estratégicos não poderiam ser constituídos, podendo haver pontos de estrangulamento que obstruíssem o avanço do referido processo.

⁵ A tecnologia, embora não fosse dominada por outros países, era disponível através da compra de máquinas e equipamentos ingleses (BARBOSA, 1985).

empresas, o Estado apoiou diretamente a ascensão das manufaturas. No entanto, é preciso ter em mente que a forte acumulação primitiva, advinda essencialmente do comércio e da formação de grandes companhias centralizadoras de capital, determinou condições de acumulação superiores às verificadas nos demais países de industrialização atrasada. Isto porque a centralização de capitais em alguns grupos neste país já se verificava desde o início do processo de industrialização, o que permitiu que o salto industrializante se desse com menor participação do Estado e que este tivesse um padrão de intervenção na economia e nos negócios relativamente menor, se comparado a outros países de industrialização atrasada como a Alemanha e o Japão (BARBOSA, 1985).

Nesta perspectiva, o Estado norte-americano atuou basicamente nos investimentos em infra-estrutura por intermédio de Bancos de Investimentos, mas não no financiamento à indústria, haja vista que a centralização de capitais já existente permitiu a consolidação de um arranjo financeiro semelhante ao inglês, sem que o Estado tivesse que atuar neste sentido. Ademais, a sua atuação na conformação do desenho do mercado de capitais ou mesmo dos Bancos de Investimentos não foi necessária para estimular a centralização de capitais que já se desenvolvera na “etapa do capitalismo concorrencial”.

Assim, as empresas norte-americanas lograram maior autonomia na tomada de decisões, uma vez que, além da menor intervenção do Governo na economia, alguns atributos específicos à relação público-privado deste país garantiram a restrição quanto às interferências de credores (grandes bancos) em companhias não financeiras. Conforme ressalta ZYSMAN (1983) ao se reportar ao caso específico dos EUA, a própria Constituição norte-americana foi estruturada para limitar e não para acentuar o poder do executivo. A estrutura de poder, por sua vez, é descentralizada e organizada por intermédio de uma rede de agências freqüentemente influenciada por grupos de interesses particulares. Quanto à influência de grandes credores em outros ramos que não o financeiro (sistema *bank-oriented*), vale dar destaque especial ao fato de que havia sérias limitações legais à participação acionária do setor bancário em empresas não financeiras (ZYSMAN, 1983; SHLEIFER & VISHNY, 1997; CHANDLER, 1990; PROWSE, 1992).

O resultado deste conjunto de relações foi a consolidação de uma estrutura em que o Estado e os bancos constam de relativa e limitada capacidade de intervenção nas empresas dos EUA, de forma que as mesmas puderam tomar decisões sem grandes interferências externas. Ademais, o papel do Governo nesta ordenação dever ser relativizado: suas principais atribuições circunscrevem-se ao controle das estruturas de mercado e em providenciar algumas limitadas

assistências aos trabalhadores prejudicados com as mudanças empreendidas pelas empresas (ZYSMAN,1983).

No que tange aos mecanismos de financiamento, é lícito enfatizar que, no início do processo de industrialização, os grandes Bancos de Investimento foram muito importantes para a base infra-estrutural da economia norte-americana. Além de constituírem-se na principal fonte de recursos de longo prazo, eles destacaram-se, sobretudo, canalizando recursos da Europa para as empresas locais (CHANDLER, 1990). De outra parte, provavelmente pelas restrições legais impostas à participação acionária do setor bancário nos outros ramos da economia⁶, após a implementação das estradas de ferro, o mercado de capitais ganhou força. Como ocorrera na Inglaterra, a implementação das ferrovias foi de suma importância para a emergência de novas formas de administração, de novas estruturas de controle corporativo⁷, bem como de novas estruturas de financiamento (dado o desenvolvimento do mercado de capitais doméstico). Como bem coloca CHANDLER (1990: 57/58):

"Besides being the first businesses to be administered through extensive hierarchies and the first to compete in a modern oligopolistic manner, the railroads were the first enterprises to be funded by modern financial institutions. The unprecedented capital requirements for constructing the American railroad network led to the centralizing and institutionalizing of the nation's money market in New York City. In volume of transactions and complexity of operations the New York money market quickly became second to that of London. From the 1850s to the late 1890s the institutions and instruments of finance on Wall Street were used almost exclusively to finance the railroads. In fact, nearly all the instruments and techniques of modern finance in the United States were perfect in order to fund the construction of railroads and facilitate their growth through merger and acquisition". (grifo nosso)

Daí, percebe-se que o mercado de capitais desenvolveu-se para dar suporte financeiro às empresas que precisavam alavancar recursos e diluir riscos inerentes àquelas que só poderiam existir se fossem constituídas enquanto Sociedades Anônimas (S.A.) ou como empresas estatais dado que, dificilmente existiriam capitalistas individuais capazes de suportar os requerimentos específicos aos negócios deste porte. Isto porque as grandes empresas resultantes da II Revolução Industrial já precisavam nascer com grande porte e, diante deste prognóstico, o acesso deste tipo de negócios ao capital privado foi propiciado pelo esquema de diluição de riscos implícito no mercado de capitais. Estas empresas de grande porte deveriam ser, portanto, S.A. e foram elas que contribuíram inicialmente para o grande dinamismo do mercado de capitais.

⁶ Embora esses bancos tenham tido representantes nos Conselhos de Administração das empresas, ao contrário do que ocorreu na Alemanha, raramente eles participaram do dia-dia do processo decisório nas mesmas (CHANDLER, 1990).

⁷ Na verdade, conforme destaca CHANDLER (1990), essas companhias nos EUA foram pioneiras na constituição dessas formas de organização e de administração, haja vista que as companhias inglesas tiveram que enviar os seus *managers* àquele país para aprender essas novas técnicas.

Deste modo, merece destaque o fato de que, assim como na Inglaterra, estabeleceu-se nos EUA um arranjo financeiro a partir do qual não se configurou forte relação banco-indústria, sendo que o sistema bancário não alargava o prazo de seus empréstimos (*finance* via alavancagem de curto prazo). A parte de transformação para dívidas de longo prazo (*funding*) processou-se essencialmente no mercado de capitais, estabelecendo-se um sistema de alavancagem em que este mercado é fundamental. Note-se que a não participação do sistema bancário na abertura de capital só foi possível graças à prévia existência de grandes grupos econômicos ou de investidores institucionais capazes de comprar e vender grandes lotes de ações. Ou seja, isto só foi possível graças à existência prévia de centralização de capitais, sendo que o sistema bancário não precisou atuar nestes mercados para organizar grandes grupos, pois eles já existiam.

Na medida em que o sistema bancário não organizava a abertura de capital nem a negociação das ações, a questão da liquidez do mercado já era essencial. Aliás, a própria legislação que rege o mercado de capitais dos EUA e da Inglaterra processou-se para garantir isto. A forte proteção ao acionista estimulou a grande diversificação de atores neste mercado e contribuiu para a constituição de um mercado secundário altamente desenvolvido e com permanência freqüente de uma ampla liquidez, o que facilitou também a negociação dos títulos, securities e ações lançados pelas empresas no mercado.

Nesta perspectiva, percebe-se que, paulatinamente, as economias inglesa e norte-americana foram apresentando várias características institucionais em comum no tocante ao mercado de capitais. Os dados compilados nas Tabelas I.1 e I.2 mostram, por exemplo, que a diluição da propriedade e do controle das empresas tornou-se regra no mercado, sendo que isto permanece até a atualidade. Das 200 principais empresas listadas em Bolsa no Reino Unido, em 1990, apenas 6% possuíam um acionista que detinha mais de 50% das ações disponíveis no mercado e em 67% delas, os acionistas possuíam menos de 10% das ações (Tabela I.1). Nos EUA, de forma análoga à Inglaterra, em 1984 a participação média dos cinco maiores acionistas nas empresas não financeiras era de 25,5%, sendo que a mínima era de 1,3% e a máxima de 87,1% (Tabela I.2).

De outra parte, há de se convir, que uma vez que havia dispersão da propriedade e do controle das corporações e a presença de um grande número de agentes operando no mercado de capitais com participação minoritária nas empresas, a existência de um aparato legal que visasse a garantia de retorno dos investimentos foi fundamental. Acrescente-se a isso o fato de que, não havendo uma relação duradoura entre os bancos e a indústria, a legislação constituída deveria garantir a máxima possibilidade de negociação das ações. Assim, o aparato regulatório de

proteção aos acionistas forte e eficiente acabou por fortalecer uma característica muito importante dos mercados de capitais anglo-saxões: a liquidez.

TABELA I.1
MAIORES ACIONISTAS NAS 200 PRINCIPAIS EMPRESAS LISTADAS EM BOLSA NO REINO UNIDO (1990)

Maior Acionista	Percentual de Empresas
0-3%	6%
3-5%	30%
5-10%	31%
10-15%	10%
15-20%	4%
20-25%	3%
25-50%	10%
>50%	6%

Fonte: FRANKS & MAYER (1994), *apud* RABELO (1998).

TABELA I.2
PARTICIPAÇÃO DOS CINCO MAIORES ACIONISTAS NAS EMPRESAS NÃO FINANCEIRAS LISTADAS EM BOLSA NOS EUA EM 1984 (EM %)

Média	25,5
Desvio Padrão	16,0
Mínimo	1,3
Máximo	87,1

Fonte: Elaborado a partir de dados de PROWSE (1992)

O Quadro I.2 apresenta o detalhamento das leis de proteção aos acionistas na Inglaterra e nos EUA. A partir dele podemos ver que nos EUA e no Reino Unido, os minoritários possuem mecanismos legais que os protegem contra opressões dos controladores (*no oppressed minority*), que podem incluir os direitos de desafiar as decisões contrárias tomadas pela administração ou o direito de obrigar a companhia a recomprar as ações dos minoritários que são reticentes a estas decisões (direito de recesso). Contribui para tanto, o fato de que para convocar uma Assembléia Geral de Acionistas é necessário que os minoritários interessados reúnam conjuntamente apenas 1% do total de ações da empresa em que participam.

QUADRO I.2
DIREITOS DOS ACIONISTAS NOS EUA E NA INGLATERRA

Indicadores	EUA	Inglaterra
• Uma-ação-um-voto	Não	Não
• Procuração por correio	Sim	Sim
• Direito de Recesso	Sim	Sim
• Ações bloqueadas antes da Assembléia	Não	Não
• Voto cumulativo ou representação proporcional	Sim	Não
• Minoria oprimida	Não	Não
• % do capital social para convocação de Assembléia	0,01	0,01

Fonte: LA PORTA *et al.*, 1998.

De outro lado, embora não vigore na Inglaterra, nos EUA presencia-se a cumulatividade dos votos dos acionistas minoritários (*cumulative voting/proportional representation*), fato que auxilia os minoritários quando estes tentam obter mais poder frente aos controladores e com isso, garantir o cumprimento de seus interesses. Percebe-se ainda que este aparato legal garante aos

minoritários o direito de votar por procuração. Tendo em vista a dispersão da propriedade das empresas, isto é de grande valia, na medida em que, além de diminuir os custos inerentes ao exercício do direito de voto, garante que o acionista participante do capital de várias companhias exerça este direito, mesmo quando coincide o dia de realização das Assembléias de Acionistas das mesmas⁸.

A mesma relação acerca da constituição das leis de proteção aos acionistas pode ser feita para que se compreenda a particularidade da regulamentação da participação dos investidores institucionais nos mercados inglês e norte-americano, bem como o espaço de atuação destes investidores no bojo destes mercados. O fato é que, nos países anglo-saxões (especialmente nos EUA), os investidores institucionais foram, desde o início, fundamentais para o crescimento e para o desenvolvimento do mercado de capitais.

Diante disso, particularmente no que se refere aos fundos de pensão, devemos dar destaque especial ao fato de que, além dos próprios atributos inerentes aos mercados de *controle externo/mercados de controle via equity*, eles não encontraram praticamente nenhuma restrição em termos regulatórios para gerir os seus ativos. O Quadro I.3 deixa evidente que as únicas imposições que recaem sobre os administradores dos recursos dos fundos de pensão ingleses e norte-americanos circunscrevem-se às limitações aos empréstimos à empresa patrocinadora (no máximo 10% nos EUA e 5% na Inglaterra) e à exigência de que eles apliquem os recursos reduzindo ao máximo os riscos, diversificando as aplicações no sentido de evitar perdas e danos aos fundos de pensão – *prudent man rule* (FREITAS, 1998; RAIMUNDO, 1997).

QUADRO I.3

COMPARAÇÃO INTERNACIONAL DOS FUNDOS DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR: LIMITES MÁXIMOS FIXADOS PARA OS INVESTIMENTOS

	Investimentos em Ações	Investimentos em Imóveis	Investimentos em Títulos Públicos	Empréstimos e Financiamentos a Patrocinadora	Investimentos em Ativos Estrangeiros
EUA	Não há limite definido	Não há limite definido	Não há limite definido	10%	Não há limite definido
Reino Unido	Não há limite definido	Não há limite definido	Não há limite definido	5%	Não há limite definido

Fonte: FREITAS, 1998, pp. 28.

Em suma, verifica-se a existência de certas características comuns à Inglaterra e aos EUA quanto à conformação de seus mercados de capitais e ao aparato regulatório dos mesmos. Isto tudo concorreu para a existência de um forte e líquido mercado de capitais e estimulou as empresas a autonomizarem-se em relação ao Governo e aos bancos. O mercado de capitais é o centro da alavancagem de recursos de longo prazo e comporta a permanência constante de um significativo número de empresas que se reportam ao mercado para alavancar seus recursos. Conforme podemos ver na Tabela I.3, os EUA possuíam 6.000 empresas listadas em Bolsa em

⁸ Veremos na próxima seção que a restrição neste item causa grandes constrangimentos aos minoritários no Japão.

1986 e o Reino Unido 2.500, números extremamente superiores aos verificados no Japão (1.500 empresas) e, enfaticamente, na Alemanha (450 empresas).

TABELA I.3
NÚMERO DE EMPRESAS LISTADAS EM BOLSA - 1986

ALEMANHA	JAPÃO	REINO UNIDO	EUA
450	1.500	2.500	6.000

Fonte: FRANKS, & MAYER (1994), *apud* RABELO (1998).

Como enfatizamos, os EUA e a Inglaterra são os exemplos mais emblemáticos de países de sistemas de controle externo/mercados de controle via equity. Por outro lado, as similaridades institucionais dessas economias fazem com que as instituições e os agentes (individualmente ou em conjunto, se forem participantes de um fundo de pensão ou de um fundo de investimento) tenham mais espaço para direcionar os seus recursos à aquisição de ativos no mercado de capitais.

No que toca especificamente ao papel dos fundos de pensão nestes mercados de capitais, observa-se que o seu grande poder financeiro aliado às características destes mercados determinaram que estes fundos possuíssem “*um papel de destaque neste sistema, tanto diretamente quanto por meio dos diretores não executivos, complementando a função disciplinadora das aquisições e avaliando as propostas de aquisições, quando estas surgem*” (RABELO, 1998: 40). Veremos na próxima seção que no Japão e na Alemanha esta possibilidade está sujeita a significantes limites institucionais. Na verdade, o que se deve ter em mente aqui é que nos países em que se estabeleceram sistemas de *controle de mercados via equity/sistema de controle externo*, o mercado de capitais é extremamente líquido e dinâmico, sendo que o espaço de atuação dos fundos de pensão não é obstruído. Este desenho de mercado, no entanto, não necessariamente é “ótimo” do ponto de vista da alavancagem dos recursos.

A literatura específica concernente à governança corporativa tem apresentado, nas últimas décadas, vários debates que ilustram a problemática envolvida neste tipo de desenho. Nos anos 80, por exemplo, apresentava-se o perfil cada vez mais *curto-razista* dos participantes dos mercados dos países anglo-saxões (sobretudo o norte-americano) e, posteriormente, levantou-se a questão da relação entre os acionistas e os grupos gestores (destacando-se a problemática dos *takeovers* hostis). É neste sentido que abordamos estas questões defendendo que o desenho de mercado menos regulado não é o desenho “natural”, tampouco o “bom modelo”. A análise dos debates recentes desenvolvidos no âmbito desta própria literatura espelha-nos esta questão. Estas questões serão retomadas no item 1.2.3 para sublinhar que, em vários momentos, o *sistema de controle externo/mercados de controle via equity* era visto como um desenho de mercado problemático e, de outro lado, as estruturas de financiamento constituídas nos países de “capitalismo organizado” eram tomadas como sendo superiores. Antes

de indicarmos estes debates e para melhor compreensão dos mesmos, passaremos a seguir à análise dos sistemas de governança corporativa presentes no Japão e na Alemanha.

1.2.2 – O Padrão de Industrialização e a Conformação do Capitalismo Organizado na Alemanha e no Japão: os condicionantes do desenvolvimento do mercado de capitais

Embora a intervenção do Estado tenha sido patente nos negócios na Alemanha até o fim do Nazismo, no pós-guerra as adaptações e os ajustes na economia foram capitaneados principalmente pelos grandes grupos privados nacionais (CHANDLER, 1990). Com relação ao Japão, pode-se inferir que, dos países analisados aqui, este foi o em que a intervenção do Estado deu-se de forma mais efetiva (ZYSMAN, 1983).

Em comum, estes dois países têm o apoio do Estado à formação de poderosos conglomerados com grande poder de barganha no mercado internacional e a suas contribuições diretas e indiretas na conformação da estrutura de financiamento interna. Isto favoreceu a forte relação dos grandes bancos e as indústrias locais, concorreu para a constituição dos grandes conglomerados e instituiu uma qualitativa organização ao sistema capitalista em ambas as economias (sistema *bank-oriented*) (CHANDLER, 1990; ZYSMAN, 1983).

Observa-se, desta forma, que a participação do Estado nos processos de industrialização alemão e japonês foi muito relevante, estando relacionada ao fato de que os níveis de acumulação e de centralização de capitais nestes países encontravam-se relativamente atrasados quando do processo de industrialização. No caso específico da Alemanha, dado as exigências do mercado, embora não tenha conduzido ele mesmo as mudanças e adaptações, o Estado posicionou-se de forma a impelir a busca de competitividade por parte das empresas e o seu respectivo fortalecimento nos mercados interno e externo (ZYSMAN, 1983; CHANDLER, 1990). Diante disso, por intermédio de uma regulação que permitia ao setor bancário a participação acionária ilimitada em outros ramos da economia, o Setor Público favoreceu a forte atuação dos Bancos de Investimento, que alavancaram recursos de longo prazo para a indústria e atuaram diretamente no mercado de capitais a fim de estimular a formação das grandes corporações locais (HILFERDING, 1985). Aliás, foi sob a tutela destas últimas e da forte relação banco-indústria que a alocação dos recursos e as mais importantes decisões foram tomadas neste país, sendo que a alavancagem inicial era feita via crédito, só que numa relação mais duradoura: de longo prazo.

No Japão, a despeito de os órgãos públicos terem sido o centro da rede de organização e influência do Governo na indústria e no setor bancário, as instituições privadas foram parte integrante deste esquema (MAGAZINER & HOUT, 1981). Ou seja, junto aos órgãos

governamentais, o relacionamento mais estreito e sincronizado entre os setores público e privado foi intermediado por uma série de instituições privadas.

Estas atuaram decisivamente (ao lado das empresas e dos órgãos públicos) na assistência a pesquisas no bojo das iniciativas políticas, no apoio à implementação dessas últimas, na concessão de recursos para as empresas, etc. Isto pode ser notado principalmente quando se leva em conta que estas instituições operavam particularmente sob a governança de três outras - mais bem inseridas e organizadas politicamente e, portanto, mais bem equipadas para conseguir impor os seus objetivos junto ao Governo e junto às empresas (MAGAZINER & HOUT, 1981):

- (i) as *Business Management Associations*, que se caracterizavam, sobretudo, pela sua reconhecida capacidade de persuasão nas políticas governamentais;
- (ii) as *Industry Associations*, as quais eram conectadas aos setores individuais e mantinham um estreito relacionamento com MITI (Ministério da Indústria e Comércio Exterior do Japão). Sua importância estava notoriamente nestes laços estreitos com o MITI e, por conseguinte, no auxílio à implementação das políticas adotadas por esse órgão. As Leis Antimonopólio, por sua vez, permitiam ao MITI autorizar e supervisionar os cartéis que operavam por meio dessas associações;
- (iii) por fim, os *City Banks*, dentre os quais os treze maiores detinham um quarto de todos os empréstimos e descontos feitos pelas instituições financeiras públicas e privadas no Japão, tendo as grandes corporações como seus maiores credores. Este relacionamento financeiro aliado à efetiva participação acionária nas empresas (tal qual ocorre na Alemanha, os bancos podem deter participações acionárias em outros ramos que não os financeiros) fez com que os bancos tivessem grande poder de influência sobre as corporações japonesas.

Podemos perceber que é patente o papel desempenhado pelas instituições privadas no contexto da política industrial japonesa. No que tange particularmente aos órgãos públicos, dois deles merecem atenção especial: o MITI e MOF (Ministério das Finanças do Japão). No âmbito da política industrial, o MITI era a mais importante instituição japonesa, tendo várias atribuições sujeitas à sua aprovação: o desenvolvimento da indústria, a sua regulação, a garantia do mercado interno para o capital nacional e a promoção e consolidação dos grandes conglomerados japoneses são exemplos do poder que este órgão detinha no Japão (MAGAZINER & HOUT, 1981; TORRES, 1983).

Nesta perspectiva, aos poucos foi consolidando-se um emaranhado de relacionamentos públicos e privados que desembocaram na constituição dos poderosíssimos *keiretsu* – grandes

empresas de diversos setores que se organizaram na forma de conglomerados e que, via de regra, tinham entre os seus maiores acionistas um grande banco doméstico – apoiados pelo Setor Público.

Verifica-se, portanto, que o Estado de forma alguma se mostrou hostil quanto ao desenvolvimento e à efetivação do desenho do mercado japonês. Este tipo de posicionamento por parte deste Estado pode ser mais bem entendido quando se tem em mente que isto favoreceu a sua intervenção na economia. A concentração industrial e financeira do mercado facilitou o contato e a coordenação dos negócios do setor privado pelos Ministérios (ZYSMAN, 1983). Por outro lado, por intermédio das *Industry Associations*, das *Business Management Associations* e dos *City Banks* o Governo conseguiu manter estes conglomerados sob seu controle e, assim, atuou de forma a dar ímpeto ao processo de conglomeração industrial e financeiro. É neste sentido que também se compreende a opção do Estado por dar preponderância ao crédito bancário de longo prazo em detrimento do mercado de capitais local. Ou seja, ao contrário do que ocorre no mercado de capitais, o sistema de crédito bancário assegura a que a decisão de alocação de recursos concentre-se nas mãos de um número relativamente pequeno de agentes, facilitando o seu controle.

Já na Alemanha, é necessário frisar que, tal qual o japonês, o Estado permitiu práticas que, quando não sancionaram, acentuaram a concentração das corporações domésticas. Por meio da constituição de cartéis, de associações de comércio semi-oficiais, da ilimitada participação do setor bancário nos vários ramos da economia e, por fim, de medidas que, de uma forma ou de outra, favoreceram a concentração dos grupos empresariais internos, o Estado alemão participou indiretamente da formação dos grandes conglomerados caracterizados, sobretudo, pela grande concentração de suas estruturas de propriedade e controle, pela complexa rede de participações cruzadas entre os mesmos e pela acentuada influência do setor bancário nos negócios (ZYSMAN, 1983; CHANDLER, 1990).

Percebe-se que a organização e a formação de um horizonte de longo prazo para a indústria era uma preocupação não apenas da Alemanha como também do Japão. Assim, aos poucos características institucionais parecidas foram consolidando-se nos mercados de capitais do Japão e da Alemanha. Para se ter uma idéia da configuração que acabou por se estabelecer nestes mercados, basta ter em mente os dados apresentados por FRANKS & MAYER (1994, *apud* RABELO, 1998), em 1994, que revelam que apenas 14,6% de 171 companhias industriais e comerciais listadas em Bolsa eram consideradas de estrutura acionária dispersa (*vide* Tabela I.4). Em 85,4% delas existiam pelo menos um grande acionista, sendo que destes, 27,5% era uma outra empresa alemã. No Japão, PROWSE (1992) verificou que, em 1984, a participação mínima

dos cinco maiores acionistas nas empresas não financeiras era 30% maior do que a dos EUA. Em uma amostra de 734 destas empresas que estavam listadas na *Tóquio Stock Exchange* naquele ano, constatou-se que a participação mínima dos cinco maiores acionistas era 10,9%, a máxima 85% e a média 33,1% (Tabela I.5)⁹.

TABELA I.4
POSIÇÕES ACIONÁRIAS DE MAIS DE 25% EM 171 COMPANHIAS INDUSTRIAIS E COMERCIAIS LISTADAS EM BOLSA NA ALEMANHA OCIDENTAL

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

Fonte: FRANKS & MAYER (1994), *apud* RABELO (1997). a. Companhias das quais inexistiu um acionista com pelo menos 25% do capital volante - b. Inclui empresas holdings estrangeiras.

TABELA I.5
CONCENTRAÇÃO DA PROPRIEDADE DAS AÇÕES NO JAPÃO E SUA COMPOSIÇÃO ENTRE DIFERENTES INSTITUIÇÕES

	5 maiores acionistas	Instituições Financeiras	Instituições não Financeiras	Indivíduos	Outros Agentes
Média	33,1	25,0	4,9	3,0	0,2
Mediana	29,7	24,2	0,0	0,0	0,0
Desvio Padrão	13,8	8,3	8,3	6,6	1,0
Mínimo	10,9	0,0	0,0	0,0	0,0
Máximo	85,0	48,8	42,1	35,2	8,9

Fonte: Elaborado a partir de PROWSE (1992).

Acrescenta-se à concentração da propriedade nestes países, conforme já indicamos, o fato de que as grandes empresas geralmente tinham estreitos e fortes relacionamentos comerciais e financeiros entre elas. Para entendermos melhor estas questões, vejamos o exemplo de um conglomerado japonês: o *Mitsubishi keiretsu*. De acordo com PROWSE (1992), das firmas que faziam parte deste conglomerado, a Mitsubishi Heavy Industries era a maior acionista na Mitsubishi Steel (com 7% da firma), sendo também uma grande compradora da produção desta empresa e, ao mesmo tempo, uma grande vendedora de equipamentos e prestadora de serviços para a mesma. De igual modo, o Mitsubishi Bank detinha 3,7% do capital da Mitsubishi Electric's, mais de 15% de seus débitos e, em contrapartida, era o maior comprador de equipamentos de informática desta empresa. Esta forte relação banco-indústria no mercado japonês é corroborada ainda pelos próprios dados apresentados na Tabela I.5. Eles deixam

⁹ É importante ressaltar que, possivelmente, o mercado japonês era ainda mais concentrado anteriormente. É bem provável que, em 1984, já poderiam ter sido iniciadas fortes alterações nestas estruturas. Os dados apresentados por LA PORTA *et al.* (1998) mostram que já na segunda metade da década de 90, a participação média dos três maiores acionistas nas empresas japonesas era de 18%, sendo, portanto menor do que a dos EUA (onde a mesma era de 20%) e até mesmo da Inglaterra, país em que estes acionistas detinham 19% desta participação. Embora a

patente que, em média, 25% das ações das companhias analisadas por PROWSE (1992) pertenciam ao setor bancário. Segundo este autor, em uma amostra de 85 *keiretsu*, o maior acionista é também o maior credor em 55 dos casos e quando este não é o maior banco é uma companhia de seguro do mesmo *keiretsu*.

O fato é que, como já mencionado, ao contrário do que ocorre nos EUA, onde as imposições legais permitem que os bancos detenham apenas 5% das ações de empresas que atuam em outros setores, restringindo o envolvimento destes com a indústria, não existiram limites legais para a participação dos bancos nos negócios alemães e japoneses. Desta forma, com frequência, empresas como o Deutsche Bank, de início, receberam ações em lugar de dinheiro como pagamento de empréstimos. Por outro lado, além de atuarem diretamente nos negócios e, com isso, lograrem a propriedade de um grande número das ações das empresas, os bancos alemães participaram efetivamente do processo de emissão de novas ações pelas empresas e, legalmente, puderam representar os clientes que detinham ações de empresas nas assembleias de acionistas (ZYSMAN, 1983).

Na verdade, quando do processo de industrialização destes países, a incipiente centralização de capitais exigiu a forte intervenção do Estado, inclusive na organização do financiamento à indústria e na conformação de grandes grupos. O Estado alemão, por exemplo, organizou uma estrutura de financiamento capitaneada por grandes Bancos de Investimento, que deveriam fazer o financiamento de longo prazo com garantias do Estado, sendo responsáveis pela abertura de capitais e atuantes também na conformação de grandes corporações. O mercado de capitais fazia parte desta estrutura por garantir ao sistema bancário uma forma alternativa de ganho (o ganho de fundador). Por outro lado, uma vez que este ganho era constituído pelas ações das empresas que obtinham financiamentos dos bancos, estes últimos passaram a fazer parte do controle destas empresas (HILFERDING, 1985). A legislação resultante deste processo garantiu, portanto, a relação banco/indústria, viabilizou o controle das grandes corporações, a permanência incólume do sistema bancário enquanto locus central da alavancagem de recursos de longo prazo e limitou a performance do mercado de capitais.

Mesmo considerando que esta estrutura está passando por mudanças, os dados disponíveis revelam que ainda é grande a participação do setor bancário nos negócios não financeiros destes países. Um exemplo claro disso são as participações acionárias de 17,5 bilhões de euros (US\$ 16,7 bilhões) do Deutsche Bank AG em indústrias alemãs que atuam nos mais diversos setores de atividade. Este banco, ao final de 1999, tinha investimentos na Alemanha que

formatação dos dados destes autores seja diferente, estes dados sugerem que estas alterações ocorreram de forma rápida e acentuada.

incluam participação de 28,9% na BHS Tabletop AG, que fabrica utensílios domésticos; 9,7% em uma outra empresa deste mesmo ramo, a WMF Wuertembergische Metallwarenfabrik AG; 8,7% na Heidelberger Zement AG, que é a terceira maior produtora de cimentos do mundo; e 14,0% na Deutsche Börse, que opera a Bolsa de Frankfurt (Quadro I.4).

QUADRO I.4
EXEMPLOS DE PARTICIPAÇÕES ACIONÁRIAS CRUZADAS NA ALEMANHA - 1999

DEUTSCHE BANK Allianz AG Holding (7,0%) BHS tabletop AG (28,9%) Continental AG (8,0%) DaimlerChrysler AG (11,9%)	Continental AG (4,2%) DaimlerChrysler AG (1,1%) Deutsche Bank AG (5,0%) Dresdner Bank AG (21,7%) IKB Deutsch Industriebank AG (19,8%)	Heidelberger Zement AG (20,8%) Karstadt AG (10,0%) Linde AG (30,0%) Metallgesellschaft AG (13,5%) Münchener Rückversicherungsgesellschaft AG (9,3%) Norddeutsche Raffinerie (20,0%)
Deutsche Beteiligungs AG (15,0%) Deutsche Börse (14,0%) Deutz AG (26,8%)	Karlsruhe Lebensversicherung AG (36,1%) Karstadt AG (8,8%) Linde AG (11,0%)	BAYERISCHE HYPO-UND VEREINSBANK AG Allianz AG Holding (6,8%) Braun und Brunnen AG (55,2%) Münchener Rückversicherungsgesellschaft AG (13,3%) Viag AG (10,3%)
Divaco AG (38,9%) Fuchs Petrolub AG (7,7%) Gerling AG (30,0%)	Mannesmann AG (0,8%) Metallgesellschaft AG (4,0%) Münchener Rückversicherungsgesellschaft AG (25,0%)	Münchener Rückversicherungsgesellschaft AG Alte Leipziger (15,0%) Allianz AG Holding (25,0%) Allianz Leben (40,6%) BHS tabletop AG (mais de 25,0%) Deutsche Bank AG (1,5%) Ergo Versicherungsgruppe AG (62,6%)
Heidelberger Zement AG (8,7%) Leonische Drahtwerke AG (6,3%)	RWE AG (10,0%) Schering AG (10,1%)	Forst Ebnath (mais de 25,0%) Heidelberger Druck AG (de 5,0 a 10,0%) Hypo-und Vereinsbank AG (de 5,0 a 10,0%) MAN AG (de 5,0 a 10,0%)
Linde AG (10,0%) Mannesmann Arcor AG (7,5%) Metallgesellschaft AG (9,4%) Motor-Columbus AG (9,9%) Munich RE (9,6%) Münchener Rückversicherungsgesellschaft AG (9,6%) Nürnberger Beteiligungs AG (22,6%) Philipp Holzmann (15,1%) Phoenix AG (10,0%)	Siemens AG (2,6%) Veba AG (10,0%) Viag AG (5,9%)	E. On AG (ex-Veba AG e Viag AG antes da fusão) Bayernwerk (95,2%) Degussa-Huels AG (62,4%)
Südzucker AG (10,1%) VEW AG (6,3%)	COMMERZBANK AG Alno AG (29,4%) Buderus AG (10,0%)	Gerresheimer Glas (51,0%) Klöckner (95,0%)
Vossloh AG (8,2%) WMF Württembergische Metallwarenfabrik AG (4,7%)	Heidelberger Druck AG (9,9%) Linde AG (10,2%) MAN AG (6,5%)	Schmalbach-Lubeca (59,8%) Stinnes AG (65,5%) SKW Trostberg (51,4%)
ALLIANZ AG HOLDING Aachener und Münchener Beteiligungsgesellschaft AG (4,6%) BASF Ag (10,4%) Bayer AG (5,0%) Bayerische Hypo-und Vereinsbank AG (17,4%) Beiersdorf AG (38,4%) Bewag AG (4,4%)	Sachsenring AG (10,8%) Salamander AG (10,7%)	VAW (100,0%)
	DRESDNER BANK AG Aachener und Münchener Beteiligungsgesellschaft AG (5,1%) Allianz AG Holding (10,0%) Bayerische Motorenwerke AG (5,0%)	
	Bilfinger und Berger AG (25,1%) Buderus AG (11,4%) Continental AG (5,3%)	
	Dykerhoff AG (10,0) Herlitz AG (10,0%)	

Fonte: Bloomberg News. Retirado de GAZETA MERCANTIL, 12/6/2000.

No que se refere às participações acionárias cruzadas entre os grupos, cabe destaque especial ao fato de que o Deutsche Bank AG detem participação em vários conglomerados que, por sua vez, participam também do capital de outros, como é o caso da Allianz AG Holding, grupo no qual o Deutsche Bank possui 7,0% e que, não obstante ter o ramo de seguros como atividade principal, possui participação no próprio Deutsche Bank AG e em outros grandes conglomerados, como é o caso do Bayerische Hypo-und Vereinsbank AG, do Dresdner Bank AG, do Münchener Rückversicherungsgesellschaft AG, bem como do Dresdner Bank AG e do Bayerische Hypo-und Vereinsbank AG (Quadro I.4).

Fica patente, portanto, que a configuração dos mercados destes dois países encaixa-se bem na classificação feita por DAVIS (1996) enquanto países de mercados de controle via débito, na medida em que suas características conferem às empresas existentes um relacionamento de longo prazo com o setor bancário e a este uma ampla influência nas atividades não financeiras. Percebemos que este tipo de configuração nas estruturas de propriedade e controle das empresas está intimamente relacionado com as características específicas dos Padrões de Industrialização japoneses e alemão.

De outra parte, as características destes mercados coadunam-se claramente com as apontadas por FRANKS & MAYER (1994) quando estes descreveram as especificidades dos países de controle interno. Nota-se que foi verificado, no Japão e na Alemanha, a concentração da propriedade e controle das empresas, as propriedades cruzadas entre as mesmas, um pequeno número de empresas listadas em Bolsa relativamente à Inglaterra e aos EUA (Tabela I.3) e o baixo desenvolvimento do mercado de capitais (o qual foi condicionado notadamente pelo relacionamento banco-indústria que acabou por limitar também a negociabilidade das ações no mercado).

Para reiterar os elementos que imprimiram ao Japão e à Alemanha a conotação de países de controle interno, cabe ainda a ênfase à questão de que a legislação de proteção aos acionistas minoritários alemães e japoneses é fraca e a regulamentação limita a atuação dos agentes (dentre os quais os fundos de pensão) no mercado de capitais. Esta legislação mais uma vez é resultante deste desenho e, uma vez estabelecida, reforça as características destes mercados. O controle sobre a atuação dos investidores institucionais, por sua vez, deu-se para que os recursos destes agentes dirigissem-se para a compra obrigatória de títulos de longo prazo lançados pelas empresas.

Por meio das informações de LA PORTA *et al.* (1998), organizadas no Quadro I.5, afere-se que tanto os acionistas japoneses quanto os alemães observam a presença de vários conflitos de interesses que não podem ser resolvidos facilmente devido à formatação básica de suas respectivas leis. A este respeito, cumpre colocar que os acionistas minoritários que participam do mercado alemão deparam-se com algumas restrições adicionais em relação aos japoneses. Este é o caso, por exemplo, do bloqueio das ações dos acionistas por vários dias antes que a Assembléia de Acionistas ocorra, impedindo a sua negociação durante este período (Ações bloqueadas antes da Assembléia). Embora esta limitação vigore também na Inglaterra (*vide* Quadro I.2), na Alemanha observa-se também a não cumulatividade dos votos dos acionistas minoritários (não cumulatividade ou representação proporcional), minimizando a capacidade de persuasão destes agentes frente à gerência. Ou seja, na tentativa de obter mais poder frente aos controladores e

com isso garantir o cumprimento de seus interesses, nos EUA e no Japão, presencia-se a existência de mecanismos que dão aos acionistas minoritários o direito de fundir seus votos em um único representante, o que não ocorre na Alemanha. Com relação à regra uma-ação-um-voto, percebe-se que, destes quatro países, a mesma vigora apenas no Japão.

QUADRO 1.5
DIREITOS DOS ACIONISTAS NO JAPÃO E NA ALEMANHA

Indicadores	Alemanha	Japão
• Uma-ação-um-voto	Não	Sim
• Procuração por correio	Não	Não
• Direito de Recesso	Não	Sim
• Ações bloqueadas antes da Assembléia	Sim	Não
• Voto cumulativo ou representação proporcional	Não	Sim
• Minoria oprimida	Sim	Não
• % do capital social para convocação de Assembléia	0,05	0,03

Fonte: LA PORTA et al., 1998.

O exame puro e simples dos quesitos levantados por LA PORTA *et al.* (1998) pode indicar que os acionistas minoritários japoneses gozam de mais vantagens frente aos alemães no tocante à legislação básica do mercado. Contudo, é preciso ressaltar que estas vantagens coexistem com outros dispositivos que impactam no sentido contrário e que, se esta comparação for feita tomando como base a Inglaterra e os EUA, as ditas vantagens não ficam tão explícitas. Para a convocação da Assembléia Geral, por exemplo, faz-se necessário a reunião de acionistas que representem, no mínimo, 3% do total de ações no Japão e 5% na Alemanha. Já nos EUA e na Inglaterra, estes percentuais são de apenas 1%. Por seu turno, o fato de os acionistas minoritários alemães não poderem votar por procuração também ocorre no Japão. Esta limitação acaba sendo mais punitiva no caso do Japão, uma vez que as Assembléias Gerais de Acionistas das empresas que operam neste país geralmente concentram-se em único dia do mês de Junho (LA PORTA *et al.*, 1998), de forma que a não vigência deste direito causa grandes constrangimentos aos acionistas minoritários japoneses.

Por outro lado, não se pode esquecer o grau de intervenção do Estado japonês em todos os ramos da economia e que o Governo utilizou-se do mecanismo de crédito para atingir os objetivos permeados pela sua política industrial. Particularmente no que tange ao financiamento de longo prazo, medidas oficiais (como, por exemplo, a manutenção da taxa de juros em níveis relativamente baixos) acabaram por deprimir o papel do mercado de capitais no financiamento à indústria. Conforme enfatiza ZYSMAN (1983), era o Governo quem ditava os termos de acesso ao mercado de capitais doméstico e, além disso, as principais transações efetivadas neste mercado foram dominadas pelas grandes companhias e os pelos poderosos bancos locais – notadamente a composição dos *Keiretsu*. Isto tudo acabou por contribuir para que houvesse

restrições ao aumento da liquidez deste mercado. Ora, a baixa liquidez do mercado de capitais, *per se*, já é motivo de grandes constrangimentos aos acionistas minoritários.

No que tange aos fundos de pensão, patenteia-se que a regulamentação instituída sobre os mesmos na Alemanha e no Japão, também obedeceu aos ditames do desenho institucional predominante no mercado e das estruturas de financiamento destes países - as quais, como vimos, garantiu o controle do mercado às grandes corporações e ao sistema bancário. Podemos ver no Quadro I.6 que os limites para aplicação em ações são de apenas de 20% na Alemanha e de 30% no Japão. No que se refere às aplicações no exterior, evidencia-se que a participação permitida é de 4% na Alemanha e de 30% no Japão. A aplicação em imóveis, por seu turno, também é controlada sendo de, no máximo, 50% para os residenciais e 10% para os não-residenciais na Alemanha e de 20% no Japão.

QUADRO I.6
COMPARAÇÃO INTERNACIONAL DOS FUNDOS DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR : LIMITES MÁXIMOS FIXADOS PARA OS INVESTIMENTOS

	Investimentos em Ações	Investimentos em Imóveis	Investimentos em Títulos Públicos	Empréstimos e Financiamento à Patrocinadora	Investimentos em Ativos Estrangeiros
Alemanha	20%	50% residencial 10% não residencial	Não há limite definido	5%	4%
Japão	30%	20%	50%	Nd	30%

Fonte: FREITAS, 1998, pp. 28.

De acordo com RAIMUNDO (1997), na Alemanha, o sistema fiscal incentiva os fundos de pensão a deixar um volume expressivo de recursos, de forma imediata e barata, à disposição das empresas locais. Em um dos esquemas de previdência privada existentes no país (*o internally funded schemes*), os recursos acumulados pelos fundos de pensão são contabilizados pela empresa patrocinadora em seu balanço, tornando-se uma obrigação direta desta para com o seu funcionário. Por outro lado, veremos seção 1.3.2 que a aquisição de títulos de longo prazo emitidos pelas empresas constitui-se em uma das mais importantes modalidades de aplicações dos fundos de pensão japoneses e alemães. No caso específico do Japão, veremos que os grandes bancos japoneses - em sua maioria, integrantes dos *Keiretsu* - são os principais administradores dos recursos dos fundos de pensão, de maneira que parte certa destes recursos dirige-se para as corporações.

Estas características limitaram o papel dos fundos de pensão tanto no mercado de capitais japonês quanto no alemão e contribuíram para que eles tivessem um comportamento mais direcionado às aplicações em ativos de longo prazo. Isto porque, como já indicamos por meio da exposição de alguns dos principais elementos da esquematização elaborada por ZYSMAN (1983), ao contrário dos EUA e da Inglaterra, a configuração industrial e financeira da Alemanha e do Japão não esteve na dependência estrita do mercado de ações para alavancar o financiamento de longo prazo. Logo, uma importante indagação a ser feita neste ponto é a

seguinte: **O que é uma “boa prática de governança corporativa”? No Japão e na Alemanha, o que se processou foi o capitalismo organizado.**

O que queremos destacar com estas observações é que o financiamento dos investimentos alemães e japoneses esteve calcado no sistema de crédito e isto tem relação estreita com o desenho final dos seus respectivos mercados de capitais e com o possível espaço de atuação dos fundos de pensão em cada um destes países. Inseridos no contexto de um organizado esquema de crédito e sem a mesma liberdade de ação a que estavam sujeitos seus pares anglo-saxões, os fundos alemães e japoneses acabaram por se comprometer mais com um tipo de comportamento mais estável: o de compradores de títulos de longo prazo.

Assim, o que se deve destacar nesta seção é que a liquidez mais baixa destes mercados e o menor espaço de atuação para outros aplicadores, dentre os quais os fundos de pensão, não é meramente resultante da legislação, pois tem relação com fatores estruturais vinculados à relação Estado/economia em cada um destes países. A legislação básica dos mercados é resultante deste processo e logicamente acabou por exacerbar as características constitutivas dos mercados de capitais alemão e japonês. Entretanto, embora este desenho tenha estabelecido práticas de finanças industrializantes, o mesmo não necessariamente mantém-se na atualidade, pois as mudanças nos mercados financeiros internacionais vêm priorizando cada vez mais a adoção de práticas de desregulamentação.

O fato é que a perspectiva de se auferir ganhos especulativos de curto prazo por meio de reestruturações rápidas de *portfólios*, articulada à utilização de derivativos, leva a que os grandes capitais tenham consideráveis ganhos se puderem ter ampla liberdade de movimentação. O que se verifica a partir deste processo é que há um aumento significativo do poder direto das grandes unidades de capital, mais do que de muitos países para os quais se dirigem estes recursos. São estes capitais, na busca de ganhos vultosos, que pressionam no sentido da desregulamentação dos mercados, na medida em que impõem condições para ingressar nos países, destruindo as barreiras institucionais destes últimos, levando ao crescimento do discurso da homogeneidade de condições e limitando a possibilidade de adoção de políticas econômicas nacionais, como se a situação de desregulamentação fosse “natural” e “ótima” a todos os mercados (ALMEIDA FILHO & CORRÊA, 2000). Este movimento atingiu não só o Japão, como recentemente vem impactando o mercado alemão. Em face disso, podemos ter claro que a mudança da legislação que vem se processando é resultado deste processo em que os grandes capitais (internacionais e mesmo nacionais) pressionam pela maior flexibilidade. Ou seja, mais uma vez a mudança da legislação é resultado do processo e não causa. É claro que uma vez estabelecida ela exacerba a mudança do mercado. No item seguinte, veremos que estas questões estão presentes no bojo dos

debates que tratam da questão do “melhor modelo” de governança corporativa a ser adotado pelos países.

1.2.3 – Alguns Debates Recentes na Literatura de Corporate Governance e a Questão do “Melhor Modelo”

Podemos dividir estes debates em torno da literatura atual que trata da questão da governança corporativa em três fases (LETHBRIGE, 1997): a (i) Ênfase no Curto Prazo; (ii) O Poder nas Empresas e (iii) A discussão de *Shareholders* e *Stakeholders*.

Os debates que levantam a problemática do *curto-prazismo* envolvido nos mercados de capitais anglo-saxônicos indicam a supremacia do modelo nipo-germânico. Este debate localizou-se especificamente no final dos anos 80, quando observou-se a diminuição dos níveis de competitividade das empresas norte-americanas relativamente às japonesas e alemãs. De acordo com JACOBS (1991, *apud* LETHBRIGE, 1997), diante deste quadro o debate teve como alvo principal as características do sistema de *corporate governance* vigente nos EUA e, de forma correlata, as questões relacionadas aos mecanismos de financiamento predominantemente utilizados pelas empresas deste país.

O debate prevalecente à época diagnosticou que as deficiências nas *performances* das empresas norte-americanas estavam relacionadas à predominância de um comportamento *curto-prazista* (lógica de *portfólio*) por parte dos investidores nos mercados de capitais, em detrimento de uma postura de proprietário (lógica de proprietário) que seria mais “sustentável” para atender às crescentes exigências mercadológicas e tecnológicas a que estavam sujeitas as empresas. Em outras palavras, uma vez que as decisões tomadas no âmbito das empresas estavam obedecendo aos ditames curto-prazistas, isto estaria tornando mais complexa a implementação de estratégias de longo prazo requeridas por investimentos de longa maturação e, com isso, minimizando a competitividade das empresas norte-americanas *vis-à-vis* às da Europa Continental e do Japão.

O diagnóstico foi o de que nos EUA havia um certo descaso dos investidores com relação aos projetos de longo prazo das empresas nas quais eles possuíam participação, tendo em vista que os mesmos se preocupavam basicamente “... em maximizar os retornos sobre uma carteira cuja extensa diversificação tornaria impossível uma análise mais pormenorizada de cada empresa nela representada” (LETHBRIGE, 1997: 4/5). Este fato colocava, portanto, o sistema de *corporate governance* presente na Europa Continental e no Japão em posição superior ao vigente nos EUA, dado que, nestes países, se assistia à presença de investidores mais comprometidos com as empresas (sobretudo os grandes controladores e os bancos credores das

mesmas) e mais ávidos a assumir uma perspectiva de longo prazo no que tange ao monitoramento dos seus investimentos.

Outro debate que também dominou a literatura de *corporate governance* nos anos 80/90 foi o que destacou a **problemática da relação acionistas versus administradores**. Esta problemática apresentava-se, mais uma vez, nos modelos anglo-saxões, nos quais dominava o controle externo. Este debate mostrou a existência de conflitos de interesses entre acionistas e administradores, dado que nos mercados de controle externo a maioria das empresas não é dominada por um grande acionista, sendo a sua direção exercida por administradores contratados que, muitas vezes, entram em conflitos com os acionistas. Os conflitos surgem quando as políticas aplicadas pelos administradores/controladores não estão de acordo com as expectativas dos acionistas, destinando-se, pelo contrário, ao serviço de seus interesses individuais. Conforme destaca WILLIAMSON (1988), pode ocorrer que os administradores/controladores tomem medidas em prejuízo dos acionistas das empresas tais como: (i) aquisições que absorvem grande parte dos lucros que poderiam ser distribuídos sob a forma de dividendos; (ii) excessiva compensação dada aos CEO's (*Chief Executive Officers*) (e.g., altos salários ou opções de aquisição de ações da empresa); (iii) aquisição de empresas cujas atividades centrais não têm qualquer relação com o *core business* da aquisitora; (iv) compras de insumos e matérias primas acima do preço de mercado¹⁰; (v) a expropriação ou uso de recursos da empresa para interesses próprios; estando este conceito também associado à (vi) incapacidade do administrador de operar a firma eficientemente. Havendo conflitos com o administrador, os acionistas acabam tendo que encontrar alguma maneira de fazer cumprir seus interesses. Uma das mais importantes questões neste sentido dizia respeito à relação das aquisições hostis (*hostile takeovers*) com o *curto-prazismo*.

As aquisições hostis (*hostile takeovers*) são praticadas por acionistas poderosos no sentido de pressionar os administradores que tomam medidas contrárias aos seus interesses. Por meio do *takeover*, o titular da aquisição obtém os votos necessários para adquirir os direitos de controle da empresa e, com isso, remover os executivos remanescentes do antigo controle (VARIAN, 1988; SHLEIFER & VISHNY, 1988), se estes estiverem fracassando na tarefa de levar em conta os interesses dos acionistas. Assim, este dispositivo trabalha como um instrumento de disciplina das condutas gerenciais (*disciplinary takeover*)¹¹, posto que permite

¹⁰ Existem casos em que o administrador tem participação em empresas que são fornecedoras daquelas que os empregam. A compra de insumos a preços mais elevados, neste sentido, o beneficiará diretamente em detrimento dos interesses mais gerais da empresa (SHLEIFER & VISHNY, 1997).

¹¹ O estudo feito por MARTIN & MCCONNELL (1991) é enfático para mostrar a utilização do *takeover* para efeitos de disciplina. Analisando o desempenho anterior e posterior à efetivação de 253 *takeovers* nos EUA no

que os novos controladores coloquem um executivo de sua preferência que se comprometa com a defesa de seus interesses.

Contudo, notadamente a partir do final de 80, várias controvérsias emergiram colocando em xeque a continuidade do uso dos *takeovers*. De acordo com JENSEN (1988), argumenta-se, com frequência, que a exacerbação das reestruturações corporativas decorrentes do crescente número de *takeovers*, além de aumentar sobremaneira a lucratividade das empresas alvo, estariam provocando, de reboque, o recrudescimento das desigualdades sociais. A idéia é a de que os melhores resultados *pós-takeovers* estariam intimamente ligados aos ganhos oriundos da diminuição do pagamento de impostos¹², da elevação do número de demissões inerentes aos processos de reestruturação e da incorreta avaliação de mercados de capitais ineficientes. Em suma, advoga-se que os benefícios dos *takeovers* são ilusórios, mas os custos associados aos mesmos são reais.

Ademais, é preciso ter em mente que nem sempre as condições institucionais dos mercados possibilitam a vigência dos *takeovers* hostis enquanto mecanismos de disciplina. Na Inglaterra e nos EUA a diluição da propriedade e do controle das corporações e o próprio dinamismo e liquidez dos seus respectivos mercados de ações, possibilitaram a ampla utilização da simples iminência (ou da efetivação) dos *takeovers* para efeitos disciplinadores, uma vez que não havia grandes empecilhos à rápida negociação dos controles das empresas em Bolsa. Cabe ressaltar que, em muitos casos, sequer o *takeover* hostil chega a ser efetivado nestes países. O próprio desenho do mercado dos EUA propicia a criação de um ambiente em que os administradores viviam sob constante ameaça.

No Japão e na Alemanha, em contraste, as experiências já referenciadas mostraram que as próprias estruturas de propriedade das empresas obstruíam a efetivação dos *takeovers*, dado a presença de propriedades acionárias cruzadas, a concentração da propriedade e do controle das mesmas, as participações acionárias do setor bancário nas atividades não financeiras e, no caso

período de 1953 a 1984, estes autores sugerem que as companhias alvo deste processo, em geral, vinham tendo performances pobres relativamente à média da indústria. Corroborando a afirmação de que a sanção do *takeover* redundava na troca de administrações que são desaprovadas pelos acionistas, os dados evidenciam que, 12 meses após a efetivação do processo, a taxa de mudança dos CEO's (*Chief Executive Officers*) das firmas alvo dos *takeovers* foi de 41,9%, comparado a uma média anual de troca de apenas 9,9% durante os cinco anos precedentes à efetivação da aquisição. De outro lado, é lícito colocar que nem sempre este mecanismo é levado a cabo enquanto instrumento de disciplina. É comum a presença de aquisições em que os CEO's são mantidos em seus cargos sem haver qualquer iminência de suas saídas (*nondisciplinary takeover*), o que deixa evidente que estes processos podem ser sancionados tendo em vista a busca e o aproveitamento das sinergias existentes entre a empresa alvo da aquisição e a compradora (MARTIN & MCCONNELL, 1991) - de modo especial através dos ganhos de escala e do aumento da eficiência que resultam da combinação das operações físicas das empresas - sendo, portanto, motivados por mudanças nas condições do mercado que requerem grandes reestruturações nos ativos das empresas - como é o caso de alterações significativas no paradigma tecnológico do setor (ou indústria) em questão (JENSEN, 1988).

específico da Alemanha, os impostos de 50% sobre os ganhos de capital que incidem nas negociações das ações no mercado. Se de um lado este desenho limitou o espaço de atuação dos fundos de pensão no mercado, de outro, o mesmo contribuiu sobremaneira para que houvesse investidores dispostos "... a monitorar seus investimentos numa perspectiva de longo prazo" (LETHBRIGE, 1997: 4/5).

Nesta perspectiva, os debates levantados pela literatura de *corporate governance*, nos anos 90, continuaram indicando a supremacia do modelo-germânico e centraram-se prioritariamente na discussão acerca dos possíveis conflitos de interesses entre acionistas e administradores. Segundo estes debates, no início dos anos 90, permanecia a primazia da lógica de *portfólio* frente à de proprietário, sendo que esta primazia estaria provocando sérios desequilíbrios de poder nas corporações, uma vez que contribuía para o aumento do poder dos administradores no âmbito das empresas, e, por conseguinte, para a ascensão dos "problemas de agência"¹³.

A persistência de uma relação de conflito entre acionistas e administradores, por seu turno, implica no surgimento de custos que podem não só inibir a oferta como onerar os recursos para o financiamento dos investimentos (*agency costs*). JENSEN (1988) observa que tais custos consistem nos gastos com monitoramento das medidas tomadas pelos administradores (como aqueles oriundos da contratação de um auditor financeiro independente) e/ou da tentativa dos investidores de alinhar os interesses dos *managers* com os seus (como é o caso da constituição de mecanismos de premiação à ação de *managers* que aumentarem a riqueza dos acionistas), bem como da perda de eficiência da empresa decorrente de conflitos de interesses que dificilmente são resolvidos perfeitamente.

Em suma, os comportamentos de *portfólio* predominantes na década de 80 levaram a que os "problemas de agência" surgissem com mais força por conta do relativo descaso dos aplicadores com relação à administração das empresas em que detinham participações, uma vez que estes aplicadores visavam essencialmente os ganhos de curto prazo. O alvo principal do novo debate passou a ser estes desequilíbrios de poder nas empresas e, por conseguinte, a prioridade em temas de governança corporativa passou a ser o estímulo à utilização de

¹² A renúncia fiscal ou o financiamento de impostos com taxa de juros subsidiados pelo Governo na iminência da instalação de uma empresa em uma determinada localidade geográfica são exemplos deste fato.

¹³ O problema da agência emerge na esteira da separação da propriedade e do controle de uma corporação. Com esta separação pode ocorrer que os interesses dos acionistas e dos administradores/controladores não se coadunem, havendo a iminência do surgimento de conflitos de interesses entre estes agentes.

mecanismos que se destinavam ao aumento do poder de contestação da gerência pelos acionistas e/ou ao alinhamento dos interesses entre estes e a administração¹⁴.

Estes problemas não, necessariamente, se verificavam no modelo nipo-germânico, dominado pelo sistema de controle interno e que se estruturara a partir de uma articulação que envolveu uma relação Estado/Grandes Bancos/Grandes corporações. Como vimos, a organização institucional destes mercados é distinta, tendo relação com a especificidade do Padrão de Industrialização destes países. Aliás, a dinâmica deste modelo mostrou resultados de competitividade empresarial superiores aos verificados pelo modelo anglo-saxão nos anos 80 e início dos anos 90.

Atualmente, haja vista a exacerbação do processo de financeirização da riqueza (BRAGA, 1991), a pressão dos grandes capitais vai no sentido da desregulamentação e homogeneização dos mercados, processo que tem atingido inclusive os mercados japonês e alemão, que passaram paulatinamente a adotar um modelo menos regulado. Tendo em vista o interesse dos grandes capitais, cresce o discurso de que existe uma "boa prática" de governança corporativa e que o modelo menos regulado é o "ideal", contrariando a própria realidade histórica levantada por esta mesma literatura. Este tipo de abordagem é reforçada por aqueles que analisam a legislação vigente como sendo a fonte explicativa de diferenças de mercado e *performances*. Neste sentido, bastariam mudanças na legislação e a adoção de "boas práticas de governança" para que os mercados se adequassem ao "modelo ideal", que passaria a atrair capitais estabelecendo-se um modelo virtuoso de financiamento/crescimento.

1.3 – A Atuação dos Fundos de Pensão nos Distintos Mercados e os Condicionantes da Institucionalidade Estabelecida

Como já enfatizamos, os fundos de pensão são atualmente as principais fontes de liquidez tanto no nível doméstico, quanto no nível internacional. Um importante debate, neste sentido, refere-se à contribuição destes agentes para com o crescimento de seus respectivos países hospedeiros. Uma das alegações para isso é a de que eles são instituições fundamentais na alavancagem de longo prazo. Entretanto, como indicamos nas seções anteriores, quando se examina a atuação dos fundos de pensão, observa-se que a sua performance não é uniforme,

¹⁴ Aumentaram, por exemplo, as empresas que incentivam a performance de seus administradores através da remuneração variável; intensificaram as medidas visando aumentar o poder fiscalizador dos Conselhos de Administração; e os investidores institucionais começaram a assumir uma postura mais ativa no monitoramento das empresas em que detinham participação (LETHBRIGE, 1997).

sendo condicionada pelos ambientes institucionais dos mercados em que atuam. Independentemente da questão relativa ao seu potencial como aplicadores de longo prazo, o que se percebe é que até os anos 90 os fundos de pensão alemães e japoneses foram importantes compradores de *bonds*, enquanto os que atuam nos mercados norte-americano e inglês tiveram uma lógica essencialmente de aplicadores de curto prazo. A análise da atuação destes agentes nos mercados anglo-saxões e nipo-germânicos será o objeto central dos dois itens seguintes.

1.3.1 – Estrutura de Corporate Governance e a Lógica de Aplicação dos Fundos de Pensão Norte-Americanos e Ingleses

Nos países anglo-saxões, a forma predominante de monitoramento das empresas continua sendo o próprio mercado (*controle externo/mercados de controle via equity*) (LETHBRIGE, 1997), sendo que isto tem a ver diretamente com as características do sistema de *corporate governance* estabelecido nestes países. Este, por suas características, tem uma grande liquidez e relação direta com a exacerbação da crescente lógica de *portfólio* (isto é, de um comportamento curto-prazista, que visa apenas a rentabilidade imediata) que permeia a ação dos agentes que atuam neste mercado *vis-à-vis* a de proprietário (mais compromissada com a administração da empresa e, por conseguinte, com os objetivos a longo prazo).

É com base nesta perspectiva que FREITAS (1998) e RAIMUNDO (1997) ressaltam que a crescente participação dos investidores institucionais no mercado acionário norte-americano provocou um acentuado declive no prazo médio de conservação das ações em carteira. Para se ter uma idéia disto, basta ter em mente que no início dos anos 60, quando a participação desses agentes neste mercado era de 8%, o prazo médio de retenção das ações era de sete anos, passando para menos de dois anos no início dos anos 90, período no qual a participação dos investidores institucionais já alcançava mais 60% do total das operações desse mesmo mercado.

Quanto ao comportamento específico dos fundos de pensão no mercado de capitais, em que pese o perfil de aplicador de longo prazo dessas fundações, as evidências comprovam que as mesmas, via de regra, estão tendo um tipo de comportamento predominante que não se diferencia muito do modo de operação dos outros tipos de aplicadores. BARBER & GHILARHUCCI (1993, *apud* FREITAS, 1998) mostram que estes agentes, em média, vendem 40% de seus estoques de ações no período de um ano após a compra. Ou seja, na perspectiva de obter retornos cada vez mais rápidos, os fundos de pensão reavaliam periodicamente as suas carteiras de ativos financeiros e promovem rápidos ajustes nas mesmas, o que sugere que eles não se baseiam nos fundamentos básicos das empresas em que participam, mas na rentabilidade

rápida esperada pelo mercado, sem denotar, portanto, qualquer interesse de longo prazo nos negócios dessas empresas (FREITAS, 1998).

Particularmente no caso da Inglaterra, BLAKE (1995) enfatizou as críticas acerca das estratégias agressivas dos fundos de pensão neste país, os quais partiram para este tipo de comportamento que ignora freqüentemente as oportunidades de investimento de longo prazo. Na verdade, *“The main criticism has been that pension fund have been too concerned with short-term investment returns and not sufficiently concerned with the long-term future of the British economy”* (BLAKE, 1995: 486)

Este comportamento especulativo tem conseqüências negativas tanto para o âmbito produtivo quanto para o financeiro. Verifica-se cada vez mais o aumento da volatilidade dos mercados acionários nos quais os fundos de pensão têm participação relevante no total dos ativos financeiros e a imposição de restrições em termos de financiamento de longo prazo aos países que têm este mercado enquanto principal fonte deste tipo de financiamento (RAIMUNDO, 1997). Do lado dos resultados desta lógica frente à competitividade das empresas, tem-se que estas, estando preocupadas em atender às demandas imediatistas dos investidores institucionais no sentido de apresentar rápidos resultados no curto prazo, diminuem o desenvolvimento de projetos relacionados ao longo prazo e os gastos com pesquisa e desenvolvimento (P&D), dado que estes acarretariam na diminuição dos dividendos pagos aos acionistas e à conseqüente queda dos preços de suas ações em Bolsa (LETHBRIDGE, 1997).

Na verdade, as experiências mostraram que este tipo de comportamento está ligado ao próprio desenho de mercado que se consolidou em cada um destes países. O amplo mercado acionário, juntamente com a diluição da propriedade e do controle das empresas e com o grande número de companhias listadas em Bolsa, fazem com que haja uma significativa diversidade de opções de aplicação em ações e em outros títulos privados que gozam de grande liquidez no mercado e facilitam as reestruturações rápidas nos portfólios. Por sua vez, estas características, aliadas à forte proteção aos acionistas minoritários, aumentam ainda mais o espaço para atuação dos fundos de pensão, uma vez que estes agentes conseguem influenciar de perto as decisões das empresas em que participam.

Nesta estrutura de financiamento, os fundos de pensão têm importante participação nos mercados de capitais e terminam por agir como grandes investidores. Graças ao desenho destes mercados, eles têm considerável espaço para atuação na medida em que operam gerindo grandes somas de capital e colocam-se entre os principais atores que acabam por influir na dinâmica dos mercados, haja vista que grande parte dos recursos destes fundos dirige-se para aplicações no

mercado de capitais¹⁵. Percebe-se, deste modo, que estes agentes são os grandes *players* destes mercados e têm contribuído fortemente para a lógica de *portfólio* presente nos mesmos. Esta lógica não necessariamente precisa expressar-se a todo momento. Em vários processos, o poder dos grandes fundos de pensão tem-se feito sentir, inclusive pressionando por uma maior participação nas decisões das empresas em que detêm ações.

Uma evidência destas questões é a atuação efetiva dos fundos de pensão na prática de *takeovers* hostis já citada, a qual tem exacerbado a adoção de uma lógica de curto prazo nos mercados anglo-saxões e mesmo em outros mercados para os quais se dirigem. Por outro lado, é bem verdade que estes agentes têm variado a sua forma de ação, sendo que eles, por vezes, buscam uma participação mais direta na gestão das empresas das quais detêm ações. Alguns autores (como, por exemplo, WAHAL, 1996; CARLETON *et al.*, 1998) advogam que, em termos de *corporate governance*, a “resposta natural” ao declínio dos *takeovers* hostis enquanto forma de persuasão dos acionistas frente aos controladores/administradores foi a ascensão do ativismo dos grandes investidores – *institutional activism*. Nesta perspectiva, estes investidores (os ativistas institucionais) iniciaram um movimento na busca de maior participação nas decisões dessas empresas, começando a pressionar de forma direta ou indireta para que as mesmas se preocupassem mais de perto com o seu relacionamento com os acionistas e, por conseguinte, com a criação de valor para estes últimos.

Especificamente no que tange aos fundos de pensão, vale observar que o crescimento do ativismo institucional suscitou o interesse de vários autores no sentido de aferir os impactos desta estratégia por parte dos grandes investidores sobre a performance das empresas¹⁶. Verifica-se que, além do declínio do mercado de controle corporativo, três outros motivos têm feito com que estes fundos adotem uma postura mais efetiva, levando a que os mesmos optem pela manutenção das ações em seu *portfólio* de forma mais estável: (i) a diminuição da liquidez das ações das empresas-alvo das aplicações desses fundos, pois, dado o aumento da sua participação nas mesmas, eles só conseguem a negociação dessas ações quando se sujeitam a perdas relativamente consideráveis (COFFEE, 1991, *apud* CARLETON *et al.*, 1998); (ii) os argumentos acadêmicos em defesa do atrelamento dos resultados das aplicações dos fundos de pensão a um determinado índice do mercado de ações (como o *Dow Jones* em Nova York, o *Nikkei* em Tóquio ou o *Ibovespa* em São Paulo) (CARLETON *et al.*, 1998; LETHBRIDGE, 1997); (iii) e, ligado à este último, o arrefecimento do problema do *free rider* (caroneiro), tendo em vista que

¹⁵ Em 1990, por exemplo, 63% do portfólio dos fundos de pensão ingleses estava alocado em ações, sendo este percentual 46% nos EUA no mesmo ano (DAVIS, 1996).

“os benefícios de monitoramento mais ativo podem compensar os custos, mesmo que outros investidores também se beneficiem” (LETHBRIGE, 1997: 09).

Assim, observa-se uma significativa preocupação em termos de governança corporativa por parte dos fundos de pensão. WAHAL (1996) examinou nove fundos de pensão nos EUA de 1987 a 1993 e apresentou vários dados que mostram a adoção de posturas ativistas por estes fundos, os quais têm obtido um sucesso razoável no que tange às mudanças nas estruturas de *corporate governance* das empresas em que participam (em média, 40% das medidas propostas pelos fundos foram adotadas por essas empresas)¹⁷.

Contudo, deve ser ressaltado que, embora os fundos de pensão, por vezes, acabem se comprometendo mais de perto com a administração das empresas nas quais detêm participações, o que eles buscam é o aumento da rentabilidade de suas aplicações. Isto faz com que os mesmos continuem exigindo a máxima flexibilidade nos mercados em que atuam. O que, de fato, os distingue dos outros aplicadores do mercado é o poderio financeiro que eles possuem. O fato de manterem participações nas empresas, mesmo que estas apresentem momentaneamente performances aquém das esperadas (WAHAL, 1996), não remonta uma preocupação maior deles acerca dos caminhos a serem percorridos por estas empresas no longo prazo e, tampouco, com a volatilidade do mercado. A questão é que, por vezes, a saída destas empresas antes de auferirem resultados esperados significaria a frustração de expectativas de rentabilidades das quais ainda se espera a sua efetiva realização. Se tomarmos o comportamento dos fundos de pensão anglo-saxões, veremos que eles detêm significativa parte de seu *portfólio* aplicada em ações e também que os mesmos são os grandes atores dos mercados de derivativos. Aliás, é o próprio movimento dos investidores institucionais que ajuda a explicar o crescimento destes mercados. A legislação mais aberta permite que os aplicadores reestruturem rapidamente seu *portfólio*, sem que os mesmos tenham qualquer preocupação de longo prazo.

¹⁶ Ver, por exemplo, GILLAN & STARKS (1997); KARPOFF *et al.* (1995); WAHAL (1996); SMITH (1996); e CARLETON *et al.* (1998).

¹⁷ WAHAL (1996) apresenta ainda três outras evidências conclusivas a partir da análise das medidas tomadas pelos fundos de pensão em termos dos critérios de *corporate governance*: a primeira delas reside no fato de que os fundos de pensão tomam medidas distintas e variadas sem qualquer coordenação conjunta entre eles. A segunda evidência sugere que, a despeito do sucesso alcançado pelos fundos em termos das mudanças nos critérios de *corporate governance*, as empresas alvo dessas investidas não experimentaram melhoras significativas em suas performances. A última observação de WAHAL (1996) é a de que, em contraste com as decisões tomadas por outras instituições, os fundos de pensão não reduziram a sua participação nestas empresas.

1.3.2 – A Lógica de Aplicação dos Fundos de Pensão na Alemanha e no Japão até os Anos 90

Embora atualmente haja uma certa tendência de aproximação dos modelos de mercado que vigoram no Japão e na Alemanha em direção aos presentes nos países anglo-saxões (LETHBRIGE, 1997), as experiências mostram que o desenho de mercado consolidado nesses dois primeiros países limitou a busca de resultados curto-prazistas por parte dos fundos de pensão. Para se ter uma idéia, os dados da Tabela I.6 apresentam uma importante participação dos *bonds* no *portfólio* dos fundos de pensão desses dois países. Na Alemanha, esta participação passou de 19% em 1970, para 25% em 1990. Já no Japão, a despeito da pequena queda na participação dos *bonds* na carteira dos fundos de pensão na década de 90¹⁸, ressalta-se o ligeiro salto dessa participação da década de 70 à década seguinte, que de 12% passou a 51%.

TABELA I.6
FUNDOS DE PENSÃO: DISTRIBUIÇÃO DE PORTFÓLIO (%)

País	Período	Ações	Bonds	Empréstimos	Propriedades	Ativos líquidos*	Ativos líquidos no exterior
Reino Unido	1970	49	32	0	10	4	2
	1980	52	24	0	18	5	9
	1990	63	14	0	9	7	18
EUA	1970	45	45	6	0	1	0
	1980	41	41	2	0	8	1
	1990	46	36	2	0	9	4
Alemanha	1970	4	19	50	12	3	0
	1980	9	24	52	9	2	0
	1990	18	25	45	6	2	1
Japão	1970	6	12	52	27	2	0
	1980	9	51	33	6	2	1
	1990	27	47	14	2	3	7

Fonte: DAVIS, 1996, *apud* RAIMUNDO, 1997. a Commercial papers, Euro-notes, CD's

Em contraste com esta performance por parte dos fundos nipo-germânicos observa-se que, na Inglaterra e nos EUA, os ativos relacionados ao longo prazo aos poucos foram perdendo espaço para as ações, a despeito da existência de um forte e organizado mercado secundário para a negociação destes ativos.

Vale destaque especial à relevância dos empréstimos implícitos nas carteiras dos fundos nipo-germânicos ao contrário do que ocorreu na Inglaterra e nos EUA onde esta prática era quase inexistente dentre as aplicações dos fundos de pensão. Note-se que, mesmo que tenham experimentado queda durante o período analisado (principalmente no caso do Japão), os empréstimos dos fundos de pensão alemães e japoneses ainda são muito significativos quando comparados aos concedidos pelos fundos ingleses e norte-americanos. Se considerarmos a perspectiva de ZYSMAN (1983), podemos indicar que estas diferenças no comportamento dos fundos de pensão anglo-saxões em relação aos nipo-germânicos têm a ver com o papel central dos Governos do Japão e da Alemanha na determinação da alocação de recursos financeiros

¹⁸ Aqui, é importante ressaltar, mais uma vez, que a partir da segunda metade da década de 80 já haviam sido iniciadas mudanças significativas no mercado japonês, comprometendo a configuração básica conformada no imediato pós-guerra.

(RAIMUNDO, 1997, *apud* KAWALL FERREIRA, 1995), não só dos bancos, mas também dos fundos de pensão¹⁹.

No caso específico do Japão (conforme já colocamos) havia quase sempre, dentre os componentes dos *keiretsu*, um *trust bank* ou uma grande seguradora, sendo permanente o relacionamento de longo prazo entre estas instituições e as demais empresas do mesmo *keiretsu*. Assim, o que se destaca é que até 1990²⁰, 60% dos recursos dos fundos de pensão japoneses eram administrados pelos *trust banks* e os 40% restantes, pelas seguradoras (RAIMUNDO, 1997). Ora, não é de se espantar o fato de que estas duas instituições canalizaram grande parte desses recursos para o financiamento dos investimentos das empresas daquele país.

Já na Alemanha, como deixa claro RAIMUNDO (1997), prevalecem os *internally funded schemes*, que permitiram o acesso das empresas a uma fonte não desprezível de recursos, colocados à disposição destas últimas a uma taxa de 6% ao ano, sendo, portanto, menor do que a taxa de juros média de longo prazo que é de 7%.

Em resumo, o que se percebe é que as especificidades do Padrão de Industrialização de cada país levaram à instituição e à consolidação de diferentes ambientes institucionais e de diferentes sistemas de governança corporativa, fatores que estão relacionados com o papel do setor bancário e do mercado de capitais em cada estrutura de financiamento e com a regulamentação que rege a atuação dos demais agentes. Por outro lado, o espaço de atuação destes últimos, dentre os quais os fundos de pensão, está condicionado pelo desenho dos mercados de capitais, pelo sistema de governança corporativa e pela legislação mais ou menos restritiva que se estabeleceu nestes mercados. Nos mercados líquidos e em que não há um forte controle corporativo, há também grande espaço de atuação para agentes que não os bancos e/ou as grandes corporações, sendo que, a partir deste perfil de mercado, a lógica de aplicação dos fundos de pensão dirige-se muito mais para uma estratégia de curto do que de longo prazo.

Já em mercados com baixa liquidez e forte controle corporativo, mesmo que a legislação seja menos controladora, sempre há menor espaço de atuação para outros aplicadores. Assim, a atuação dos fundos de pensão em direção a posturas de mais longo prazo tem-se dado historicamente em países em que o mercado de capitais tem este perfil, fato atrelado também a uma regulação direcionadora dos recursos destes agentes para papéis lançados pelas empresas. Logo, o que quisemos destacar é que a performance dos fundos de pensão não é “naturalmente” de aplicadores de longo prazo. Pode ser, a depender do perfil da estrutura de financiamento do

¹⁹ Isto pode ser corroborado pela própria análise da regulamentação incidente sobre a operação destes fundos no Japão e na Alemanha.

país em que atuam, do sistema de controle corporativo e da regulação que os rege. O que é certo é que a tendência destes investidores, como de qualquer outro, é a da busca de valorização de seus ativos. Se o ambiente institucional assim o permitir e se a regulação não limitar a atuação dos fundos de pensão, a sua lógica pode não diferir da dos demais agentes, mesmo considerando que, dadas as suas características, eles poderiam dirigir-se para a compra de ativos de longo prazo. Veremos nos capítulos seguintes que estes aspectos são importantes para se entender a lógica de aplicação dos fundos de pensão brasileiros.

²⁰ Notadamente o ano em que se observam quedas dos *bonds* e dos empréstimos no *portfólio* total dos fundos no Japão.

CAPÍTULO II

DESENHO DO MERCADO DE CAPITAIS E *CORPORATE GOVERNANCE* CARACTERÍSTICAS CONSTITUTIVAS E ALGUMAS TENDÊNCIAS DO MERCADO BRASILEIRO

Uma das questões que mostramos no capítulo anterior é que, nos EUA, os fundos de pensão têm tomado várias medidas para pressionar as empresas-alvo de suas aplicações a adotar “melhores” práticas de governança corporativa. Percebe-se, no entanto, que esta tendência de se pressionar para a adoção de “melhores” práticas de governança corporativa não tem sido atributo exclusivo do mercado norte-americano. Nos últimos anos ela tem se alastrado para outros mercados, inclusive para os de países emergentes, suscitando crescentes indagações a respeito do tipo e da “eficiência” do sistema de *corporate governance* presente nos mesmos (LETHBRIGE, 1997).

O exame que vamos fazer neste capítulo vai no sentido de mostrar que estas questões estão intimamente relacionadas não só à intensificação do processo de desintermediação financeira, mas, sobretudo, à efetivação de políticas liberalizantes que, por sua vez, resultaram na diminuição das barreiras aos fluxos de capitais entre os países e no acirramento dos processos de privatizações, fusões e aquisições em escala global. O caso específico do Brasil é emblemático neste sentido. Não obstante as significativas mudanças nas estruturas societárias das empresas domésticas após a abertura financeira e os processos de privatizações, fusões e aquisições, além de não se desenvolver, o mercado de capitais doméstico está tendo a sua liquidez transferida para outros mercados no exterior (notadamente o dos EUA) e está “encolhendo” já que, muitas empresas nas quais se assistiram trocas de controle, estão optando pelo fechamento do capital no país. Ora, isto tudo acaba por gerar constrangimentos ainda maiores para os agentes que aplicam seus recursos no mercado de capitais, os quais têm reiterado, de forma mais acirrada, as suas reivindicações em prol da mudança nas práticas de governança corporativa adotadas pela grande maioria das empresas domésticas.

Contudo, como veremos, este tipo de mudança requerida não é trivial, pois, em consonância com a análise feita no capítulo 1, a mesma passa pela ruptura de elementos que se originaram no próprio Padrão de Industrialização Brasileiro e na Estrutura de Financiamento daí resultante, os quais relegaram o mercado de capitais a segundo plano no que se refere ao financiamento dos investimentos.

2.1 – As Características Básicas da Estrutura de Financiamento Brasileira

2.1.1 – Aspectos Constitutivos da Estrutura de Financiamento Brasileira

Se os países de industrialização atrasada incorreram em complexidades de tal ordem e magnitude que não puderam prescindir do papel do Estado, os que se industrializaram depois passaram por limitações ainda maiores (BARBOSA, 1985). Comparado ao dos países de industrialização atrasada, o processo de industrialização nos *países de industrialização retardatária* ou *tardia*²¹ (isto é, os países que se industrializaram já na era do capitalismo monopolista, dentre os quais se insere o Brasil) encontrou condicionantes adicionais que demandaram uma participação mais assídua e mais efetiva do Estado, não apenas como coordenador, articulador e empreendedor, mas também enquanto sustentador do sistema (CORRÊA, 1996). Isto se deu notadamente porque, além de ter sido instituído em um momento no qual o capitalismo monopolista já se tornara dominante em escala mundial, este processo (o de industrialização retardatária) partiu de economias primário-exportadoras sem quaisquer bases políticas e econômicas solidificadas em prol da industrialização.

Na verdade, o que se quer destacar com estas observações é o caráter *retardatário e periférico* da industrialização brasileira. Tal qual ocorrera nos países de industrialização atrasada, nos primórdios deste processo, o Brasil ainda não havia passado por um processo vigoroso de centralização de capitais e, desta forma, as forças agrária e urbano-industrial presentes não dispunham, sozinhas, de condições para definir os rumos do desenvolvimento (CORRÊA, 1996). Aqueles que não participaram da primeira revolução industrial, se não implantaram sua indústria pesada com o apoio do Estado, o fizeram em aliança com o grande capital financeiro internacional, cuja estratégia básica consistia em um esquema de expansão em escala mundial (TAVARES, 1986). Nesta perspectiva, a participação do Setor Público brasileiro não se

restringiu apenas às proteções tarifárias e não-tarifárias contra a importação de produtos concorrentes. Para além desta questão, o Estado atuou objetivamente no processo de industrialização, ao realizar investimentos em infra-estrutura, ao assegurar economias externas baratas ao capital industrial, ao viabilizar a entrada dos capitais e dos investidores externos, ao atuar diretamente na consolidação da estrutura de financiamento nacional e ao tornar-se, ele mesmo, produtor de bens e serviços (CARDOSO DE MELLO, 1982).

Diante deste prognóstico, o salto industrializante deu-se a partir da articulação do tripé Estado/Capital Privado Nacional/Capital Privado Estrangeiro. Neste esquema, coube ao Estado o provimento da infra-estrutura básica prévia e necessária à implantação dos investimentos dos investidores privados nacionais e estrangeiros, bem como a produção daqueles bens e serviços que não eram de interesse desses últimos - tendo em vista os riscos associados e a magnitude dos aportes mínimos de recursos necessários à sua efetiva implementação. Ao suprir determinados “*gaps* estruturais” da economia brasileira, o Estado atuou decisivamente no sentido de aumentar a atratividade do país frente aos investidores estrangeiros.

Em termos da estrutura produtiva brasileira, dado este papel do lado do Setor Público, verifica-se que o capital externo acabou por afluir basicamente para a produção de automóveis, eletrodomésticos e outros bens de maior teor tecnológico. Uma vez que estes setores exigiam grandes magnitudes de capital que não podiam ser supridos pelo capital individual nacional, houve a entrada maciça das grandes empresas internacionais (S.A) pela via do investimento direto (Lei 4.131).

O capital nacional, por sua vez, concentrou-se nos setores em que não havia grandes barreiras à sua entrada, já que eram menos intensivos em tecnologia, que não exigiam um alto grau de centralização de capitais para a sua efetivação e que, neste sentido, podiam ser levados adiante com base em empreendimentos essencialmente familiares. Este foi o caso, por exemplo, do setor de comércio, do setor bancário, das indústrias têxteis, de indústrias de alimentos e de outras indústrias “leves” que, em termos financeiros, podiam ser implantadas com elevado grau de capital próprio ou através da alavancagem do sistema bancário já existente (TAVARES, 1986; CARDOSO DE MELLO, 1982).

Constituiu-se, portanto, o referido tripé que alicerçou o crescimento da economia brasileira desde os anos 30 até o início dos 80 e consolidou um desenho de mercado em cuja estrutura básica predominavam grandes empresas estatais nas áreas de infra-estrutura, as

²¹ Tomando por empréstimo os termos cunhados por CARDOSO DE MELO (1982).

empresas privadas de controle familiar nas indústrias leves e as filiais de empresas estrangeiras nos setores de bens de consumo tecnologicamente mais avançados.

Quanto à estrutura de financiamento presente no país, embora o papel do Estado tenha sido fundamental para a sua organização, até o início da implantação das indústrias mais “pesadas” no pós-guerra, as empresas locais puderam prescindir de estruturas financeiras mais especializadas (TAVARES, 1983). O fato é que, antes do salto industrializante, as indústrias existentes concentravam-se na produção de bens que não exigiam plantas de grande porte e, desta forma, quando necessitou de recursos de terceiros, a grande maioria dos investidores pôde incorrer em financiamentos bancários de curto prazo. Mesmo que alguns setores necessitassem de prazos mais alongados nos financiamentos, esta estrutura conseguiu subsistir por muito tempo, dado que, via de regra, os empréstimos podiam ser repactuados e ampliados, principalmente nos períodos de grande crescimento da atividade econômica e de altas taxas de inflação.

Quando se analisa a estrutura de financiamento brasileira, o que fica patente é que, desde o início, o sistema bancário privado nunca incorreu em grandes riscos, mesmo quando ofertava recursos de curto prazo. Conforme destaca CORRÊA (1996), os intermediários financeiros privados trabalhavam com grande lucratividade e baixo risco em termos do crédito de curto prazo e a inflação aparecia como um mecanismo capaz de gerar grandes ganhos, engendrando um tipo específico de organização institucional do sistema financeiro, baseado no grande número de agências e em altos custos operacionais. De outra parte, a atuação do Estado neste período apresenta-se notadamente na montagem da infra-estrutura alavancada financeiramente pelo BNDES (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, então BNDE), banco público, cujos recursos provinham de captações compulsórias.

Percebe-se que o salto industrializante ocorreu sem que a estrutura de financiamento fosse modificada. Contudo, na medida em que o país desenvolvia o seu parque industrial, começaram a ser geradas novas demandas que exigiram a diversificação do financiamento e que engendraram alterações significativas na estrutura de financiamento brasileira (TAVARES, 1981). Com as Reformas de 64/67 tentou-se atender aos crescentes requerimentos da estrutura de financiamento do país, dando novas condições para o rápido crescimento que foi visto no período subsequente.

Não obstante, o que fica patente através da análise mais detalhada dos resultados destas reformas é que a sua implementação foi uma tentativa de transposição da estrutura de financiamento norte-americana, sem levar em conta as especificidades da economia brasileira. De acordo com CORRÊA (1996), esta perspectiva era permeada por um diagnóstico por parte

dos formuladores da Reforma que apontava que o financiamento do crescimento econômico do país era entravado por desajustes da estrutura de financiamento que bloqueavam a ligação entre os agentes deficitários e os agentes superavitários. A idéia era a de que estes últimos não destinavam seus recursos para as “finanças industrializantes”, de um lado, porque não havia canais adequados para tanto e, de outro, notoriamente, porque altíssimas taxas de inflação assolavam o país à época, dificultando o cálculo capitalista e inibindo a elaboração de contratos com prazos mais alongados.

Nesta perspectiva, a adequação da estrutura de financiamento doméstica foi considerada condição *sine qua non* não só para organizar mecanismos privados de alongamento de prazos, mas também para retirar este peso do Estado - que nesta época já se colocava enquanto a única fonte de recursos com estas características no país. Aqui, é importante colocar que a reformulação do mercado de capitais e a concessão de incentivos ao seu desenvolvimento eram um dos principais pontos a serem atacados pelas reformas propostas nesse período.

Porém, contrariamente ao proposto pelos formuladores da dita Reforma, o que de fato ocorreu foi que várias das características presentes anteriormente foram acentuadas, consolidando uma estrutura na qual (CORRÊA, 1996):

- a) Os intermediários privados operavam com uma organização concentrada e conglomerada, suprimindo, na prática, a segmentação proposta pela Reforma e estabelecendo uma redução geral de prazos nas suas áreas de atuação, permanecendo a lógica da estrutura inflacionária do período anterior;
- b) Trabalhava-se com contratos com diferentes indexadores (como, por exemplo, câmbio, correção monetária e moeda legal), com operações extremamente especulativas e frágeis, preservando-se o esquema inflacionário. Dada a “fragilidade” desta estrutura, o papel do Estado como garantidor do sistema mostra-se fundamental;
- c) Na estrutura que se efetiva, não se altera, de fato, a forma do financiamento ao investimento. A oferta de crédito de longo prazo foi feita pelo Estado (contrariamente ao disposto da dita Reforma) com os bancos específicos para cada setor da economia: via BNH (Banco Nacional de Habitação), para a construção civil através da captação do FGTS (Fundo de Garantia por Tempo de Serviço); via Banco do Brasil, utilizando-se de recursos externos e de exigibilidades bancárias para o provimento do crédito agrícola; e via BNDES para o financiamento à indústria e a outros setores, através dos adicionais sobre o Imposto de Renda e, depois, do PIS/PASEP.

A abertura para a entrada de capital estrangeiro tornou possível a perspectiva da obtenção de empréstimos externos (via Lei 4.131), mas este tipo de financiamento era e continua sendo

restrito a um seleto número de empresas de maior porte. Além disso, mesmo estas últimas, por vezes, não conseguem acessar os recursos externos, pois, além dos indicadores de performances microeconômicas analisados, estes recursos são condicionados às expectativas acerca dos fundamentos da economia brasileira e a outras questões que impactam aumentando os riscos ou diminuindo a atratividade do país frente aos agentes externos.

Como posto, a captação direta de recursos no mercado de capitais também era um dos objetivos das Reformas de 64/67. Ou seja, no nível do diagnóstico destas reformas, tentou-se copiar a estrutura de financiamento norte-americana, buscando estimular a alavancagem de recursos através da relação dos Bancos de Investimento com o mercado de capitais. Para tanto, verificou-se não só a aprovação da Lei de Mercado de Capitais em 14 de Julho de 1965 (Lei 4.725/65), como também a concessão de diversos incentivos ao crescimento deste mercado. Entretanto, embora tenha apresentado taxas de crescimento em alguns períodos (especialmente nos anos 70), tendo em vista especialmente a baixíssima centralização de capitais existente no país, o desenvolvimento deste mercado não deslanchou.

Assim, a estrutura de financiamento vigente no Brasil, assim como em outros países que se industrializaram posteriormente à industrialização inglesa, deu-se baseada no sistema de crédito. No caso brasileiro foi o sistema bancário público que atuou pela via de captações compulsórias e do oferecimento de recursos, por vezes, com juros reais negativos. Apesar dos esforços e da legislação empreendida, o mercado de capitais nunca ocupou papel de destaque no financiamento às empresas domésticas. A seguir apresentaremos, dentre outros aspectos, alguns determinantes do desenvolvimento deste mercado no Brasil.

2.1.2 – A Conformação Inicial do Mercado de Capitais Brasileiro e seus Limites: o papel dos incentivos fiscais²²

No período das Reforma financeiras dos anos 60, o diagnóstico quanto aos problemas do sistema financeiro atribuía aos Financiamentos Oficiais grande parte dos componentes que causavam os altos índices inflacionários vigentes à época, levando o Governo à contenção do fornecimento de crédito às empresas e provocando fortes crises de capital de giro no âmbito das mesmas (TRUBEK, *et al.*, 1971). Assim, a reforma do mercado de capitais brasileiro esteve entre os fatos que marcaram as grandes discussões políticas e econômicas no bojo do Governo à época. A idéia era a de que o financiamento via mercado de capitais seria menos inflacionário do que o financiamento governamental, posto que o mesmo não demandaria o aumento da emissão

²² Esta seção tem como base o trabalho de TRUBEK, *et al.* (1971).

de moedas e que proporcionaria uma forma mais barata de financiamento, redundando, com base neste último aspecto, na diminuição do custo do produto. Por outro lado, isso resolveria os problemas decorrentes das restrições de crédito impostas pelo Governo neste período, as quais estavam causando sérios problemas de liquidez para as empresas, sobretudo, no curto prazo.

Os impulsos ao desenvolvimento do mercado de capitais residiram efetivamente em um dos principais aspectos de política econômica do Governo Castelo Branco, tendo em vista que se entendia que dificilmente as livres forças do mercado conseguiriam, *per se*, criar um volume de “poupança” necessário à melhoria da performance do mercado de capitais. Desta forma, foram iniciados, no bojo das ditas Reformas, vários reparos na estrutura de financiamento nacional, sendo que a introdução de uma política de incentivos à evolução do mercado de capitais veio diretamente deste processo.

Uma das medidas sancionadas neste sentido foi a criação do FUNDECE (Fundo de Democratização do Capital das Empresas), em 1964, instituindo-se um mecanismo que, de forma indireta, forçava as empresas com problemas de financiamento a abrirem o capital. A despeito de seu título dar a indicação de que haveria uma “democratização do capital das empresas brasileiras²³”, este Fundo inseria-se no âmbito de uma política antiinflacionária do referido Governo. Como enfatizado, este, tendo implementado uma política creditícia altamente restritiva, tentava, com o FUNDECE, fornecer capital de giro às empresas industriais, sem que isso redundasse em impactos inflacionários.

Para cumprir os seus objetivos de estimular o desenvolvimento do mercado de capitais, o Governo condicionou a obtenção dos recursos do Fundo ao cumprimento de determinadas exigências por parte das empresas. Ou seja, embora os recursos do FUNDECE tivessem vindo de empréstimos levantados junto à Agência Interamericana de Desenvolvimento, para auferir de seus benefícios, teriam direito prioritário aos recursos do Fundo as empresas que (a) abrissem o capital; (b) produzissem para a exportação e (c) aquelas cuja produção fosse necessária para eliminar certos “gargalos estruturais” presentes à época (TRUBEK, *et al.*, 1971). Na medida em que as companhias deveriam abrir o capital para ter acesso aos recursos do FUNDECE, a perspectiva era a de que elas poderiam saldar os seus débitos por meio da emissão de ações que, por sua vez, seriam negociadas em Bolsa²⁴.

²³ Na verdade, quando se analisa a operacionalização do FUNDECE, o que fica claro é que este Fundo nunca se preocupou, de fato, com a democratização do capital das empresas e nem mesmo valorizou o papel do acionista dentro delas (TRUBEK, *et al.*, 1971).

²⁴ De acordo com TRUBEK, *et al.* (1971), as ações das empresas que levantaram recursos junto ao FUNDECE poderiam ser ofertadas ao público de diversas formas, sendo que uma delas era a compra dessas ações pelo próprio FUNDECE. Este posteriormente as ofertaria ao público, agindo com uma espécie de *underwriter*.

Tal qual o FUNDECE, a **Lei 4.506**, de 30 de Novembro de 1964, também inseriu-se no bojo das políticas que objetivavam aumentar a capitalização das empresas brasileiras. Ainda que se tratasse, de fato, de uma lei que diz respeito à cobrança de Imposto de Renda, a mesma estimulava a abertura de capital das empresas, uma vez que o seu artigo 38 instituiu o imposto sobre lucros e dividendos distribuídos por estas últimas e seu artigo 39 isentava deste imposto apenas àquelas empresas que podiam ser consideradas de capital aberto.

Buscava-se também com esta lei aumentar o percentual de ações com direito a voto (ordinárias) *vis-à-vis* as sem direito a voto (preferenciais) e expandir gradativamente o público participante do mercado de capitais. Esta lei estabelecia que as S. A. deveriam ter, no mínimo, 30% de suas ações com direito o voto nas mãos dos acionistas não controladores e que, a cada ano, existissem pelo menos 20 novos acionistas dentre o público, aumentando em 1% a porcentagem de ações com direto a voto. Para além destes aspectos, porém, a Lei 4.506 tornou-se importante por ter sido a primeira tentativa do Governo Castelo Branco de definir as condições pelas quais as empresas seriam consideradas Sociedades Anônimas (TRUBEK, *et al.*, 1971).

Por outro lado, em 1965, com a promulgação da “**Lei do Mercado de Capitais**” no bojo das Reformas de 64/67, tentou-se dar mais representatividade ao mercado de ações brasileiro no financiamento dos investimentos. A expectativa do Governo era facilitar e aumentar a negociação das ações no mercado, alterando muitos dos preceitos constituídos pela Lei 4.506 e estabelecendo “novos requisitos” para que as empresas pudessem efetivamente serem consideradas de capital aberto.

Contudo, estes requisitos só foram definitivamente regulamentados pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) a partir da instituição da **Resolução 16** do Banco Central, em Fevereiro de 1966. Esta Resolução visava à definição das empresas enquanto S. A., estabelecendo como tal, não apenas as companhias que apresentavam alto índice de negociabilidade de suas ações em Bolsa, mas também aquelas que buscavam atingir este índice. Entretanto, se de um lado a Resolução 16 impactava positivamente sobre o mercado de capitais por conta da sua atuação no sentido de aumentar a negociabilidade das ações das empresas, de outro, ela inseria elementos que poderiam incidir em direção contrária. Um exemplo disso foi a exclusão de alguns dos critérios constituídos pela Lei 4.506 que tencionavam expandir tanto o número de acionistas das empresas quanto o de ações com direito a voto.

Tendo em vista estas ambigüidades, com a **Resolução 106**, o Governo revogou a Resolução 16, retomando alguns dos requisitos impostos pela Lei 4.506. A sobrevalorização da questão da negociabilidade das ações em Bolsa estabelecida pela Resolução 16 foi eliminada

pela Resolução 106, que retornou à perspectiva de “democratização do mercado de capitais” via expansão de sua base de acionistas e do aumento gradativo do percentual de ações com direito a voto, ambos implícitos anteriormente na Lei 4.506. Ademais, é importante colocar aqui que, a partir da Resolução 106, desenvolveram-se mais alguns tipos de incentivos fiscais, não apenas à disposição das Sociedades de Capital Aberto, mas também aos acionistas destas últimas. Para os acionistas, estes incentivos redundaram em atrativos descontos no pagamento do Imposto de Renda, uma vez que eles podiam deduzir de sua renda bruta 30% da quantia aplicada na aquisição das ações (no caso de subscrição de novas ações emitidas pelas empresas) e que os mesmos auferiam de descontos nos dividendos recebidos de companhias abertas quando da declaração de suas rendas. Para as empresas, os incentivos fiscais impactavam reduzindo o custo do pagamento de dividendos, dado que estes estavam isentos do *Imposto de Renda Especial* de 5% sobre a distribuição de lucros.

No entanto, é preciso ficar claro acerca da Resolução 106 que, não obstante a mesma ter retomado os principais princípios estabelecidos pela Lei 4.506 (que pretendiam a expansão do número de ações ordinárias e do público aplicador do mercado de ações), ela não impunha a emissão de novas ações por parte das companhias de capital aberto. Desta forma, muitas empresas podiam suprir as exigências implícitas nesta Resolução apenas com a venda gradual de ações ordinárias por parte de seus controladores, sem que houvesse novos aportes de capitais para as mesmas. Ora, isto representou um sério obstáculo ao efetivo alcance dos objetivos da referida Resolução, já que, atendendo gradualmente aos ditames desta última, a grande maioria das empresas levaria vários anos para atingir os limites exigidos no tocante ao público e ao percentual de ações com direito a voto.

A partir da análise acima, percebe-se que a perspectiva do Governo era a de que a promulgação da Lei de Mercados de capitais e a concessão dos incentivos às empresas de capital aberto, articulados com o estímulo à formação de Bancos de Investimento privados, fariam com que o país dispusesse de novas fontes rápidas, dinâmicas e não-inflacionárias de financiamento de longo prazo. A despeito destas medidas, porém, a performance do mercado de capitais brasileiro ainda estava aquém da esperada pela grande maioria dos interessados em seu desenvolvimento, principalmente aqueles ligados ao Governo²⁵. Isto foi corroborado por um relatório governamental que, além de enfatizar estas questões, apregoava que os incentivos concedidos até então para a abertura de novas companhias, eram insuficientes e insatisfatórios e

²⁵ Na verdade, havia um conflito entre aqueles que queriam resolver os problemas de curto prazo, cujo maior expoente era a questão do capital de giro às empresas, e aqueles que tinham objetivos mais de longo prazo, se

que o número de pessoas que aplicavam em ações estava em declínio (GUNDIN, 1967, *apud* TRUBEK, *et al.*, 1971).

Mediante este prognóstico, em Fevereiro de 1967, foi instituída a mais significativa medida do Governo visando dar impulso ao mercado de ações no Brasil por meio de incentivos fiscais à capitalização das empresas, ou seja: o **Decreto-Lei 157** (comumente denominados “**Fundos 157**”). Este novo mecanismo dava como opção ao pagamento de determinadas percentagens do Imposto de Renda (a todos os contribuintes, inclusive as firmas), a aplicação em Certificados de Compra de Ações (CCA). Estes só poderiam ser emitidos por instituições financeiras autorizadas²⁶ que, por sua vez, constituiriam *fundos de investimentos especiais* (do tipo condomínio) sujeitos às regras que o Governo estipulou para regular os fundos de investimentos e compostos unicamente por papéis de empresas que: (a) colocassem novas ações ou debêntures conversíveis de emissão própria no mercado; (b) alienassem imóveis cujo valor alcançasse, no mínimo, 15% do seu capital declarado; e (c) que aplicassem os recursos oriundos do aumento do capital amortizado como capital circulante.

Conforme destaca TRUBEK *et al.*(1971), o funcionamento destes Fundos 157 era análogo ao do FUNDECE: as empresas deviam cumprir certos requisitos para se habilitarem à utilização de seus recursos e, adicionalmente, previa-se que as empresas pré-qualificadas enquanto tomadoras de recursos saldariam seus débitos via abertura de capital e/ou através da emissão pública de *novas ações*. Isto reduziria concomitantemente a dependência dessas empresas do crédito bancário e o fornecimento, pelo Governo, dos financiamentos considerados inflacionários. Contudo, estes dois fundos apresentavam duas diferenças principais, a saber: (a) ao contrário do FUNDECE, que repassava recursos da Agência Interamericana de Desenvolvimento ao Banco do Brasil, os Fundos 157 levantavam os recursos por meio das decisões de cada aplicador em particular. Verifica-se, de outra parte, que (b) o Banco do Brasil era encarregado de distribuir os recursos do FUNDECE às empresas, enquanto que no sistema-157, o Banco Central apenas estipulava uma lista das empresas que cumpriam as exigências para se habilitar aos recursos, ficando, assim, a escolha delas a cargo dos administradores dos Fundos 157.

Percebe-se que os Fundos 157, juntamente com os demais incentivos concedidos pelo Governo, contribuíram para o aumento do número de empresas de capital aberto no país. Para se

preocupando em desenvolver, sustentavelmente, o mercado primário e secundário para os títulos corporativos e governamentais domésticos (TRUBEK, *et al.*, 1971).

²⁶ De acordo com TRUBEK *et al.*(1971), somente os bancos de investimento poderiam receber os depósitos. Isto, como já enfatizado, está intimamente ligado à tentativa de cópia do Sistema Financeiro norte-americano por parte do Governo Brasileiro a partir das Reformas de 64/67.

ter uma idéia, o volume de negociações em Bolsa como percentagem do PIB saiu de 0,35% em 1968 para 9%, em 1971, e o valor de mercado das ações registradas em Bolsa aumentou de 4% para mais de 40% do PIB neste período (BERTÉ, 1998). Assim, o que se coloca é que os incentivos fiscais oferecidos fizeram com que um grande número de empresas nacionais abrisse o capital no mercado de capitais brasileiro. Poder-se-ia dizer, então, que o estrondoso crescimento da economia no final dos anos 60 e início dos 70 foi acompanhado pelo crescimento do mercado acionário, que presenciou aumentos nos preços e volume de títulos negociados. Contudo, é preciso relativizar estes movimentos.

Quando se vai analisar os elementos que buscam a mensuração de alguns indicadores da performance do mercado de capitais, deve-se ter em mente que praticamente não havia movimentos significativos neste mercado nos períodos anteriores à concessão dos referidos incentivos fiscais. Ora, desta maneira, quaisquer movimentos positivos, por menores que fossem, poderiam consubstanciar-se em significativos indicadores de performances do mercado de ações. Além disso, vale sublinhar mais uma vez que estes movimentos só se verificaram por conta dos fortes incentivos fiscais presentes à esta época, sem os quais muitas empresas não teriam sequer aberto a sua estrutura de capital. Assim, uma vez arrefecidos os incentivos, a performance do mercado de capitais brasileiro mudou: o volume de negociações em relação ao PIB, que era 9%, em 1971, caiu para 1,8%, em 1980 (BERTÉ, 1998).

Em suma, a despeito do crescimento relativo verificado em períodos anteriores, em consonância com outros mercados de capitais de países latino-americanos, é sabidamente reconhecido o fato de que o mercado brasileiro sempre teve um desenvolvimento limitado. Na verdade, o mercado de capitais brasileiro, como os de outros países de industrialização tardia, não podia meramente nascer a partir de uma legislação incentivadora da abertura de capitais. O desenvolvimento dos mercados de capitais é resultante de uma dinâmica capitalista que envolveu uma concorrência de capitais centralizados. Conforme coloca CORRÊA (1996: 99/100):

“... a constituição das Sociedades Anônimas e logicamente do mercado de capitais está vinculada ao próprio desenvolvimento das forças produtivas capitalistas, que relacionam a necessária imbricação do movimento de concentração e centralização de capitais com o advento e disseminação de técnicas produtivas avançadas que exigem plantas de grandes dimensões. Estes empreendimentos não são enfrentados pelo capital individual sendo que aí, a dinâmica da concorrência é particular e o advento e crescimento do mercado de capitais estão vinculados a ela”.

Como posto, no caso brasileiro, a maioria das empresas nacionais não era de grande porte e os investimentos efetivavam-se via capital próprio ou por meio de repactuação de créditos de curto prazo. No período do Milagre, estas empresas continuaram a ter acesso ao crédito bancário

de curto prazo repactuado do sistema bancário e também ao crédito do BNDES que já era a única alternativa doméstica de recursos de longo prazo. Deste modo, as empresas privadas nacionais praticamente não se financiavam no mercado de capitais.

Na verdade, os incentivos fiscais levaram a que firmas familiares abrissem o capital sem o intuito de negociar as ações. Aliás, muitas empresas das que abriram o capital não chegaram a negociar efetivamente suas ações e nunca quiseram perder o controle corporativo. A grande maioria das empresas que efetivamente são de grande porte no país era de capital estatal. Tais quais as privadas, as empresas estatais também eram avessas à perda do controle corporativo, mas foram elas que se consubstanciaram no carro-chefe do mercado de capitais nacional. A legislação de baixa proteção aos acionistas e que permitiu a grande participação de ações preferenciais no mercado relativamente às ordinárias, tem relação com esta estrutura e com o poder de mercado destes agentes.

Assim, como vimos, o sistema bancário privado sempre se concentrou nos empréstimos de curto prazo e, não obstante algumas mudanças ocorridas no bojo do mercado de capitais doméstico nos últimos anos, o Governo sempre foi e continua sendo a principal fonte de recursos de longo prazo no Brasil, particularmente via recursos do BNDES.

2.2 – Anos 90: a modificações da estrutura de financiamento nacional e o novo desenho do mercado de capitais brasileiro

A partir do início dos anos 90, as empresas domésticas experimentaram alterações significativas no ambiente em que operavam. Elas assistiram ao processo de abertura comercial e financeira levado a cabo pelo ex-presidente Collor e reiterado pelo atual Governo e, com isto, passaram a ter presente em sua estrutura societária - antes dominados pela estrutura familiar e estatal – novos atores, dentre os quais se destacam os agentes externos e os fundos de pensão nacionais.

De outra parte, com a grande liquidez reinante nos mercados internacionais, algumas empresas voltaram a acessar o financiamento externo para alavancar os seus investimentos e/ou rolar dívidas contraídas antes no mercado interno, só que, nesta nova configuração, a alavancagem passou a se dar via lançamento de títulos de dívida direta.

Salienta-se ainda no âmbito destas alterações o processo de privatizações e de reconfiguração do sistema bancário nacional. Estes movimentos começam a indicar a existência de mudanças na estrutura de financiamento nacional, sendo que os fundos de pensão nacionais,

por serem grandes aglutinadores de capitais, podem ter um importante papel nesta nova configuração. Vejamos inicialmente os principais elementos da reconfiguração do sistema bancário para, a seguir, tratarmos da redefinição do mercado de capitais e de seus limites.

2.2.1 – A Nova Institucionalidade do Sistema Financeiro Nacional

2.2.1.1 - A abertura financeira

É sabidamente reconhecido o fato de que um dos efeitos do Plano Real foi o aumento da dependência do país no que se refere à entrada de recursos externos. Logo após a implantação da reforma monetária, um dos fatores que garantiu a estabilização dos preços internos foi a manutenção de uma apreciação cambial que amplificou substancialmente os efeitos da abertura comercial²⁷, provocando um grande aumento das importações e implodindo a Balança Comercial (TAVARES, 1998). Assim, a contrapartida necessária à contenção dos sucessivos déficits em Conta Corrente e, desta forma, ao financiamento do Balanço de Pagamentos, foi o aperfeiçoamento e a constituição dos mecanismos de viabilização e de incentivos à entrada de recursos externos no país.

Ainda que a maior parte destes mecanismos tenha sido iniciado antes do Plano Real, o detalhamento dos mesmos mostra que eles foram oportunamente utilizados no bojo das estratégias de estabilização de preços adotadas pelo Governo. Além disso, cumpre enfatizar, no tange aos nossos objetivos, que a instituição de alguns destes mecanismos contribuiu, sobremaneira, para o aumento dos volumes negociados em Bolsa e para que houvesse importantes reestruturações societárias no mercado brasileiro, tendo em vista o aumento da participação do capital estrangeiro no país.

(i) A abertura da Conta Empréstimos

No âmbito do Balanço de Pagamentos, a Conta Empréstimos faz parte da Conta Capital. Em termos mais específicos, pode-se perceber que esta conta contabiliza duas importantes alternativas de captação de recursos no exterior. Uma delas são os créditos captados pelo setor bancário nacional via Resolução 63 - uma das formas básicas de ingresso de recursos no país nos

²⁷ Embora a abertura comercial tenha se iniciado já no início dos anos 90, quando se observou não só a redução das barreiras não tarifárias (com a eliminação de restrições de natureza fronteiriça e com a redução de listas importações proibidas em 1990), mas também das tarifárias (com diminuições gradativas das tarifas médias de importação), a mesma se ampliou após o início do Plano Real, sendo que, além da continuidade da redução das tarifas médias (exacerbadas ainda mais pela implementação da Tarifa Externa Comum –TEC - do Mercosul), um dos fatores que contribuíram decisivamente com os déficits da Balança Comercial foi a acentuada sobrevalorização do Real (FRITSCH & FRANCO, 1991; D'ALMEIDA, 1999).

anos 70 – e a outra reside na captação direta de recursos por intermédio do lançamento de títulos no exterior (*Bonds, Notes, Commercial Papers*, Certificados de Depósitos, etc.) por parte de empresas financeiras e não financeiras.

Nos últimos anos, a Conta Empréstimos tem experimentado importantes alterações, especialmente no que se refere à criação de novos títulos alternativos para captação de recursos no exterior. Uma destas alterações residiu na instituição da **Resolução 1.734** de 2 de Janeiro de 1990, pela qual as empresas brasileiras foram autorizadas a emitir *Commercial Papers* no exterior. A **Resolução 1.834** de 26 de Junho de 1991, por sua vez, possibilitou que o exportador, com base no contrato de exportação, pudesse emitir um título no mercado internacional com lastro em suas vendas futuras no exterior. Já a **Circular 2.199** de 16 de Julho de 1992 estabeleceu as condições para a colocação, no exterior, de títulos conversíveis em ações de instituições sediadas no país (D'ALMEIDA, 1999).

Estas medidas, juntamente com o retorno do país aos mercados internacionais de capitais a partir do início da década de 90, deram novo ânimo à captação de recursos no exterior e constituíram-se em uma fonte de financiamento relativamente barata e importante para as empresas de grande porte situadas no país. Um dos destaques importantes quanto a esta questão refere-se ao fato de que estes novos mecanismos estão ligados ao processo de securitização, a partir do qual parte dos recursos da Conta Empréstimos não entra mais via crédito bancário, mas sim, por meio do lançamento de títulos de dívida direta. Isto obviamente tem impactos para o desenho do sistema, uma vez que esta parte do financiamento não passa pela intermediação bancária.

(ii) A abertura da Conta Investimento

No bojo da Conta Investimento (Direto e de Portfólio) também foram processadas várias alterações. No que tange aos Investimentos de Portfólio, destaca-se, sobretudo a partir da segunda metade da década de 80, a constituição de algumas medidas que estiveram intimamente vinculadas à tentativa de negociação da dívida externa. Mediante esta perspectiva, adotou-se, através da **Carta-Circular 1.125** de 1984, a conversão da dívida externa em títulos de longo prazo (Securitização da Dívida Externa) em investimento ao par, sendo que com a **Resolução 1.460** de Fevereiro de 1988, esta conversão passou a ser feita pelo valor líquido para fins de registro de capital. De outro lado, no final de Março de 1987, o Governo instituiu a **Resolução 1.289** que regulamentou as Sociedades de Investimento, os Fundos de Investimento e as Carteiras de Títulos e Valores Imobiliários. Com a alteração desta Conta (a de Investimentos de Portfólio), o Governo buscou incentivar a entrada dos recursos externos que haviam se

escasseado em decorrência da grave crise cambial pela qual passou a economia brasileira no final de 1986 e início do ano seguinte, tendo em vista o fracasso do Plano Cruzado e, logo em seguida, a decretação da moratória da dívida (D'ALMEIDA, 1999).

A partir do início da década de 90, as modificações observadas na Conta Investimento de Portfólio desligaram-se parcialmente da dívida e passaram a ser motivadas mais de perto pelas políticas liberalizantes sancionadas pelo Governo Collor e pelo desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro. Neste sentido, a defesa do projeto de privatização rendeu mais uma Resolução para viabilizar a participação do capital estrangeiro na compra de empresas estatais: a **Resolução 1.806** de 27 de Março de 1991.

A **Resolução 1.832**, por sua vez, foi instituída na esteira das medidas que buscavam melhorar a performance do mercado de capitais doméstico. Embora mais adiante tenha sido em parte sobrepujada pela **Resolução 1.927** (que instituiu o programa de lançamentos de *Depositary Receipts*²⁸), esta resolução buscou tanto o aproveitamento da inundação de recursos no exterior oriunda dos investidores institucionais estrangeiros - uma vez que estabeleceu que estes agentes pudessem aplicar diretamente no país -, quanto o crescimento e aumento da liquidez do mercado de capitais doméstico.

Nesta mesma linha, foram instituídas ainda outras três opções de aplicação dos agentes externos no país (D'ALMEIDA, 1999). A primeira delas reside na criação dos fundos de renda fixa por meio da **Resolução 2.034** de 17 de Dezembro de 1993, que separou integralmente as aplicações de renda variável das de renda fixa²⁹. Por seu turno, em 14 de Janeiro de 1994, a **Instrução CVM 205** representou uma oportunidade de diversificação de carteira para os "investidores" externos, uma vez que a sua forma foge das aplicações tradicionais. Por fim, com a **Instrução CVM 209** de 25 de Março de 1994, estabeleceu-se a disciplina dos Fundos Mútuos de Empresas Emergentes, constituindo-se em mais uma medida de incentivo ao mercado acionário doméstico.

No que se refere especificamente ao Investimento Estrangeiro Direto (IED), como se sabe, o marco inicial da sua regulamentação no Brasil deu-se com a sanção da **Lei 4.131** implementada no em Setembro de 1962, visando, sobretudo, obstaculizar as remessas de lucros, juros e dividendos ao exterior, uma vez que impunha a taxaçoão de 25% sobre as mesmas. Após o

²⁸ Como destacaremos mais à frente, com a possibilidade de captação direta no mercado externo (sobretudo o norte-americano) via lançamento de *Depositary Receipts*, a liquidez do mercado acionário brasileiro está, aos poucos, sendo transferida para o exterior, uma vez que com esta alternativa de aplicação os agentes residentes no exterior não precisam incorrer no risco cambial para ter acesso à papéis de empresas brasileiras e que estas últimas conseguem levantar recursos com custos e prazos mais acessíveis relativamente às alternativas domésticas.

Golpe Militar de 1964, esta lei sofreu algumas modificações com a promulgação da Lei 4.390 sem alterar, contudo, os itens referentes às taxações. Esta foi a legislação básica que regulamentou o IED no país até o início dos anos 90, quando a mesma foi modificada pelo Governo Collor.

QUADRO II.1
ACESSO DOS NÃO-RESIDENTES ÀS MODALIDADES DE INVESTIMENTOS
ESTRANGEIROS NO MERCADO FINANCEIRO NO PAÍS

Natureza	Legislação	Data	Modalidades	Investimento Estrangeiro
Direto	Lei 4.131	03/09/62	Investimento Direto Estrangeiro (IDE)	Pessoas Jurídicas
Portfólio	Resolução 1.289	20/03/87	Socied. Investimentos Fundos Investimentos Cart. Títulos Val. Imobil.	Pessoas Físicas Pessoas Jurídicas Fundos de Investimentos
	Resolução 1.460	01/02/88	Fundo de Conversão	Pessoas Físicas Pessoas Jurídicas Fundos de Investimentos
	Resolução 1.806	27/03/91	Fundo de Privatização	Pessoas Físicas Pessoas Jurídicas Fundos de Investimentos
	Resolução 1832	31/05/91	Cart. Títulos Val. Imobil	Investidores Institucionais
	Resolução 1.927	18/05/92	Depositary Receipts - DR	Adquirentes de DR's emitidos para instituições depositárias no exterior
	Resolução 2.034	17/12/93	Fundo de Renda Fixa	Pessoas Físicas Pessoas Jurídicas Fundos de Investimentos
	Instr. CVM 205	14/01/94	Fund. Invest. Imobiliário	Pessoas Físicas Pessoas Jurídicas Fundos de Investimentos
	Instr. CVM 209	25/03/94	Fund. Emp. Emergente	Pessoas Físicas Pessoas Jurídicas Fundos de Investimentos

Fonte: D'ALMEIDA (1999: 30)

Em consonância com vários países que optaram por acatar os receituários liberalizantes propagados internacionalmente (notadamente pelo FMI e pelo BIRD), o Governo Collor introduziu alguns mecanismos que buscavam a igualação do tratamento do capital estrangeiro ao capital doméstico e, por conseguinte, incentivar à entrada de IED. Nesta perspectiva, a Lei 8.383, de 30 de Dezembro de 1991, eliminou o imposto suplementar de renda (que ultrapassasse 12% do capital registrado) e reduziu o imposto de renda incidente na fonte sobre os residentes no exterior de 25% para 15% (FREITAS, 1996, *apud* D'ALMEIDA, 1999).

As alterações seguintes na regulamentação sobre o IED efetivaram-se no Governo Fernando Henrique Cardoso, processando a continuidade da melhoria do tratamento reservado ao capital estrangeiro no país, mas estando também estreitamente relacionadas às necessidades crescentes de financiamento do Balanço de Pagamentos. Assim, a Lei 9.249 de 26/12/95 estabeleceu uma série de incentivos ao capital estrangeiro, ao permitir o pagamento de juros a título de remuneração do capital próprio; ao estabelecer a redução de 25% para 15% da alíquota

²⁹ Conforme coloca D'ALMEIDA (1999), até este momento, através do Anexo IV (Resolução 1.289) eram permitidas algumas aplicações de renda fixa em sua composição, as quais, entretanto, foram totalmente eliminadas a partir da implementação da Resolução 2.034.

de imposto de renda na fonte sobre remessa de “royalties”; e ao instituir a isenção de imposto de renda na fonte sobre lucros e dividendos.

Conforme destaca D’ALMEIDA (1999), o que se percebe é que a perspectiva desenfreada de levantar recursos externos fez com que as empresas estrangeiras dotassem de tratamento cada vez mais atrativo para operar na economia brasileira. Diante deste prognóstico, instituiu-se também, em Fevereiro de 1995, a **Lei das Concessões**, que viabilizou a participação das empresas estrangeiras, nas mesmas condições que as nacionais, na prestação de serviços públicos - nos setores de energia elétrica (geração, transmissão e distribuição), telecomunicações, transportes, construção (rodovias, portos e aeroportos), saneamento básico e abastecimento de água.

Em suma, se de um lado a abertura financeira da economia brasileira serviu efetivamente enquanto um dos instrumentos utilizados pelo Governo no bojo de seus objetivos macroeconômicos, de outro, viabilizou, sobremaneira, o aumento da participação do capital estrangeiro no país. Este último fato, por seu turno, concorreu para o ingresso deste capital no mercado de capitais nacional e permitiu o movimento de reestruturações societárias das empresas domésticas nos últimos anos.

2.2.1.2 – Alterações da estrutura de propriedade do Sistema Bancário Nacional

O movimento de abertura financeira é um dos fatores de mudança estrutural que impacta sobre o desenho do mercado de crédito, haja vista que o referido movimento permite o crescimento do processo de securitização. No âmbito deste processo, as empresas podem lançar títulos de dívida direta no exterior e os aplicadores internacionais podem entrar no país e negociar títulos. Os bancos, de outro lado, reduzem sua atuação na intermediação via oferta de créditos e aumentam o seu papel no processo de *underwriting* (subscrição e lançamento de títulos corporativos no mercado) e de administração de recursos de terceiros. É justamente este reordenamento que viabiliza o mercado de títulos mobiliários e o papel dos investidores institucionais.

O que se assistiu ao longo dos últimos anos foi que as empresas de maior porte têm conseguido alavancar recursos por meio do lançamento de títulos de dívida direta, notadamente nos momentos em que os ambientes interno e externo o permitiram – como, por exemplo, do início do Plano Real até o período da Crise da Ásia no segundo semestre de 1997. Deste modo, as captações brasileiras cresceram, sobremaneira, ingressando no país através da colocação destes títulos nos mercados internacionais. Para se ter uma idéia deste movimento, basta ter em mente que as empresas brasileiras levantaram cerca de US\$ 3.462 milhões de 1991 a 1999 com a

da colocação de títulos de renda fixa, sendo que, deste total, US\$ 2.827 milhões (81,65%) foram captados até 1996 (isto é, antes da crise asiática) (GAZETA MERCANTIL, 13/12/1999). O que se tem evidenciado, por conseguinte, é o avanço da desintermediação financeira.

A abertura financeira afetou a estrutura de financiamento nacional em vários aspectos. Esta abertura permitiu que se efetivasse uma mudança na forma de ingressos dos recursos estrangeiros no país, os quais passaram a se dar de forma mais diversificada e não mais essencialmente via crédito bancário. Verificamos que, do lado da Conta Empréstimos, proliferaram diferentes mecanismos de lançamento de títulos de dívida direta visando à captação de recursos no exterior. Por outro lado, a abertura da Conta Investimento de Portfólio permitiu o ingresso de recursos estrangeiros no mercado de capitais nacional, o que, segundo os propositores desta política, seria um importante elemento para dinamizar este mercado e para facilitar a alavancagem de recursos para as empresas. Estes elementos, por si sós, já impactam sobre o papel do mercado de crédito dentro da estrutura de financiamento nacional.

Além dos fatores mencionados acima, cumpre enfatizar que a abertura financeira também afetou o desenho básico do mercado de crédito porque, por intermédio da articulação de brechas na legislação, foi ampliada a participação do sistema bancário internacional no país. Estes fatores, conjuntamente, levaram a uma reconfiguração do sistema bancário nacional, especialmente no que tange à estrutura de propriedade e controle (ALMEIDA FILHO & CORRÊA, 2000).

Contudo, mesmo considerando estas mudanças, preservou-se no mercado de crédito do país uma estrutura em que os intermediários privados atuam essencialmente no curto prazo, com a alavancagem de longo prazo ficando a cargo dos Bancos Oficiais e do ingresso de recursos externos. A diferença é que, hoje, estes recursos podem ingressar no país via mercado de capitais, em uma lógica completamente diferente daquela que prevalecera até o final dos anos 70. Ou seja, não obstante os ajustes observados desde o final da década de 80 e os que se destacaram nos anos 90, os movimentos de mudança do sistema bancário não vão no sentido de indicar que os intermediários financeiros privados venham a trabalhar com diversidades de prazos. Os movimentos mais significativos observados no sistema bancário interno são o aprofundamento da concentração do setor, o aumento da participação dos bancos estrangeiros - tanto no que tange ao número de agências com controle estrangeiro (vide Tabela II.1) quanto na

participação dos depósitos totais (Gráficos II.1)³⁰ – e a redução da participação dos bancos públicos no âmbito deste sistema.

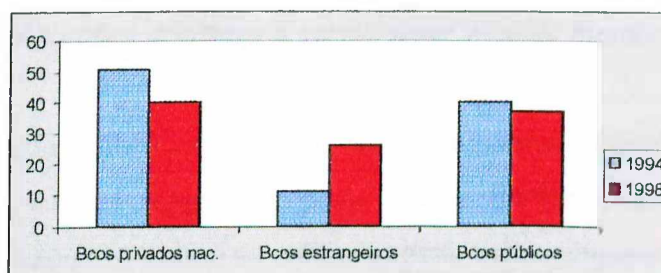
A facilidade de ingresso dos bancos estrangeiros está ligada ao processo de fusões e aquisições desencadeado no sistema bancário doméstico pelo PROER. A perspectiva do Governo e de muitos analistas de mercado era a de que, a partir da expansão da participação dos bancos estrangeiros no país, ver-se-ia não só a diminuição dos *spreads* e do custo dos serviços prestados pelos bancos no país – por conta, sobretudo, do aumento da concorrência deste setor –, mas também a expansão dos empréstimos, inclusive ofertando recursos com prazos mais longos. Contudo, estes intermediários atuam em um mercado oligopolizado, tendo, portanto, grande poder de barganha na defesa de suas margens de lucro e, ainda que tenham uma prática de concorrência agressiva, evitam “guerras de preços” (CARVALHO, 2000). Além disso, observa-se que os intermediários financeiros privados continuam na perspectiva de ganhos rápidos e de menor risco e, assim, ainda se encontram circunscritos ao financiamento de médio e curto prazos, sendo que a perspectiva dos bancos estrangeiros não é diferente.

TABELA II.1
AGÊNCIAS COM CONTROLE ESTRANGEIRO (em %)

Ano	Bancos Estrangeiros	Total do Sistema	% de Participação
1988	247	16.228	1.52
1993	384	17.972	2.14
1994	378	18.760	2.01
1995	360	17.798	2.02
1996	403	16.686	2.42
1997	1.610	16.383	9.83
1998	2.395	16.060	14.91

Fonte: Cadin - Dcoorf/Copec - Retirado de Gazeta Mercantil, 16,17 e 18/07/1999, p.B-1.

GRÁFICO II.1
DEPÓSITOS TOTAIS (%)



Fonte: Retirado de Gazeta Mercantil, 15/06/99, p. B-1.

A análise das aplicações dos 50 maiores bancos que atuam no país, correspondendo a 95% do mercado, nos dá uma indicação clara a este respeito. A maior parte das aplicações destes agentes concentra-se em títulos públicos federais (50%), sem contar as aplicações em ações e em outros ativos de alta rentabilidade e liquidez a curto prazo (GAZETA MERCANTIL,

³⁰ Com a aquisição Banespa pelo banco espanhol Santander, os ativos dos bancos estrangeiros no Brasil somaram 43,5% dos ativos bancário privados e 22,5% dos ativos bancários totais do país, reunindo mais de 10% dos haveres

29/11/2000). Diante deste prognóstico, os bancos públicos continuam encarregando-se dos empréstimos de prazos mais alongados e com menores custos relativamente aos praticados pelos bancos privados.

A despeito de não haver mudanças significativas no fato de o sistema bancário privado continuar não ofertando recursos de longo prazo, a redução da atuação dos bancos públicos terá efeitos sobre a alavancagem de recursos no país. Se for verdade que parte dos recursos passarão a vir de lançamento de títulos de dívida direta, os impactos da mudança acarretada na estrutura de financiamento doméstica serão diferenciados, sendo mais negativos para alguns setores. Isto porque os bancos públicos são importantes na oferta de recursos aos setores que os bancos privados mostram-se reticentes e pouco propensos a financiar. Em setores como a agricultura, pequenas e médias empresas, construção civil e outros ramos que se caracterizam por terem maiores riscos, é improvável que o sistema bancário privado venha a comprometer-se prontamente com financiamentos de prazos mais alongados. Com relação ao lançamento de títulos, estes setores também terão dificuldade de acesso.

Especificamente no tocante ao financiamento externo, em consonância com as demais economias latino-americanas, o Brasil voltou a ter acesso aos recursos no início da década de 90. A volta destes recursos ao país permitiu que o Setor Público e várias empresas privadas voltassem a financiar-se com recursos externos, sendo as condições destes recursos mais acessíveis relativamente às internas – o que foi possível graças ao movimento de abertura financeira sancionado no país a partir do início dos anos 90. Este tipo de financiamento, porém, não é sustentável a longo prazo. As recentes crises no Sistema Financeiro Internacional - México (1995), Ásia (1997) e Rússia (1998) - deixaram clara a fragilidade deste tipo de financiamento e demonstraram que *“... é razoável tomar cerca de metade dos fluxos de ingresso de capital no país como de natureza instável e pouco propensa a servir como base de financiamento de longo prazo”* (CANUTO, 1998).

Além do mais, é preciso enfatizar que eminentemente as grandes empresas têm acesso a estes recursos. Os mesmos setores segregados pelos intermediários financeiros privados domésticos são também os que não têm acesso ao crédito externo menos dispendioso. O que lhes resta é o difícil e caro acesso ao crédito interno e, quando conseguem, enfrentam altas taxas de juros, condições e prazos incompatíveis com suas necessidades reais. Isto gera impactos negativos a alguns destes setores, notadamente aqueles que atuam em mercados globalizados em que seus concorrentes gozam de melhores condições no que tange ao acesso ao crédito.

No que se refere particularmente ao lançamento de títulos corporativos no mercado de capitais nacional, o mesmo ainda continua limitado. A reformulação deste mercado e o incentivo à participação mais efetiva dos agentes (sobretudo, dos fundos de pensão nacionais) na aquisição de papéis no mercado primário, em detrimento dos movimentos especulativos imperativos neste mercado, seriam importantes para aumentar a oferta de recursos para as empresas no país. Contudo, como sublinhamos, isto esbarra nas características que foram consolidando-se neste mercado desde a sua criação no país.

2.2.2 – Modificações no Mercado de Capitais Brasileiro na Década de 90

2.2.2.1 – Principais transformações nas estruturas de propriedade e controle das empresas brasileiras

Além dos conhecidos problemas de financiamento por que passavam muitas empresas brasileiras, muitas delas experimentaram dificuldades ainda maiores por conta do processo de abertura comercial e financeira - sobretudo após os impactos da política de juros altos e de sobrevalorização cambial implementadas no âmbito do Plano Real. Estando acostumadas à concorrência controlada, com um poder financeiro relativamente precário e sem condições de alavancar internamente os recursos necessários para fazer frente às crescentes exigências financeiras e tecnológicas inerentes a economias globalizadas, a grande maioria das empresas domésticas foi forçada a levar a cabo significativas mudanças para manter o seu *market share* ou mesmo para não sair do mercado.

As empresas de médio e pequeno porte foram as que mais sofreram com estes movimentos, visto que não tinham acesso às formas de alavancagem de recursos externos via lançamento de títulos de dívida direta. Ao contrário destas últimas, as grandes empresas puderam captar recursos externos e relativizar os impactos desse novo cenário. As empresas estrangeiras, de outro lado, apresentavam melhores condições para enfrentá-lo, posto que podiam contar com recursos financeiros, tecnológicos e gerenciais oriundos de suas matrizes no exterior. As empresas nacionais, que não gozavam destas particularidades, quando não se aliaram às externas via *joint ventures* e/ou outros acordos do gênero, foram sobrepujadas por estas últimas através dos processos de fusões e aquisições ou (no caso das estatais) pelo processo de privatizações - opção tomada pelo Estado sob a égide da onda liberalizante freqüentemente defendida pelos países centrais e divulgada notadamente pelo BIRD e pelo FMI.

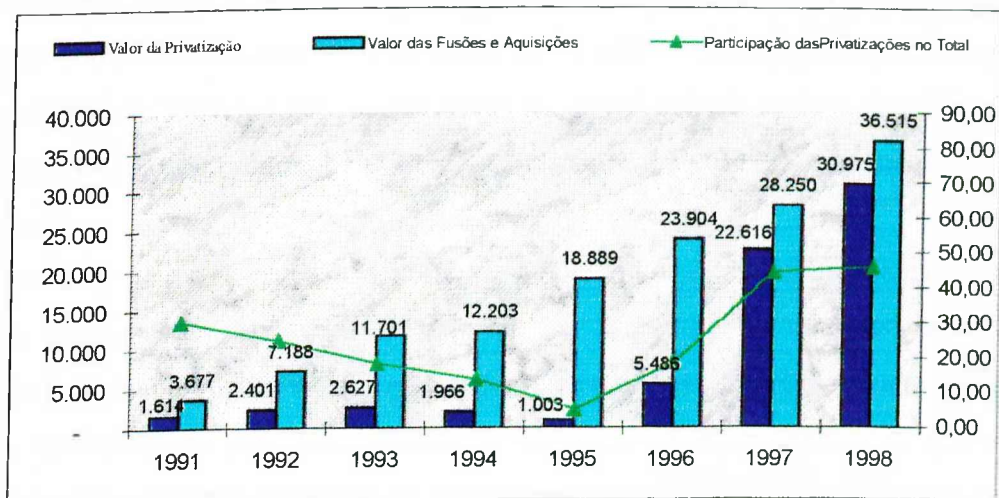
pelos dados da KPMG (*apud* SIFFERT & SILVA, 1999), podemos ver que as fusões, aquisições e privatizações apresentaram crescimento contínuo e expressivo no país durante o período 1992-1998. Note-se que, juntos, eles atingiram 1646 operações, espalhando-se por praticamente todos os setores de atividade do país (Tabela II. 2). Em termos da magnitude financeira destes processos, o Gráfico II.2 apresenta o valor total das operações de fusões e aquisições realizadas no Brasil a cada ano, entre 1991 e 1998, separando dele aquele referente estritamente à participação das privatizações. Podemos perceber que, conjuntamente, estas operações atingiram mais de US\$ 211 milhões neste período, sendo as privatizações responsáveis por 32,55% deste total (US\$ 68.688 milhões) e as fusões e aquisições pelos 67,45% restantes (US\$ 142.327 milhões).

TABELA II. 2
NÚMERO DE TRANSAÇÕES DE FUSÕES E AQUISIÇÕES EFETUADAS ENTRE 1992 E 1998, POR SETOR DE ATIVIDADE

Principais Setores	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	Total
Alimentos, Bebidas e Fumo	12	28	21	24	38	49	36	208
Financeiro	4	8	15	20	31	36	28	142
Químico e Petroquímico	4	18	14	13	18	22	25	114
Metalurgia e Siderurgia	11	13	11	9	17	18	23	102
Elétrico e Eletrônico	2	7	5	14	15	19	9	71
Telecomunicações	1	7	5	8	5	14	31	71
Outros	24	69	104	124	204	209	193	938
Total	58	150	175	212	328	372	351	1.646

Fonte: KPMG, *apud* SIFFERT & SILVA (1998: 383)

GRÁFICO II.2
PARTICIPAÇÃO DAS PRIVATIZAÇÕES NAS FUSÕES E AQUISIÇÕES (US\$ MILHÕES E %)



Fonte: SIFFERT & SILVA (1998: 384).

Particularmente no que tange ao processo de privatizações, verifica-se que as empresas estatais, que eram 38 das 100 maiores empresas não-financeiras brasileiras, foram reduzidas para apenas 12 devido às operações efetivadas neste período (SIFFERT, 1998). É preciso destacar aqui que, mesmo considerando a importância crescente da participação estrangeira não só nas fusões e aquisições de empresas brasileiras, como também nas privatizações, não se pode desprezar o fato de que os capitais privados nacionais não estão segregados de todo destes

aqui que, mesmo considerando a importância crescente da participação estrangeira não só nas fusões e aquisições de empresas brasileiras, como também nas privatizações, não se pode desprezar o fato de que os capitais privados nacionais não estão segregados de todo destes processos. Percebe-se que as privatizações abriram oportunidades para que vários grupos nacionais (sobretudo através da formação de consórcios, de Companhias de Propósito Específico e/ou de novos grupos), tivessem acesso aos novos contornos tomados pelo mercado brasileiro e tornassem-se importantes para o sucesso destes processos.

Os dados do Quadro II.2 deixam evidente a diversidade e heterogeneidade dos “novos” controladores de algumas das principais empresas do país, atuantes dos mais diversos setores. Estas empresas assistiram a expressivas alterações em suas estruturas societárias, passando a ter presentes em seu controle, além dos diversos grupos privados nacionais e estrangeiros, bancos e fundos de pensão que, cada vez mais demandam maior participação nas decisões que dizem respeito ao futuro das mesmas. Os fundos de pensão merecem destaque neste sentido, pois juntos representam a maior fonte privada de recursos e, além de terem atuado ativamente no processo de privatizações, eles detêm parcelas expressivas de outras empresas domésticas. Das 88 operações de venda de empresas públicas apresentadas no Quadro II.2, estes agentes estiveram presentes em 17 (19,31% do total) adquirindo fatias importante de empresas como a CSN (na qual a Previ possui 13,8% do capital votante), a CVRD (empresa em que o fundo Valepar detem 42,18%) e de várias outras atuantes notadamente no setor de telecomunicações. Por outro lado, a Tabela II.3 deixa patente que as participações estratégicas dos fundos de pensão não se circunscrevem somente às ex-estatais. Veja que estes agentes possuem participações acionárias no capital ordinário de empresas que sempre foram de capital privado como a Brahma, a Ceval e a Perdigão, sendo que nesta última o controle está quase totalmente em suas mãos (72,69% do capital votante).

Na verdade, além da importância adquirida pelos fundos de pensão nacionais mediante a aquisição de participações acionárias estratégicas em empresas de diversos ramos, o que queremos destacar aqui é o fato de que, tanto os processos de privatizações, quanto os de fusões e aquisições verificados no país, têm ocorrido consideráveis desdobramentos no que tange às estruturas de gestão e controle das empresas atuantes do mercado brasileiro. Em outras palavras, somados, os processos de privatização, fusões e aquisições causaram mudanças extremamente significativas no controle societário das empresas brasileiras, gerando conflitos de interesses entre os seus sócios que ainda estão por ser resolvidos. Um dos motivos principais destas contendas consiste no fato de que, ainda que as mudanças nas estruturas de propriedade e controle das empresas possam consubstanciar-se em novos financiamentos e na modernização de

sua gestão, as formas governança das empresas brasileiras ainda continuam análogas às de grande parte das empresas alemãs e japonesas, não havendo, portanto, a participação da maioria dos acionistas nas decisões das mesmas.

TABELA II.3
PARTICIPAÇÕES ESTRATÉGICAS DE FUNDOS DE PENSÃO NO CAPITAL ORDINÁRIO DE EMPRESAS

Empresa	Fundos de Pensão
Siderurgia e Metais Não Ferrosos	
Usiminas	Valia (7,7%), Previ (15,0%)
CSN	Previ (13,8%)
CST	Acesita (36,4%)
Acesita	Previ (24,0%), Sistel (16,0%), Petros (8,0%), demais fundos de pensão (15,44%)
Cosipa	Fundação Cosipa de Seg. Social - FEMCO (5,2%)
CVRD	Valepar ¹ (42,18%), Litel Participações S. A. (10,11%)
Belgo Mineira	Centrus (9,29%), AABM (8,7%), Previ (5,97%)
Paranapanema	Previ (39,6%), Petros (27,79%), Aerus (13,44%), Sistel (11,92%)
Energia	
Escelsa (ES)	GTD ² (25,0%)
Cia Norte Nordeste de Distribuição de Energia (RS)	Previ (30,3%)
CPFL (SP)	Previ (21,9%) e Fundação Cesp ³ (9,6%)
Empresa Energética de MS - Enersul	Escelsa (76,53% do capital ordinário)
Telecomunicações	
Tele Norte Leste Participações	Fiago Participações (18,75%) ⁴
Tele Norte Celular Participações S.A. (Telpart Participações S.A.)	Previ (13%), Sistel (5,0%)
Telemig Celular Participações S.A. (Telpart Participações S.A.)	Previ (13,0%), Sistel (5,0%)
Telet S.A.	Previ (6,65%), Sistel (6,65%), Telos (3,26%), Valia (3,26%), Petros (6,65%), Aerus (3,26%), Funcef (6,65%), Fachesf (1,6%), Fapes (3,26%)
Americel	Previ (6,6%), Sistel (6,6%), Telos (3,85%), Valia (3,85%), Petros (6,6%), Aerus (3,85%), Funcef (6,6%), Fachesf (1,5%)
Outros	
Brahma	Centrus (5,85%)
Brasmotor	Previ (19,85%)
Celesc	Previ (12,59%)
Ceval	Previ (9,08%)
Copene	Previ (5,8%), Petros (5,7%)
Embraer	Sistel (19,72%), Previ (17,0%)
Feronorte	Previ (27,44%), Funcef (21,97%)
Fras-Le	Previ (35,67%), Petros (13,41%)
Hering	Previ (9,8%)
Inepar S.A. Ind e Const.	Centrus (10,0), Previ (10,76%), Aerus (5,38%)
Klepar Weber	Previ (24,99%), Aerus (24,99%), Serpros (24,99%)
Manah	Fund. Econômico (16,54%)
Marcopolo	Centrus (16,86%)
Perdigão	Previ (18,52%), Sistel (17,88%), Petros (14,53%), Fapes (11,55%)
Petroflex	Petros (14,38%), Previ (10,09%)
Randon	Previ (10,48%)
Riocell	Petros (16,67%), Previ (25,0%)
Santista Alimentos	Previ (11,87%)
Terminais Ponta do Félix	Previ (24,99%), Fund. Banestado (19,99%), Fund. Copel (14,99%), Portus (14,99%)
Tigre	Previ (25,02%)
Tupy	Telos (20,06%), Previ (28,54%), Aerus (18,88%)
Santos Brasil (Terminal de Contêineres Tecon 1)	Previ (20,0%), Sistel (15,0%)

Fonte: Relatórios das Empresas disponibilizados pela CVM, BNDES e Ministério das Comunicações - Retirado da Revista da Abrapp, N.º 260, Março de 2000. (dados de 1998).

(1) CSN Steel Corp (31,23%), Litel Participações S/A (24,73%), Sween River Investments Ltda (11,56%), Eletron S/A (20,74%), Investvale (1,07%) e BNDESPar (10,67%). A Litel representa os fundos de pensão liderados pela Previ. (2) Reúne 17 fundos de pensão. (3) Participou com os seguintes fundos de pensão: Sistel, Petros, Metus, Banesprev, Sabesprev e Economus. (4) Empresa de Investimentos de fundos de pensão.

QUADRO II.2
PRIVATIZAÇÕES BRASILEIRAS: PREÇOS MÍNIMOS DAS EMPRESAS PRIVATIZADAS, VALOR DAS AQUISIÇÕES, ÁGIOS PAGOS, % DO CAPITAL
LEILOADO E VENCEDORES DOS LEILÕES - 24 OUT/91 A 17 FEV/00

Empresa	Setor	Data do Leilão	Preço mínimo para bloco controle	% do capital total leiloado	Preço mínimo para 100% da empresa	Ágio (em %)	Vencedor; participação no capital total da empresa
Accesita	Siderurgia	22/10/92	339,00			30,10	Previ, Sistel, Banco Safra, Banco Real, Petros, Banco do Ceará
Açominas	Siderurgia	10/09/93					
Aços Finos Piratini	Siderurgia	14/02/92					
Alcalis	Petroquímica	15/07/92					
Bandepe	Financeiro	17/11/98	182,90	99,97	183,00	0,00	ABN-Anro (único concorrente)
Baneb	Financeiro	22/06/99	251,90	93,95	268,10	2,60	Bradesco (único Bid)
Banerj	Financeiro	26/06/97	310,00			0,40	Itaú
Bemge	Financeiro	14/09/98	314,10	90,73	346,20	85,60	Itaú (Bid original de R\$ 486,1mm)
Borborema	Elétrico Distribuição	30/11/99	87,40	75,26	116,10	0,00	Cataguases - Leopodina (único a partic.)
Cachoeira Dourada	Elétrico Geração	05/09/97	543,40	78,88	688,90	43,50	Endesa-Chile (47,4%), Brasil Priv. Equity-Garantia (15,79%); Egedel (15,79%)
Caraiíba	Mineração	28/07/94					
CEG/Riogás	Gás	14/07/97	358,20			73,70	Enron/Gás Natural/ Iberdrola/Pluspetrol
Celma		02/11/91					
Celpa	Elétrico Distribuição	09/07/98	450,30	51,26	878,40	0,00	Grupo Rede (35,74%); Inepar (19,24%)
Celpe	Elétrico Distribuição	17/02/00	1.781,00	79,60	2.237,4	0,00	Previ/Iberdrola (60,9% do consórcio)/BB-BI
Cemat	Elétrico Distribuição	27/11/97	323,30	85,58	360,90	21,10	Grupo Rede; Inepar
Cerj	Elétrico Distribuição	20/11/96	464,70	70,26	661,30	30,30	Chilectra (21%), Enersis (21%), EDP (21%), Endesa (7%)
Cesp - Distri. (Elektro)	Elétrico Distribuição	16/07/98	743,60	46,63	1506,1	98,90	Enron (46,63%)
Cesp - Parapanema	Elétrico Geração	28/07/99	651,50	38,66	1.685,1	90,20	Duke Energy (100%)
Cesp Teité	Elétrico Geração	27/10/99	720,00	38,60	1.862,4	29,00	AES
Ceterp	Telecomunicações	22/12/99	208,90	36,31	575,00	0,00	Telesp (único a partic.)
Cia de Água de Araruama, Saquarema e Silva Jardim	Água e Saneamento		23,40			0,00	Consórcio Jaturnaiba (integrado pela Erco Engenharia, Const. Cowan, Queiroz Galvão Const. e EIT - Empresa Industrial e Técnica)
Cia de Água e Esgotos de Cabo Frio, Arraial do Cabo, São Pedro da Aldeia, Búzios e Iguaba	Água e Saneamento						Consórcio Pró-Lagos (constituído pelas empresas Monteiro Aranha Participações, PEM Eng., Cope Participações e Emp. e as alemãs Rhenag-Rheinische Energie Aktiengesellschaft, Preussag Wasser und Rohrtechnik Gmbh e Hochties Aktiengesellschaft)
Coelba	Elétrico Distribuição	31/07/97	975,80	51,77	1.885,5	77,30	Iberdrola (20,19%); Fundos do BBI (21,23%), Previ (10,35%)
Coelce	Elétrico Distribuição	02/04/98	776,00	51,05	1.519,9	27,20	Cerj (18,64%); Enersis-Chilectra (13,27%), Endesa (19,14%)
Comgás	Gás	14/04/99	753,70	52,69	1.430,4	119,30	Integral Holding (Shell e British Gás)
Conerj	Transporte	05/02/98	33,00	89,90	36,70	0,00	Andrade Gutierrez (35,96%), Auto Viação 1001 (17,95%), Wilson Sons (17,98%), RJ Participações (17,98%)
Copesul	Petroquímica	15/05/92					
Cosern	Elétrico Distribuição	12/12/97	389,60	77,92	500,00	73,60	Coelba (47,53%), Guarani (Iberdrola, Previ) (25,71%), Uptick - Fundo de Pensão do NE (4,58%)
Cosinor	Siderurgia	14/11/91	12,10	90,00	13,50	13,80	Gerdau
Cosipa	Siderurgia	20/08/93	166,50	40,00	416,20	98,80	Usiminas, Brastubo Const. Metálicos, Limasa, Rio Negro, Prefer, Cotia Tranding e Diufer
CPFL	Elétrico Distribuição	05/11/97	1.859,80	47,64	3.903,9	62,10	VBC (21,59%), Previ (18,1%), Bonaire - Fundos de SP (7,95%)
Credireal	Financeiro	07/08/97	126,10			0,00	BCN (via Pactual)
CRT	Telecomunicações - Fixa	22/06/98	926,50	19,20	4.825,5	26,60	Telefônica de Espana/RBS (12,1%), Portugal Telecom (4,41%), BBV (1,34%), Iberdrola (1,34%)
CSN	Siderurgia	02/04/93	801,00	45,50	1.760,4	0,00	Vicunha, Bamerindus, Docenave, Emesa

Continua...

Continuação do Quadro II.2

Empresa	Sector	Data do Leilão	Preço mínimo para bloco controle	% do capital total leilado	Preço mínimo para 100% da empresa	Ágio (em %)	Vencedor: participação no capital total da empresa
CST	Siderurgia	16/07/92	305,00	70,95	430,20	0,20	Bozano, Simonsen (25,8%), Unibanco (20,7%). CVRD (18,23%) e outros partic. (6,04%)
CVRD	Mineração	06/05/97	2.781,80	26,90	10.314,3	20,00	CSN (10,5%), Opportunity (6,4%), Litel - Previ, Petros, Funesp, Funcef (6,4%), National Bank (3,2%)
D2-CO	Elétrico Distribuição	21/10/97	780,10	90,00	866,80	93,60	AES Guaíba Emp. (AES)
D3-NNE	Elétrico Distribuição	21/10/97	895,30	89,84	996,50	82,60	VBC, CEA, Previ
Datamec	Processamento de Dados	23/06/99	83,60	87,87	95,20	0,00	Unisys
EBE - Bandeirante	Elétrico Distribuição	17/09/98	1.014,50	29,80	3.404,3	0,00	CPFL (VBC/Previ/Bonaire: 13,11%), EDP (16,69%)
Eletropaulo Metropolitana	Elétrico Distribuição	15/04/98	2.026,70	29,80	6.800,8	0,00	Lightgas Ltda (29,8%)
Embraer	Aviação	07/12/94	153,70	50,50	304,40	0,30	Caixa Previd, Usiminas, Bozano Leasing, Sistel, Previ, Bozano Ltda Premium, União, Empregados
Embratel Part.	Telecomunicações - Fixa	29/07/98	1.800,00	19,26	9.345,8	47,20	MCI Communication (19,26%)
Engipe	Elétrico Distribuição	03/12/97	294,00	86,42	340,60	96,10	Cataguases Leopodina/CMS (86,42%)
Enersul	Elétrico Distribuição	19/11/97	340,30	55,36	614,80	83,80	Escelsa (55,36%)
Escelsa	Elétrico Distribuição	11/07/95	320,20	50,00	640,40	11,80	Iven (25%) e GTD (25%)
Flumitrens	Transporte	15/07/98	36,30			671,30	Constrcciones y Auxiliar, Pactual, Prosper
Fosfertil	Fertilizante	12/08/92					
Gerasul (ex-Eletrosul)	Elétrico Geração	15/09/98	945,70	42,13	2.244,7	0,00	Tractebel (100%)
Gioasfertil	Fertilizante	08/10/92					
Light	Elétrico Distribuição	21/05/96	1.380,20	34,04	4.054,8	0,00	EDF (7,65%), AES (7,65%), Houston (7,65%), BNDESPar (6,17%) CSN/Vicunha (4,89%)
Lote Rodoviária #11-SP	Rodovia	01/02/98	151,90				Encalco Const. S/A Paulista de Const. E Comércio/Senpar
Mafersa	Logística	11/11/91					
Malha Paulistas (ex-Fepasa)	Logística	10/11/98	233,40	100,00	233,40	5,00	Consórcio Ferrovias (Ferrovia 36%, CVRD, Investvale, Chase LAIF (AIG fund), Capmelissa (NationionsBank), Previ, Funcef
Meridional	Financeiro	04/12/97	171,40			39,40	Bozano, Simonsen
Metró Rio	Transporte	19/12/97	28,60			92,20	Cometrans/Opportunity
Petroflex	Petroquímica	10/04/92					
Porto de Angra dos Reis	Portos	05/11/98	9,40	100,00	9,40	0,00	Angraporto [2222 Com. e Ind. (controlada por Ferrovia Centro Atlântica, que por sua vez é controlada pela CSN e Vale) 89%; Assema Multilift, Moinho Sul Mineiro]
Porto de Santos (T34 - 35)	Portos		183,00				Grupo Libra
Porto de Santos (Tecon 1)	Portos	17/09/97	101,00			17,80	Multiterminais/Opportunity/Previ/BB
Porto de Sepetiba	Portos	03/09/98	93,00				CSN e Vale do Rio do Doce
Porto do RJ (Term. Roll-on roll-off)	Portos	03/11/98	19,30	100,00	19,30	63,80	Consórcio Rio-Veiculos (Multiterminais 50%, Multivale- 35%, Fundo Trade 15%)
PQU	Petroquímica	24/01/94					
RFFSA - Malha Centro Leste	Logística	14/06/96				0,00	A americana Railtex e sete empresas brasileiras
RFFSA - Malha Nordeste	Logística	18/07/97	11,50			37,40	Consórcio Manor, administrado pelo Cia Ferroviária do Nordeste)
RFFSA - Malha Oeste	Logística	05/03/96	60,20			3,60	Bank of América, Chemical Bank e outras instituições de investimento
RFFSA - Malha Sudeste	Logística	20/09/96	888,90			0,00	ABS
RFFSA - Malha Sul	Logística	13/12/96	158,00			37,10	ConsórcioSul Atlântico, liderado pelo Banco Garantia
RFFSA - Malha Tereza Cristina	Logística	22/11/96	16,60			11,40	Consórcio Internon
RJ-124 (Rio Bonito- Araruama - São Pedro da Aldeia)	Rodovia	01/05/97					Via Lagos, Camargo Corrêa, Andrade Gutierrez
Sanepar	Água e Saneamento	08/06/98	249,80	35,16	710,40	0,00	Vivende (14,41%), Andrade Gutierrez (13,36%), Cpel (7,38%)

Continua...

Continuação do Quadro II.2

Empresa	Setor	Data do Leilão	Preço mínimo para bloco controle	% do capital total leilado	Preço mínimo para 100% da empresa	Ágio (em %)	Vencedor: participação no capital total da empresa
SNBP	Petroquímica	14/01/92					
Tele Celular Sul Part.	Telecomunicações- Celular	29/07/98	230,00	19,26	1.194,20	204,30	Globopar + Bradesco (UGB), Vicunha
Tele Centro Oeste	Telecomunicações- Celular	29/07/98	230,00	19,26	1.194,20	91,30	Splice do Brasil (19,26%) Siet International (19%), Timepart Part (62%), Techold Part (19%) Funcef, Valia, Previ, Sistel, BNDESPar, Citicorp, Opportunity). Timepart é composta por Telocom Holding (33%), Família Woog, PFs e Citicorp), Prevtel Investimentos (33%). Eduardo Cintra Santos - representando Fundos de Pensão), Teleunion (34% - Luis Raymunod Tourinho Dantas)
Tele Centro Sul Part.	Telecomunicações- Fixa	29/07/98	1.950,00	19,26	10.124,6	6,20	Telefônica de Espanã, Iberdrola
Tele Leste Celular	Telecomunicações- Celular	29/07/98	125,00	19,26	649,00	243,10	Itália Telecom. Globopar = Bradesco (EGB)
Tele Nordeste Celular Part.	Telecomunicações- Celular	29/07/98	225,00	19,26	1.168,2	193,30	TIW, Opportunity, fundos de pensão
Tele Norte Celular Part.	Telecomunicações- Celular	29/07/98	90,00	19,26	467,30	108,90	Andrade Gutierrez, Inepar, Macal (Dias Leite e ex-controladores do Garantia, Brasil Veiculos, Cia Seg Aliança, Fiago (fundos de pensão)
Tele Norte Leste Part.	Telecomunicações- Fixa	30/07/98	3.401,00	19,26	17.653,2	1,00	BNDESPar
Tele Sudeste Celular Part.	Telecomunicações- Celular	29/07/98	570,00	19,26	2.959,5	138,60	Telefônica de Espanã, Iberdrola, NTT Mobili, Itochi Corp
Telemig Celular Part.	Telecomunicações- Celular	29/07/98	230,00	19,26	1.194,2	228,70	TIW, Opportunity, fundos de pensão (Previ, Telus, Sistel, Funcef, Petros e Funcep)
Telesp Celular Part.	Telecomunicações- Celular	29/07/98	1.100,00	19,26	5.711,3	226,20	Portugal Telecom
Telesp Part.	Telecomunicações- Fixa	29/07/98	3.520,00	19,26	18.276,2	64,30	Telefônica de Espanã, BBV, Iberdrola, RBS, Portugal Telecom
Terminal Meneses Cortes	Estacionamento	28/10/98	80,20	100,00	80,20	0,10	Shoppincar (Mercados Investimentos fund Limited - 80% e Prece Previdência da Cedae -20%)
Ultrafertil	Fertilizante	24/06/93					
União Seguros	Financeiro	20/11/97	33,60			48,90	Bradesco Seguros
Usiminas	Siderurgia	24/10/91	1.028,00	75,30	1.365,2	14,00	Bozano. Nippon Usiminas, CVRD, Previ

Fonte: Banco Icatu, *apud* Revista da Abrapp, Nº 260 – Março de 2000, pgs. 20/21.

Estas questões têm impactado sobremaneira o mercado de capitais doméstico. De um lado, verifica-se que alguns dos novos controladores estão movimentando-se no sentido de tentar manter as estruturas de governança pré-existentes nas empresas recém adquiridas, uma vez que buscam adquirir o controle total das mesmas mediante o cancelamento do seu registro em Bolsa. Isto, via de regra, é acompanhado da diminuição gradativa do número de empresas listadas nas Bolsas brasileiras, da transferência da liquidez do nosso mercado para outros (particularmente o dos EUA) e da diminuição do volume de negócios diários no mercado de capitais nacional.

De outra parte, o que se percebe é que os detentores de participações acionárias minoritárias nas empresas com controle compartilhado (a grande maioria das empresas recém adquiridas ou que passaram por fusões) têm pressionado crescentemente para que haja mudanças nas práticas de governança adotadas por estas últimas, em direção às seguidas por empresas de capital diluído como as anglo-saxãs. Veremos nas seções seguintes que estes dois fatores estão intimamente relacionados aos movimentos mais recentes do mercado de capitais brasileiro e também às medidas propostas tanto pelo Governo quanto por agentes privados visando à adoção de “melhores práticas de governança corporativa” por parte das empresas domésticas.

2.2.2.2 – O perfil e os principais movimentos do mercado de capitais brasileiro nos anos 90

Como indicamos no item 2.1.2, o mercado de capitais do Brasil é dotado de uma grande dose de “artificialismo”. Muitas empresas que possuem atualmente a sua estrutura de capital aberta, fizeram-no apenas para auferir dos benefícios fiscais e financeiros na década de 70, sobretudo, dos Fundos 157, não apresentando qualquer negociação em seus papéis há muitos anos. O que fica patente com a análise mais detalhada deste mercado é que este aparente artificialismo tem perdurado até os momentos mais recentes, só que com roupagens e atrativos diferenciados - que não apenas os da esfera fiscal e tributária.

Particularmente a partir da década de 90, várias empresas abriram o capital tão somente com o objetivo de compartilhar do processo de venda das empresas estatais (CORRÊA & VIEIRA, 2000), uma vez que é demandada a constituição de Companhias de Propósito Específico (*Special Purpose Company* – SPE) como uma exigência necessária aos interessados em participar deste processo. Adicionalmente, existe o fato de que algumas companhias mantêm a estrutura de capital aberta no Brasil, ou a abriram recentemente, não apenas com objetivo de negociar as ações no mercado doméstico, mas também como condição necessária à emissão de *ADRs* (*American Depositary Receipts*) e de *GDRs* (*Global Depositary Receipts*)³¹ no exterior.

³¹ Os *ADRs* são títulos corporativos lançados no mercado de capitais norte-americano, sendo lastreados pelas próprias ações das empresas emissoras. Estas, por seu turno, além de estarem devidamente registradas em uma

Na esteira destes objetivos, um grande número de empresas lançou *ADRs* nos EUA conseguindo, assim, recursos mais baratos em comparação com as fontes brasileiras: entre 1992 e 1998, por exemplo, 76 empresas brasileiras participaram de programas de emissão de *ADRs* e, no mesmo período, apenas 41 fizeram registro para emitir ações no Brasil (GAZETA MERCANTIL, 7/6/99).

Uma outra característica do mercado de ações brasileiro é a grande concentração do volume de negócios em registrados em Bolsa em torno de um pequeno número de empresas. Em que pese o vertiginoso crescimento deste mercado nos anos 70, durante este período (especificamente em 1975) já se alertava para o fato de que as cinco ações mais negociadas representavam 78% do total das negociações (GOLDSMITH, 1986, *apud* BERTÉ, 1998). Por outro lado, cabe sublinhar que, até recentemente, o domínio destes negócios nas Bolsas brasileiras circunscreveu-se àquelas que eram efetivamente as grandes empresas nacionais: as empresas estatais. Estas eram as *blue chips* do mercado de capitais brasileiro e as ações mais importantes do mercado estavam vinculadas às mesmas - com destaque especial para a Telebrás, seguida mais atrás pela Eletrobrás e pela Petrobrás.

A Tabela II.4 nos mostra que o perfil de concentração do volume de negócios nas empresas estatais prevaleceu até um passado bem recente. Do volume médio de negócios diários na BOVESPA, em 1997, 79,02% estava vinculado às empresas estatais. Em que pese o grande número de privatizações, sobretudo a partir da década de 90, estas empresas continuaram a ser as líderes, apesar de estarem sob controle privado. De qualquer forma, após a privatização da Telebrás o setor privado passou a ser o principal responsável pelas ações mais negociadas e, em 1999, 64% do volume das 20 maiores empresas negociadas estava vinculado a empresas privadas.

Podemos destacar ainda outras características que denotam que o baixo desenvolvimento de nosso mercado permanece nos anos recentes. Em primeiro lugar, cumpre lembrar que o mesmo tem um dinamismo próprio limitado. Mesmo com os fundamentos da economia brasileira registrando melhores performances relativamente à períodos anteriores, contribuindo, desta

Bolsa brasileira, efetuam um depósito de ações de emissão própria num banco no Brasil (Banco Custodiante), o qual efetua um contrato de depósito com outro banco no exterior. Desta forma, este último, emite os certificados de depósito que são vendidos aos investidores estrangeiros e negociadas no Balcão, que é um mercado fora do recinto das Bolsas de Valores (*ADRs* Nível I), ou nestas últimas (*ADRs* Nível II). A partir do provimento de algumas exigibilidades das autoridades norte-americanas, as empresas podem ofertar as suas ações no mercado primário norte-americano por intermédio das Bolsas locais (*ADRs* Nível III) e fazer a colocação privadas para investidores institucionais qualificados, fora das Bolsas (*ADRs* Nível 144 A). Por fim, cabe ressaltar ainda que a diferença dos *GDRs* em comparação com os *ADRs* é que eles são listados em Bolsa fora dos EUA (Londres e Luxemburgo, por exemplo) sendo que seus principais compradores não são apenas os investidores europeus, mas também os asiáticos e os grandes investidores norte-americanos.

forma, para a diminuição das taxas básicas de juro no país, este mercado tem sido influenciado de perto pelos acontecimentos verificados em outros países (notadamente os EUA), tendo apresentado volumes de negócios cada vez mais frustrantes. De acordo com informações da ECONOMÁTICA (GAZETA MERCANTIL, 13/4/2000), a correlação existente entre os movimentos do índice Ibovespa e o norte-americano Nasdaq (que reúne as ações de empresas que atuam em setores mais intensivos em tecnologia e conhecimento) vem aumentando em comparação com os anos anteriores, registrando 0,66 no início deste ano. Estas evidências podem ser corroboradas pelo Gráfico II.3 que mostra a aderência da Ibovespa ao índice norte-americano. Especificamente entre 30 de Setembro de 1999 e o dia 6 de Abril de 2000, a Bolsa paulista praticamente reproduziu as oscilações da Nasdaq, denotando uma certa “irracionalidade” em seus movimentos, uma vez que as empresas cujas ações são negociadas nestas duas Bolsas possuem características e fundamentos distintos.

TABELA II.4
BOVESPA – MOVIMENTO DAS EMPRESAS LIDERES EM VOLUME DE NEGÓCIOS NA MÉDIA DIÁRIA - (R\$ MILHÕES)

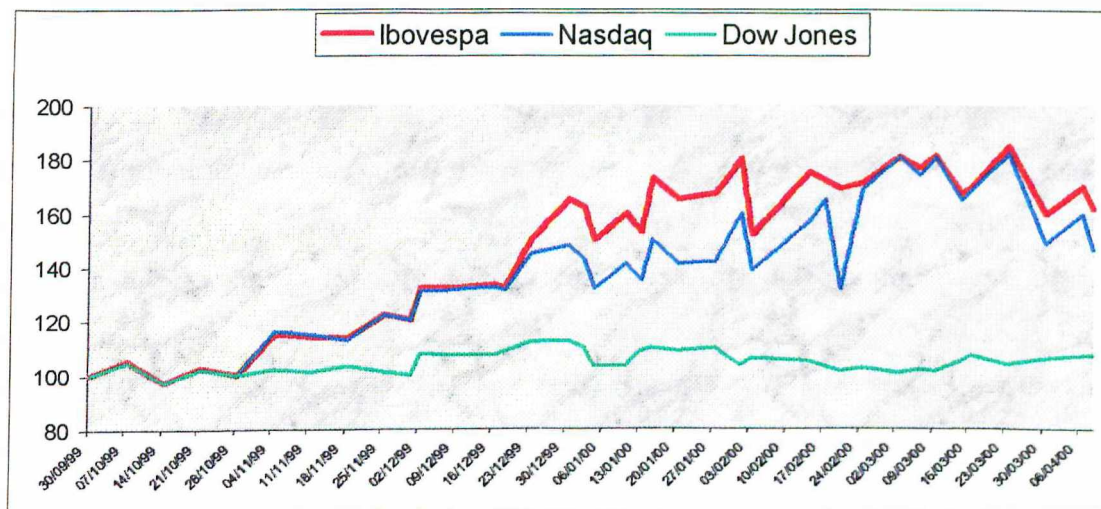
Junho/97				Entre 16/08/99 e 15/09/99			
Ação	Controle da empresa	Part. no total em %	Volume negociado	Ação	Controle da empresa	Part. no total em %	Volume negociado
Telebrás PN	Estatual	51,33	464.604	Telebrás – RCTB PN	Privado	37,7	164.364
Eletrobrás ON	Estatual	5,4	49.226	Petrobrás PN	Estatual	8,0	34.875
Petrobrás PN	Estatual	4,9	44.747	Telesp PN	Privado	5,0	21.820
Telebrás ON	Estatual	4,5	41.095	Vale Rio Doce PNA	Privado	4,4	19.018
Eletrobrás PNB	Estatual	3,1	27.943	Bradesco PN	Privado	3,7	16.026
Cemig PN	Estatual	2,2	19.687	Eletrobrás PNB	Estatual	3,6	15.747
Telesp PN	Estatual	1,9	16.884	Telebrás – RCTB ON	Privado	2,7	11.669
Brama PN	Privado	1,8	15.903	Tele Norte Leste Pa PN	Privado	2,5	11.117
Cesp PN	Estatual	1,5	13.155	Cemig PN	Estatual	1,9	8.104
Vale R Doce	Privado	1,4	12.887	Embraer ON	Privado	1,8	7.805
PNA							
CRT PNA	Estatual	1,3	11.499	Telesp Part PN	Privado	1,5	6.705
Bradesco PN	Privado	1,1	9.635	Petrobrás ON	Estatual	1,5	6.607
3abesp ON	Estatual	1,0	8.873	Banespa PN	Estatual	1,3	5.862
Banespa PN	Estatual	0,8	7.050	Eletrobrás ON	Estatual	1,3	5.679
Itaubanco ON	Privado	0,8	6.967	Tele Centro Sul PN	Privado	0,9	4.013
Usiminas PNA	Privado	0,8	6.801	Telesp Celular PNB	Privado	0,8	3.569
Inepar PN	Privado	0,7	6.116	Itaubanco PN	Privado	0,8	3.298
Ericsson PN	Privado	0,6	5.699	Embratel Part PN	Privado	0,7	3.262
B. Brasil PN	Estatual	0,6	5.611	Brahma PN	Privado	0,7	2.906
LighPar ON	Estatual	0,6	5.308	Com. Sid. Nacional ON	Privado	0,6	2.743
	T. Estatal	79,02	715.682		T. Estatal	17,61	76.873
	T. Privado	7,07	64.008		T. Privado	63,77	279.315
	T. Bolsa	100	905.665		T. Bolsa	100	436.426

Fonte: Elaborado a partir de dados da Economática e do Centro de Informações GM – Retirado de GAZETA MERCANTIL, 23/9/1999, cad. B-1.

Em segundo lugar, vale dizer que nosso mercado de capitais está “encolhendo”. Com o contínuo crescimento do lançamento de ADRs de empresas brasileiras no mercado norte-americano, a liquidez do mercado brasileiro está sendo transferida para fora do país e tornando-se cada vez mais limitada. Isto tem a ver com o fato de que as ações brasileiras estão subapreciadas quando comparadas às dos países da América Latina, facilitando a compra de seu controle por capitais estrangeiros e concentrando os negócios em um número ainda menor de

empresas, dado o fechamento parcial ou total do capital destas últimas. Somente de 1994 até o primeiro semestre de 1999, 916 empresas brasileiras foram compradas por empresas estrangeiras e de 95 a 98, 140 empresas fecharam o capital (GAZETA MERCANTIL, 23/8/99). Acrescente-se a isso o fato de que, segundo MENDONÇA DE BARROS *et al.* (2000), o número de empresas listadas em Bolsa no Brasil evoluiu a uma taxa de -7% entre os triênios 1988-90 e 1994-1996, enquanto que a média mundial foi de 31% .

GRÁFICO II.3
IBOVESPA X EUA



Fonte: Unibanco – Retirado de GAZETA MERCANTIL, 13/04/2000, p. B-1.

Evidencia-se ainda que este processo está intimamente ligado a dois outros: aos altos custos de transação presentes no mercado de capitais brasileiro relativamente a outros mercados (sobretudo, o norte-americano) e ao processo de “fechamento branco” do capital de empresas. Isto é, contribuiu também para o arrefecimento ainda maior do mercado de ações local, o fato de que os aplicadores que desejam adquirir papéis de empresas brasileiras podem fazê-lo em seu país de origem, sem incorrer em alguns custos de transação que oneram, em grande medida, as operações efetuadas neste mercado, dentre os quais o exemplo mais emblemático é a incidência da CPMF (Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira) sobre estes negócios. Dito de outro modo, o investidor estrangeiro (sobretudo o norte-americano), que quiser ter em sua carteira papéis que tenham o risco de países emergentes, pode fazê-lo por intermédio da negociação com o *ADR*, sem a incidência da CPMF, que cobra $0,3\%$ sobre as transações com ações, aumentando a despesa do investidor em $0,72\%$ (GAZETA MERCANTIL, 1/7/2000) e sem incorrer no risco cambial.

Por outro lado, percebe-se que isto se relaciona também ao processo de “fechamento branco”. Este processo é assim chamado porque, ainda que a empresa não efetive, de fato, o fechamento do capital em Bolsa, o *novo* controlador empreende uma oferta de compra das ações remanescentes do controle, reduzindo o total de ações no mercado e, conseqüentemente,

diminuindo a liquidez destas últimas. Assim, de posse da maioria das ações da empresa, o controlador não precisa fechar o capital da mesma, pois, a partir do “fechamento branco”, restam poucos acionistas da empresa no mercado. Estes, por sua vez, dificilmente conseguirão lutar por melhorias na política de distribuição de dividendos, pela participação nas decisões da empresa ou mesmo pela divulgação de balancetes mais claros. Em decorrência deste movimento, os acionistas minoritários são praticamente forçados a vender a sua participação e a aceitar preços abaixo daqueles praticados quando da compra do controle da empresa, uma vez que podem não conseguir negociar seus papéis quando desejar³².

Note-se que estes movimentos têm ocorrido principalmente porque as multinacionais que compram as empresas nacionais (inclusive as ex-estatais), conseguem trazer recursos mais baratos do que se fossem captar no mercado brasileiro. Com acesso a recursos mais baratos no exterior e em função dos altos custos incidentes, por vezes, considera-se improcedente manter o capital aberto no Brasil. Aliás, a questão dos custos tem sido preponderante, tanto no que tange à questão da diminuição da liquidez do mercado doméstico, quanto do número de empresas listadas em Bolsa. De acordo com dados da consultoria TENDÊNCIAS (GAZETA MERCANTIL, 25/8/2000), a negociação de ADRs custa R\$ 157,40 em Nova York e pode chegar a R\$ 801,00 em papéis equivalentes no Brasil. Deste modo, assiste-se ao crescimento continuado nos últimos anos das empresas que, apesar de manter os vínculos com as Bolsas brasileiras, na prática, empreendem cada vez mais a migração para outros mercados, notadamente o norte-americano.

Em resumo, predominam no mercado de capitais características como: a concentração dos negócios em um pequeno número de empresas; o dinamismo próprio limitado; o descaso com relação aos acionistas minoritários; o reduzido número de empresas listadas em Bolsa; os altos custos de transação; e a baixa liquidez. Assim, este mercado acaba tendo a sua expansão limitada por suas próprias características. Os dados revelam que, por mais que o Governo tenha anunciado a adoção de medidas visando desenvolver o mercado de capitais brasileiro (sobretudo, concedendo incentivos tanto ao aumento de sua base de aplicadores, quanto à expansão do número de companhias de capital aberto), os movimentos expansivos deste mercado não têm se verificado efetivamente ao longo do tempo.

³² São muitos os exemplos de descaso com relação aos acionistas minoritários neste sentido. No início do ano passado, por exemplo, os controladores da Light e da Eletropaulo (respectivamente, a francesa EDF e a norte-americana AES) compraram a participação minoritária da BNDESPar no capital das companhias, conseguindo reduzir em 30% o preço pago por ação em comparação ao do leilão de privatização das mesmas. Já os controladores da Paranapanema conseguiram diminuir a diferença entre o preço de leilão (incluindo o ágio) e o de recompra em 57%. Isto porque quase todos os minoritários da empresa tiveram que aderir à oferta de compra dos controladores (a

Não podemos desconsiderar que este mercado desenvolveu-se significativamente nos anos 90. Entretanto, o que fica patente é que os indicadores de sua performance vêm experimentando pioras nos últimos anos. No próximo item deste trabalho, veremos que isto tem a ver com o sistema de governança corporativa predominante no mercado de capitais brasileiro.

2.3 – Mercado de Capitais Brasileiro e a Questão das Práticas de Governança Corporativa Predominantes no País

2.3.1 - *Desenvolvimento do Mercado de Capitais e os Condicionantes Estruturais: o debate da governança corporativa*

Como vimos no item anterior, são muitos os fatores que, direta ou indiretamente, concorreram para o baixo desenvolvimento do mercado de ações no Brasil. Podemos destacar mais alguns que atuaram nesta direção: de um lado, são reconhecidos os resultados decorrentes do longo período inflacionário que assolou a economia brasileira até meados dos anos 90 e que, aliado às altas taxas de juros, deu lugar aos grandes ganhos com aplicações em títulos de renda fixa (sobretudo, os títulos públicos) em detrimento do mercado de ações. Nos anos recentes a inflação foi controlada, mas uma política monetária restritiva implementada pelo atual Governo (tanto para fazer frente aos incessantes déficits em conta corrente, quanto para arrefecer o consumo interno e, com isso, cumprir as metas inflacionárias³³ acordadas com o FMI) continuou a garantir os altos ganhos com títulos de renda fixa (mesmo os pré-fixados) e outros novos: os de arbitragem de câmbio e juros.

De outra parte, o que se observa é que a relação dividendo/preço das ações nos pregões em Bolsa é das mais modestas, desestimulando o investidor rentista a aplicar em ações³⁴. Além disso, segundo alguns analistas, a volatilidade do preço das ações nos pregões desencoraja o investidor mais conservador a aplicar seus recursos em Bolsa (AMENDOLARA, 1998), dificultando a constituição de uma “cultura de acionistas” no país.

Acrescente-se a estas questões as características do sistema de *corporate governance* predominante no país como (i) grande concentração da propriedade e controle das empresas, (ii) pouca negociabilidade desses controles, (iii) balanços contábeis e financeiros pouco

empresa conseguiu comprar mais de 95% do capital em circulação), haja vista que a cotação do papel despencou ainda mais com a perda da liquidez decorrente do processo de recompra (GAZETA MERCANTIL, 4/5/2000).

³³ Âncora implementada pelo Banco Central após ter deixado o câmbio flutuar em Janeiro de 1999.

transparentes e uma (iv) fraca legislação de proteção aos acionistas minoritários que inviabiliza a participação ativa da grande maioria dos acionistas nas decisões que definem a direção futura das empresas em que detêm ações.

Particularmente no que se refere às estruturas de propriedade e controle, a despeito da participação de investidores estrangeiros, dos investidores institucionais e das novas formas de alavancagem de capital que passam pelo mercado de capitais nacional, o que se verifica é que este mercado vem se tornando cada vez mais concentrado e menos líquido. Apesar de os processos de fusões, aquisições e de privatizações terem delineado novos contornos às estruturas societárias das empresas que atuam no país, é importante deixar claro que a concentração de propriedade ainda é patente no mercado de capitais brasileiro.

Um estudo focado nas 100 maiores empresas nacionais concluiu que os grupos sob controle familiar ainda representam cerca de 70% no Brasil (GAZETA MERCANTIL, 18/9/2000). Por outro lado, cabe ressaltar que os dados apresentados por SIQUEIRA (1998) revelam que de uma amostra de 278 empresas registradas em Bolsa no Brasil, apenas 21% têm uma estrutura de controle que pode ser considerada dispersa (o maior acionista detendo menos de 20% do controle); 48% delas se encontram em uma categoria no qual o controle de propriedade é considerado dominante (o maior acionista detém entre 20% e 50% do controle) e em 31% o controle é majoritário (o maior acionista detém mais de 50% do controle) (Tabela II.5).

TABELA II.5
PARTICIPAÇÃO RELATIVA DO MAIOR ACIONISTA NO TOTAL DE AÇÕES NO BRASIL (%)
CONCENTRAÇÃO DA PROPRIEDADE

	Dispersa (até 20%)	Dominante (entre 20% e 50%)	Majoritária (acima de 50%)
N.º de Companhias	59	134	85
%	21,22	48,20	30,58

Fonte: Elaborada a partir de dados de SIQUEIRA (1998: 45).

Apesar destes dados já indicarem um perfil concentrado para este mercado, o que de fato ilustra o desenho da estrutura de controle corporativo no Brasil é a concentração do controle das ações com direito a voto (ordinárias) *vis-à-vis* as ações sem direito a voto (preferenciais). Isso porque a atual Lei das Sociedades Anônimas permite que as ações preferenciais respondam por até dois terços do capital da empresa, o que facilita a capitalização da mesma sem que o proprietário perca o controle. Levando em consideração esta perspectiva, verifica-se que o perfil que caracteriza o controle da empresa é muito mais concentrado do que o indicado acima. Considerando-se a participação relativa do maior acionista no total de ações com direito a voto (Tabela II.6), observa-se que, das empresas analisadas, 21% têm controle disperso,

³⁴ A despeito disso, assim como em outros mercados, a lógica de grande parte dos aplicadores não é a de retenção das ações e sim a da aplicação neste tipo de título com o objetivo de obter ganhos imediatos.

24,82% dominante e 67,63% possuem o controle majoritário. Estes dados deixam patente o contraste da estrutura de governança brasileira com a presente nos Estados Unidos. Neste último país, a concentração das ações ordinárias nas mãos dos três principais acionistas é de 12%, ao passo que no Brasil a mesma é de 63% (GAZETA MERCANTIL, 23/9/99).

TABELA II.6
PARTICIPAÇÃO RELATIVA DO MAIOR ACIONISTA NO TOTAL DE AÇÕES COM DIREITO A VOTO NO BRASIL (%)

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

Fonte: Elaborada a partir de dados de SIQUEIRA (1998: 45).

Na verdade, o que se percebe é que ao invés de contribuir para a pulverização dos controles das empresas listadas em Bolsa no Brasil, tanto as privatizações quanto os processos de fusões e aquisições têm atuado em sentido contrário à esta perspectiva. A análise dos informativos anuais divulgados pelas companhias de capital aberto no primeiro semestre de 2000 deixa evidente o aumento ainda maior da concentração de propriedade dessas empresas. O levantamento feito pela ECONOMÁTICA, reunindo 200 companhias listadas em Bolsa no Brasil, mostra que a participação média do principal acionista no capital das empresas abertas passou de 43,8% em 1999 para 47,3%, em 2000. Cotejando as informações de 1999 e 2000 podemos fazer as seguintes observações (Tabela II.7): em 1999, 14 das 200 empresas analisadas possuíam mais de 90% do capital em poder do principal acionista, enquanto que, no ano seguinte, o número de empresas nesta situação aumentou para 20. Na mesma direção, observa-se que o número de companhias com mais de 50% do total de ações em poder de um único acionista saltou de 71, em 1999, para 78, em 2000; aquelas cujo controlador possui mais de 60%, passaram de 54 para 59; as que este acionista apresentava mais de 70%, de 41 para 52; e as que o mesmo detinha mais de 80%, de 26 para 33 no primeiro semestre de 2000.

TABELA II. 7
EVOLUÇÃO DO NÚMERO DE EMPRESAS POR FAIXA DE CONCENTRAÇÃO ACIONÁRIA

Participação do Principal Acionista no Capital Total	Número de Empresas	
	1999	2000
Mais de 90%	14	20
Mais de 80%	26	33
Mais de 70%	41	52
Mais de 60%	54	59
Mais de 50%	71	78

Fonte: ECONOMÁTICA – Retirado do Jornal Gazeta Mercantil, 19 de Julho de 2000: C-1.

Esta concentração presente no mercado doméstico ganha mais força quando se tem em mente o descaso dos controladores destas empresas com relação aos acionistas minoritários e a precariedade da proteção legal a estes últimos no Brasil. Os problemas relacionados aos conflitos de interesses entre acionistas e controladores das empresas sempre foram motivo de intensos

debates no Brasil. Com estruturas de propriedade e controle concentradas desde a constituição (ou abertura de capital) da empresa, o que se evidencia é que os fortes grupos de controladores nacionais ou estrangeiros nunca se interessaram pela pulverização e democratização do capital no país. Pelo contrário, fica patente que estes agentes freqüentemente fizeram *lobbies* junto aos legisladores e sempre conseguiram minar as forças dos que lutaram em prol do aumento da proteção aos acionistas minoritários.

O que queremos dizer com isso é que esta discussão não é nova no mercado de capitais brasileiro. Um estudo preparado por Mário Henrique Simonsen, intitulado "O Mercado Brasileiro de Capitais" e publicado pelo Ministério do Planejamento pouco depois do projeto de Lei do Mercado de Capitais ter sido remetido ao Congresso (em Julho de 1965), já sugeria que um dos obstáculos ao desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil é a precariedade da proteção aos acionistas minoritários. Nas palavras de SIMONSEN (1965: 82, *apud* TRUBEK, *et al.*, 1971).

(...) "a reforma da lei das sociedades anônimas, dando maior garantia aos grupos de acionistas minoritários, poderia servir como um considerável incentivo para a mobilização da poupança privada (...) Representação obrigatória dos grupos minoritários na Direção da empresa teria a vantagem de fazer as companhias brasileiras mais democráticas reduzindo, assim, a tendência do controle familiar".

Assim, vale destacar que a Lei das S.A. nunca introduziu modificações mais severas neste sentido. Por meio de uma analogia entre a Lei 6.404/76 e os avanços/retrocessos verificados na mesma no decorrer dos anos, AMENDOLARA (1998) levanta alguns dos principais problemas enfrentados pelos acionistas minoritários no Brasil no que se refere estritamente à efetiva proteção legal:

1. Em primeiro lugar o autor destaca que a legislação societária brasileira não define claramente o conceito de acionista minoritário no país. Alguns autores, por exemplo, excluem os preferencialistas deste conceito³⁵, ao passo que a CVM pretendeu englobar todos os acionistas não controladores enquanto minoritário através da Instrução Nº. 229.
2. Ao longo dos dispositivos da Lei 6404/76, por vezes, o legislador buscou opor limites ao direito de convocação da Assembléia Geral de Acionistas. Para se ter uma idéia, esta Lei estabelece os direitos de convocação de Assembléia Geral pelos acionistas minoritários que representam 5% do total do capital social da empresa. Entretanto, outros meios são utilizados pelos administradores/controladores para opor limites a estes direitos. Os artigos 121 e 122 da referida Lei, por exemplo, conferem a estes últimos (que gozam de grande poder nas

³⁵ Ver, por exemplo, BULGARELLI (1977).

Assembléias) os poderes para decidir todos os negócios relativos ao objeto da companhia e tomar as resoluções que julgar convenientes à sua defesa e desenvolvimento. Ou seja, os minoritários só podem convocar a Assembléia Geral Ordinária, se estiverem devidamente fundamentados para tal. O que ocorre, contudo, é que freqüentemente os administradores contestam a relevância dos motivos para esta convocação, já que a questão da fundamentação permite julgamentos subjetivos por parte dos mesmos.

3. Os acionistas representado pelo menos 5% do capital social da empresa podem requerer judicialmente a exibição por inteiro dos livros da companhia. No entanto, a sanção desse mecanismo aciona a mesma problemática que surge quando da convocação da Assembléia Geral Ordinária pelos minoritários. Isto é, os minoritários devem fundamentar o pedido, demonstrando a ocorrência de atos violadores da Lei ou do estatuto da empresa, ou que haja fundada suspeita de graves irregularidades praticadas por quaisquer dos órgãos da companhia.
4. O parágrafo 4º do Artigo 202 da Lei 9.457/97 estabeleceu uma disposição que enfraquece ainda mais a proteção às minorias e por isso tem sido causa de muitas críticas. O fato é que este parágrafo abriu uma válvula de escape no princípio da obrigatoriedade anual de distribuição de dividendos, ao admitir que os administradores da companhia aberta informem à Assembléia Geral Ordinária que a distribuição é incompatível com a sua situação financeira, ouvido o Conselho Fiscal, se em funcionamento. Ora, os controladores possuem maioria na tomada de decisões tanto no Conselho de Administração, como no Conselho Fiscal, o que pode viesar qualquer tipo de decisão, inclusive esta.
5. No ambiente societário brasileiro, o Conselho de Administração é dominado pelos controladores, inclusive dele participando diretamente e até mesmo da diretoria executiva (1/3 dos membros do Conselho podem participar da diretoria).
6. A Lei 7.958/89 (Lei Lobão) eliminou o direito de recesso (isto é, o direito concedido aos acionistas dissidentes de se retirarem da Sociedade, em razão da aprovação, em Assembléia Geral, de determinadas matérias, mediante o pagamento do reembolso de suas ações), que havia sido garantido pela Lei 6.404/79, referente à incorporação, fusão, cisão e participação em grupo de sociedades. A Lei 9.457/97 introduziu modificações nesse direito, mas exige que haja um quorum qualificado para a sua aprovação. No caso da fusão da companhia ou de sua participação em grupo de sociedade, por exemplo, somente terá direito de recesso o titular das ações que não integrem o *Ibovespa*. Isso pressupõe que o mercado de capitais brasileiro possua liquidez, de forma que, se o titular de tais ações for contrário às medidas tomadas pelos controladores, o mesmo possa negociá-las sem grandes constrangimentos no

mercado. Sabemos, porém, que isso não é possível, uma vez que nem todas as ações que compõe este índice possuem liquidez.

7. O artigo 254 da Lei 6404/76, que buscava dar tratamento igualitário aos acionistas minoritários, assegurando-lhes o direito de vender suas ações nas mesmas condições que os controladores quando da venda do controle da empresa (direito a *tag along*), sempre foi objeto de intensa discussão doutrinária, sendo eliminado com a Lei 9457/97. A questão principal que se coloca aqui é basicamente a mesma defendida pelos controladores no que tange ao direito de recesso. Ou seja, muitos apregoavam que os acionistas descontentes com os rumos da negociação poderiam vender as suas ações no mercado. Ora, mais uma vez enfatiza-se o fato de que o nosso mercado de capitais possui baixa liquidez.

Não são muitos os fatores que, de fato, representam avanços para os minoritários em relação à Lei original, sendo que o fato de os acionistas poderem enviar procuração para fins de representação na Assembléia Geral já estava contido no âmbito de tal legislação. Na verdade, o mesmo autor resume os principais avanços na proteção legal dos minoritários brasileiros nas seguintes medidas sancionadas pela Lei 9.457/97:

1. Estabeleceu aos acionistas detentores de ações preferenciais a prioridade de um dividendo 10% maior em relação aos que possuem ações ordinárias³⁶;
2. trouxe relevantes alterações que viabilizaram a participação mais efetiva dos minoritários na fiscalização dos negócios sociais, concedendo-lhes mais condições de acesso às informações e inserindo mais um mecanismo para que os minoritários conseguissem a instalação do Conselho Fiscal, não dependendo, para tanto, da espera da realização de uma Assembléia; e
3. permitiu que a Assembléia Geral Ordinária seja convocada também por 5% do capital das ações sem direito a voto, sendo que nas empresas que emitem dois terços de seu capital em ações preferenciais não é muito difícil obter esse percentual.

Com respeito a estes dois últimos itens, é preciso deixar claro que a instalação do Conselho Fiscal interessa sobremaneira aos acionistas minoritários, haja vista que este órgão dá aos mesmos os meios de poderem exercer o direito de fiscalizar as contas da empresa quando julgarem necessário. Contudo, este avanço na referida Lei deve ser relativizado, sobretudo, porque os minoritários podem eleger apenas 40% dos assentos do colégio. Neste sentido, percebe-se que, em muitos casos, mesmo que os direitos dos acionistas minoritários estejam implícitos na Lei, os controladores podem burlá-los, tendo em vista que a mesma abre a possibilidade de que não haja a observância de alguns dos direitos desses acionistas caso o

³⁶ Entretanto, esta modificação tem sido causa de muitas controvérsias quanto à sua aplicação correta.

Conselho de Administração justifique a sua decisão. Ora, como já mencionado, este órgão tem uma representatividade muito mais expressiva dos controladores em relação aos minoritários.

Os movimentos recentes de abuso de poder dos controladores frente aos acionistas minoritários³⁷, de perda da liquidez das ações das empresas e de fechamento de capital assistidos no mercado de capitais nacional corroboram o descaso com relação aos acionistas minoritários no Brasil. Mesmo que a legislação estabeleça que no processo de oferta pública de compra de ações pelos controladores deva haver a aceitação, por acionistas minoritários titulares, no mínimo, de 67% das ações em circulação no mercado, o que se tem visto no país é que os *novos* controladores de empresas públicas ou privadas recém adquiridas têm alijado frequentemente estes acionistas destas decisões – diga-se de passagem, o processo já enfatizado de “fechamento branco” do capital dessas empresas.

Assim, o que fica patente é que o sistema de governança corporativa predominante no mercado de capitais brasileiro continua guardando características estreitamente análogas às presentes nos países de sistema de controle interno. Entretanto, conforme já posto, as empresas de grande porte no Brasil passaram a ter presentes em seu controle **desde bancos, empresas nacionais e investidores estrangeiros, até fundos de pensão nacionais**. Estes agentes, por sua vez, querem, cada vez mais, participar das decisões das empresas, colocando isto com um dos condicionante de novos aportes da capital e da manutenção de sua participação acionária nestas companhias. Veremos no próximo item deste trabalho que, de um lado, estas questões têm levado à exacerbação dos debates abrangendo o sistema de governança corporativa predominante no Brasil e, de outro, observa-se à deflagração de algumas proposta e medidas visando aumentar a participação dos aplicadores nas decisões recorrentes das empresas nas quais participam.

2.3.2 – Propostas e Medidas Recentes Visando Desenvolver o Mercado de Capitais Brasileiro: o debate da adoção de “boas práticas” de governança corporativa

Como posto, de acordo com os sistemas de *corporate governance* presentes em cada país, os agentes possuem maior ou menor espaço no âmbito da tomada de decisão nas empresas e para atuar e aplicar no mercado de capitais. A perspectiva é a de que estes sistemas impactam não apenas o crescimento e desenvolvimento dos respectivos mercados de capitais, como a participação e a forma de atuação dos fundos de pensão nos mesmos. Assim, embora se tenha assistido à expansão do mercado de capitais brasileiro em alguns momentos – particularmente

³⁷ Alguns casos de abuso de poder dos controladores frente aos acionistas minoritários podem ser vistos em BERTÉ (1998).

aqueles em que coexistiram vários incentivos do Governo -, o mesmo ainda não experimentou um desenvolvimento vigoroso e sustentável ao longo do tempo.

Uma das idéias que está por detrás destas questões é a de que a não adoção de “boas práticas de governança corporativa” pelas empresas de um determinado país faz com que os agentes sejam mais reticentes na aquisição dos papéis destas empresas no mercado. Aliás, vimos que, mesmo em mercados em que os agentes possuem mais espaço de atuação (como o norte-americano), o que se observa é que, cada vez mais, os fundos de pensão pressionam para obter um espaço ainda maior no âmbito das decisões das empresas.

Esta defesa vem sendo muito utilizada pelos fundos de pensão brasileiros e mesmo pelos investidores institucionais internacionais nos últimos anos. O acirramento das discussões em torno da adequação do mercado de capitais local aos ditames atuais e a efetivação de algumas medidas visando “melhorar” as práticas de governança corporativa predominantes no país têm denotado o avanço destas questões. Veremos a seguir que estas medidas têm sido adotadas não só pelo Governo brasileiro, mas também pela Bovespa e pelos fundos de pensão nacionais.

2.3.2.1- Do lado do Governo

Do lado do Governo vimos que um dos objetivos do processo de abertura financeira foi dar mais impulso ao mercado de capitais através do estímulo às aplicações de estrangeiros no mesmo. Outro passo tomado com o intuito de mudar o quadro de baixa performance deste mercado foi a criação, em Janeiro de 2000, de uma comissão de estudos para analisar o mercado de capitais. Esta comissão é integrada pelo Banco Central, pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), pela Superintendência de Seguros Privados (Susep) e pela Secretaria de Previdência Complementar (SPC), todos coordenados pelo Secretário de Política Econômica do Ministério da Fazenda, Edward Amadeo, visando diagnosticar os principais problemas deste mercado e, a partir daí, tomar as medidas cabíveis para contorná-los (GAZETA MERCANTIL, 20/3/2000)³⁸.

Após a posse do seu atual presidente, o BNDES também passou a fazer parte desta comissão e tem atuado no sentido de estimular o mercado de capitais nacional, instituindo medidas visando incentivar a abertura de capital por parte das empresas. Uma das medidas já tomadas pelo Banco neste sentido foi a mudança nas regras para a concessão de alguns empréstimos, dando prioridade de financiamento às empresas de capital aberto (GAZETA MERCANTIL, 20/3/2000). Neste desenho a ser tomado pelo BNDES, o BNDESPar será peça

³⁸ Uma das questões que já estão na pauta desta comissão reside na alteração da tributação do mercado de capitais e no avanço da aprovação da tão discutida Lei das S.A. As propostas de mudanças desta Lei serão discutidas com mais detalhes neste mesmo item do nosso trabalho.

chave por intermédio de um novo programa criado: o Programa de Apoio às Novas Sociedades Anônimas. A perspectiva é aumentar a sua participação na liberação dos recursos, reduzindo os empréstimos convencionais concedidos à indústria e ao setor de serviços. Os recursos do programa, por seu turno, serão utilizados na subscrição de ações ou debêntures conversíveis de empresas, que têm como obrigação abrir o capital quando estiverem com o porte adequado para o mercado de capitais (GAZETA MERCANTIL, 31/10/2000).

Uma outra medida pretendida pelo Banco é a pulverização das ações de empresas privatizadas, com o intuito de aumentar a liquidez do mercado. Isto foi feito na venda de parte das ações da Petrobrás e vem sendo muito discutido no bojo da decisão do modelo a ser adotado na privatização de Furnas. Nesta, além de tentar pulverizar o capital, o BNDES está discutindo a criação de um mecanismo de salvaguarda contra o fechamento do capital da estatal após a venda (GAZETA MERCANTIL, 19/12/2000), fechamento este que ocorreu com muitas empresas domésticas que foram adquiridas por estrangeiros.

Visando a ampliação da captação interna de recursos, o Governo trabalha também para criar um mercado secundário para a negociação de títulos públicos. A idéia é a de que este mercado funcionaria como referencial de preços para o mercado secundário dos papéis privados, incluindo a securitização de recebíveis e de títulos do mercado imobiliário (PRADO, 2000). Para tanto, o Governo editou um conjunto de 21 medidas no final de 1999 que, além de tentar alongar a dívida pública e reduzir os seus custos, pretende estimular a liquidez dos papéis federais, sobretudo, por meio de novas formas de operação (como, por exemplo, a instituição de compromissos de recompra dos títulos, inclusive pelo Banco Central) e da instituição de mecanismos que aumentem a transparência destes títulos no mercado (GAZETA MERCANTIL, 27/10/1999).

No entanto, como se sabe, a compra de papéis privados de bancos e empresas depende do movimento dos juros e da rentabilidade dos títulos de dívida oriundos do Governo. É importante ter esta perspectiva em mente para que novos recursos possam ser direcionados para o financiamento dos investimentos e para o mercado de capitais, notadamente os dos investidores institucionais, pois com os juros básicos altos, os aplicadores conseguem auferir grandes retornos de suas aplicações, simplesmente, adquirindo os títulos públicos que, por sua vez, envolvem riscos bem menores se comparados aos papéis privados. Tendo que concorrer com os títulos do Governo, as empresas têm de pagar altíssimos prêmios para captar recursos no mercado interno e, desta forma, acabam preferindo incorrer nos riscos cambiais e/ou nos custos das operações de *hedge* vinculados aos empréstimos externos.

Tendo em vista o baixo volume de negócios e as sucessivas quedas registradas nos últimos meses nas Bolsas brasileiras, o Governo anunciou, na noite de 17 de Outubro de 2000, a isenção da CPMF de 0,3% aos investidores estrangeiros. O Banco Central autorizou o fechamento de câmbio diretamente na Câmara Brasileira de Liquidação e Custódia (CBLC), o que, na prática, significa que os investidores estrangeiros ficam isentos do pagamento da CPMF nas operações de compra e venda de ações, já que a lei estabelece que a CBLC não precisa recolher o tributo (GAZETA MERCANTIL, 18/10/2000).

Por seu turno, a nova Lei das S. A. ainda se encontra em tramitação no Congresso e, se aprovada, representará um grande avanço na proteção aos acionistas minoritários no país. É digno de registro o fato de que esta nova Lei deverá dificultar o fechamento de capital por parte das empresas domésticas ao estabelecer parâmetros mais rígidos para a recompra de ações. Isto porque a nova regra estabelecerá que a realização de oferta pública seja feita pelo “valor econômico da ação” e não pelo valor de mercado (patrimonial) como é efetivada a grande maioria destes processos.

Além disso, no bojo desta Lei, caso o controlador deseje elevar a sua participação de forma a impedir a liquidez do mercado (fechamento branco), estabelecer-se-á também a obrigatoriedade de oferta pública de novas ações. Relacionado a isso, o Artigo 254-A desta lei confere *tag along* para os minoritários (isto é, em caso de um processo de oferta pública de compra, os minoritários terão o direito de vender as suas ações pelo mesmo preço pago pelos controladores quando da aquisição do controle da empresa). Este direito não será auferido apenas pelos detentores de ações ordinárias. Os preferencialistas também o aferirão, uma vez que as companhias poderão conceder aos mesmos (em estatuto) o direito de venda de suas ações (com igualdade de condições ou não) por ocasião de venda de controle.

Outro ponto que será aprimorado, caso seja aprovada a referida Lei, é a inclusão de representantes dos acionistas minoritários (que representem pelo menos 15% do capital com direito a voto) no Conselho de Administração, visando a participação destes nas discussões e, se possível, em decisões vitais para o futuro das empresas. Os acionistas detentores de ações preferenciais (que representem, no mínimo, 10% do capital social da empresa), por sua vez, além de poderem eleger um representante no Conselho de Administração, terão instituído o dividendo prioritário de 3% sobre o valor patrimonial da ação (no mínimo igual a 25% do lucro líquido). Em suma, com a aprovação da nova Lei das S.A., espera-se não só dar maior proteção aos acionistas minoritários, mas também aumentar a transparência do mercado, atualizar e aprimorar conceitos, dando mais qualidade ao produto “ação”, bem como acelerar a eficiência do mercado de capitais brasileiro.

Como posto, com a criação da referida comissão que está analisando o mercado de capitais local, estas mudanças na Lei das S.A. estão tendo o apoio dos principais integrantes da equipe econômica: do atual presidente do Banco Central, Armínio Fraga, do Ministro da Fazenda Pedro Malan, bem como de importantes autoridades estreitamente ligadas ao desenvolvimento do país, como o presidente do BNDES, Francisco Gros e o Ministro do Desenvolvimento Alcides Tápias. Entretanto, este projeto vem sendo alvo de violentas críticas por parte dos controladores das empresas domésticas, colocando em xeque a sua devida aprovação. Uma das principais argumentações utilizadas pelos que advogam a favor da manutenção da configuração da atual legislação é a de que os acionistas minoritários poderiam vender as suas ações na Bolsa quando forem reticentes às medidas tomadas pelos controladores, pretendendo-se que o mercado de capitais brasileiro possui propriedades similares ao do norte-americano, onde as ações, em geral, são todas com direito a voto, possuem liquidez e são altamente pulverizadas, não existindo controladores absolutos. Esta afirmação é destituída de fundamentação, pois a grande maioria das ações brasileiras não tem mercado líquido em Bolsa além, do que, também em grande número, está com preços abaixo do seu valor patrimonial.

Um outro ponto de defesa dos controladores é que o projeto abre espaço para que os acionistas minoritários usem dados sigilosos da empresa em benefício próprio, ou seja, para a prática do *inside information*. Na verdade, o que se quer enfatizar neste ponto é que os controladores estão atacando o máximo de pontos do projeto na tentativa de derrubá-lo ou, pelo menos, adiar ao máximo a sua aprovação. O próprio fato de estas resistências no Congresso serem oriundas principalmente da Confederação Nacional da Indústria (GAZETA MERCANTIL, 28/8/2000) denota que, independente do motivo apresentado, o que de fato esses agentes não querem é repartir o poder nas empresas com outros investidores.

Desta forma, em que pesem as medidas do Governo, mesmo que se consiga melhorar a performance do mercado de capitais doméstico com a constituição de “medidas paliativas” (como a isenção da CPMF nas operações dos estrangeiros em Bolsa e os incentivos do lado do BNDES), o que se percebe é que as alterações na legislação de proteção aos acionistas minoritários representam um grande desafio do Governo no bojo de sua busca pela melhoria da performance deste mercado.

2.3.2.2 – Do lado da Bovespa

Com as dificuldades encontradas em torno da aprovação de uma legislação de proteção aos minoritários mais eficiente e tendo em vista os altos custos do mercado de capitais, a própria

Bovespa vem estudando formas alternativas de tentar minar a força dos problemas relacionados à baixa performance do mercado de capitais do país.

Uma das mais recentes investidas neste sentido é o projeto montado com base em um estudo da MB Associados - coordenado pelo ex-secretário de comércio exterior José Mendonça de Barros e por José Alexandre Scheinkman, professor da Universidade de Princeton – no qual se defende a constituição de um “novo mercado”, em que se pretende reunir apenas empresas comprometidas em manter em bom relacionamento com os acionistas.

A perspectiva dos mentores deste novo mercado é a de que o mesmo seja menos burocrático no tocante à abertura de capital e movido pela temática da “boa prática de governança corporativa”, de modo que se dê mais espaço para a atuação dos acionistas minoritários, estimulando a criação de um mercado secundário que proporcione liquidez aos aplicadores e representando uma alternativa para a captação de recursos no Brasil.

Para participar deste mercado, as empresas deverão atender cerca de 25 exigências. As principais delas estão apresentadas no Quadro II.3, a saber: a obrigatoriedade de ter apenas ações com direito a voto; conceder a todos o direito de receber o valor integral negociado em eventuais trocas de controle (*tag along*); o aumento da transparência das informações fornecidas pelas empresas, com a apresentação de demonstrações contábeis de acordo com padrões internacionais (no formato previsto pelo órgão norte-americano *International Accounting Standards* ou pelo USGAAP, cujos princípios são aceitos nos EUA); a divulgação, no início do ano, de um calendário com todos os eventos corporativos previstos para o período, como as Assembléias de Acionistas, as reuniões do Conselho e a divulgação dos balanços; a obrigatoriedade do parecer de auditoria nos balanços trimestrais (e não anuais como os vigentes); e os conflitos com os acionistas minoritários deverão ser resolvidos por um comitê privado de arbitragem (GAZETA MERCANTIL, 26/9/2000). Além dessas, uma outra regra prevista é a que estabelece que, durante os seis meses seguintes à abertura do capital, o controlador ficará com 100% de suas ações bloqueadas para venda. Após este prazo, o controlador ficará com 60% dessas ações bloqueadas para negociação até que se atinja mais doze meses (GAZETA MERCANTIL, 1/12/2000). O objetivo desta regra é garantir o comprometimento do controlador com a empresa, no mínimo, durante este período.

A contrapartida do lado do “novo mercado” é a análise de formas de desburocratizar a abertura de capital para as empresas e de reduzir os custos de manutenção da estrutura de capital aberta (como o valor da anuidade a ser paga pelas empresas registradas). Este mercado destaca-se não apenas por imprimir melhores perspectivas no tocante às estruturas de *corporate governance*. Na verdade, deve ser enfatizado também o fato de que muitas empresas (pequenas e

médias com patrimônio líquido em torno de R\$ 50 milhões) com boas perspectivas de crescimento e lucratividade, mas sem acesso ao mercado convencional, poderão vir registrar-se neste mercado e, com isso, obter recursos com custos e prazos mais acessíveis e compatíveis com as suas condições.

QUADRO II.3
EXIGÊNCIAS PARA PARTICIPAR DO NOVO MERCADO

-
- O capital será formado apenas por ações com direito a voto
 - As demonstrações contábeis serão divulgadas também sob padrões internacionais, como IAS ou USGAAP
 - As informações trimestrais serão revisadas por empresas de auditoria
 - 100% das ações bloqueadas para a venda nos primeiros 6 meses
 - Conflitos entre controladores e minoritários serão resolvidos por comitê de arbitragem privado
 - Transferências de controle serão seguidas da aquisição das ações em poder de todos os acionistas
 - Será obrigatória a divulgação de calendário anual com a programação de eventos societários, como Assembléias e divulgação de balanços
-

Fonte: Bovespa - Retirado de GAZETA MERCANTIL, 28/09/2000.

Alguns analistas, contudo, apontam alguns problemas quanto à constituição do Novo Mercado, dentre os quais se enfatiza a defesa de que o mercado de capitais brasileiro não comporta a existência de duas Bolsas - devido à concorrência com as principais Bolsas do Mundo - e o fato de que muitas empresas já listadas em Bolsa e interessadas na “nova”, não conseguem adequar as suas estruturas de propriedade e controle às exigências desta última, dado a grande proporção de ações sem direito a voto em circulação no mercado frente as ordinárias (GAZETA MERCANTIL, 26/8/2000 e 6/10/2000).

Em contraposição, as experiências de Bolsas com estas características em outros países dão força aos defensores da implementação deste mercado. Como se sabe, nos EUA as empresas praticamente não emitem ações sem direito a voto. Já na Alemanha - cujo sistema de *corporate governance* predominante é o de *controle interno e/ou de mercado de controle via débito* - foi criado o Neuer Market em Frankfurt. Tal qual se pretende no Brasil, este mercado só negocia ações com direito a voto, as companhias têm de vender no mercado pelo menos 25% de suas ações, os acionistas não podem vender as ações antes de 6 meses e as disputas entre os controladores e os minoritários são solucionadas por um tribunal de arbitragem. Cumpre sublinhar que o Neuer Market tem apresentado um crescimento muito superior ao da principal Bolsa alemã (a Deustch Borse). Para se ter uma idéia, entre 1965 e 1999 esta última assistiu a apenas 219 aberturas de capital por emissão de ações (GAZETA MERCANTIL, 20/11/2000), ao passo que o Neuer Market começou, em Março de 1997, com apenas 2 empresas, fechou aquele ano com 13, registrou 45 novas empresas listadas, em 1998, outras 140, em 1999, e estimando-se a entrada de mais 150, em 2000 (GAZETA MERCANTIL, 24/8/2000).

É lícito ressaltar ainda que, com a mesma perspectiva da “boa governança corporativa”, no dia 11 de Dezembro de 2000, a Bovespa lançou dois selos de qualidade para as companhias preocupadas em atender a estas práticas. Este projeto, que terá sua adesão voluntária, é voltado

para as companhias que estão atualmente listadas na Bolsa e classificará as mesmas em dois níveis (nível 1 e nível 2). As empresas que desejarem receber o selo deverão assinar um contrato com a Bovespa, no qual constarão as regras a serem seguidas por elas. O selo de nível 1 será concedido às empresas que atenderem a determinadas regras de transparência como a divulgação de balanços de acordo com as regras vigentes nos EUA, a distribuição de calendários com eventos corporativos e a publicação das demonstrações contábeis trimestrais auditadas. Já a selo de nível 2 será atribuído às companhias que adotarem procedimentos mais avançados de governança tais como *o tag along*.

2.3.3 - O Papel dos Fundos de Pensão Brasileiros na “Melhoria” das Práticas de Governança Corporativa

Como já sublinhamos, mesmo tendo em vista o avanço conjunto dos processos de fusões, aquisições e de privatizações no mercado brasileiro, a “cultura” ainda predominante por parte dos controladores da grande maioria das empresas que atuam no país é a de pouco compartilhamento do controle e das decisões estratégicas com os sócios minoritários. Observa-se que isto tem feito com que surjam vários conflitos de interesses no âmbito das empresas que foram alvo destes processos e suscitado o debate a respeito das “práticas de governança corporativa” vigentes nas empresas domésticas.

Ainda que o Brasil não disponha de “boas leis” de proteção aos acionistas minoritários, verifica-se que estes conflitos poderiam ser menores se a liquidez do mercado de capitais brasileiro não fosse tão baixa. Isto porque, com sérios obstáculos para negociar suas posições, a saída para os acionistas insatisfeitos com os rumos tomados pelas empresas em que participam é tentar conseguir presença forte e efetiva nos Conselhos destas empresas.

No caso específico dos fundos de pensão brasileiros, a situação é ainda mais complexa. Por conta da magnitude dos volumes que os mesmos administram, dificilmente estes agentes conseguem operar no “estreito” mercado de capitais local sem provocar grandes oscilações nos preços das ações. O fato é que *“as entidades fechadas de previdência privada podem alocar em ações até 60% do total de seus investimentos, hoje equivalente a 12% do PIB, enquanto a capitalização do mercado corresponde a 20% do PIB”*. Desta forma, (...) *“torna-se inviável desfazer-se de uma posição numa empresa, já que essa operação deprimirá os preços em demasia”* (LUSTOSA, 2000: A-3).

Como vimos, não obstante já possuírem significativas parcelas de capital de grandes empresas internas, com o processo de privatizações, alguns fundos de pensão nacionais passaram a deter participações estratégicas em importantes ex-estatais. Deste modo, além de integrar o rol

de agentes que pressionam para a aprovação da nova Lei das S.A., estas instituições têm buscado assiduamente maior inserção nas empresas e lutado pelo aumento da transparência na gestão das mesmas. Assim, percebe-se que nos últimos anos os fundos de pensão engajaram-se ativamente na luta pela adoção de melhores práticas de governança corporativa nas empresas brasileiras.

Um dos indicadores deste engajamento por parte destes fundos é o expressivo aumento do número de assentos dos mesmos nos Conselhos Fiscal e de Administração das empresas, sendo que, por intermédio destes órgãos, além de participar ativamente das decisões dessas empresas, eles podem fiscalizar de perto a ação dos gestores das mesmas. A Petros, por exemplo, tem assentos em conselhos de 21 companhias, com 23 conselheiros. Já a Previ aumentou em 28,5% o número de assentos em conselhos das empresas em que participa acionariamente. Em 1999, esta fundação detinha assentos nos Conselhos Fiscal e de Administração de 61 empresas, sendo 123 neste último e 101 no primeiro. No ano seguinte, a mesma passou a deter assentos nos conselhos de 82 empresas, o número de assentos no Conselho Fiscal dessas empresas passou para 137 e o de assentos no Conselho de Administração chegou a 151 (GAZETA MERCANTIL, 31/7/2000 e 3/10/2000).

Para garantir o poder nas companhias em que aplicam parte de seus recursos, os fundos estão mudando os critérios de escolha dos seus conselheiros. É fato que a nomeação dos conselheiros das fundações fechadas de previdência privada obedecia mais aos objetivos políticos do que os interesses financeiros e econômicos destas instituições. Mais recentemente, entretanto, verifica-se que as fundações estão optando pela profissionalização dos conselheiros de administração e fiscal, e, além de avaliar o perfil acadêmico e a experiência profissional destes últimos (GAZETA MERCANTIL, 19/5/2000), fundos como a Previ e a Petros estão contratando empresas especializadas para aperfeiçoar os conhecimentos de seus conselheiros em governança corporativa (GAZETA MERCANTIL, 5/9/2000).

Ademais, cada vez mais aumentam as exigências por parte dos fundos de pensão nacionais para que as empresas alvo de suas aplicações eliminem as práticas nocivas aos acionistas minoritários e passem a adotar medidas como o direito a *tag along*, a diminuição do percentual de ações preferenciais *vis-à-vis* as ordinárias e o aumento do número de representantes dos minoritários nos Conselhos de Administração e Fiscal. De acordo com LUSTOSA³⁹ (2000), o objetivo dos fundos de pensão não é o de conduzir a gestão das empresas. O que estes agentes buscam é o aumento da criação de valor para a companhia e impedir que sejam tomadas decisões em favor de um ou outro acionista.

³⁹ Cumpre ressaltar que a autora é diretora financeira e de investimentos da Petros.

Uma importante questão apontada pela maioria dos analistas no que se refere à maior presença das fundações no bloco de controle de muitas companhias, no entanto, é a iminência do surgimento do problema do *inside information*. Este não é um problema que se origina apenas na participação dos fundos de pensão nas decisões das empresas, pois o mesmo pode surgir com qualquer agente que opere no mercado. A preocupação que surge, inclusive por parte da CMV, é a de que, como os fundos possuem maior acesso aos dados das empresas em que participam e, na outra ponta, negociam diariamente as ações destas empresas, os mesmos podem fazer uso de informações estratégicas privilegiadas.

Na verdade, para além do problema do *inside information*, o que de fato destaca-se aqui é a defesa feita pelas fundações de que, com a estabilização da economia e dado o viés de baixa que o Governo vem adotando na definição das taxas básicas de juros, a adoção de “boas práticas de governança corporativa” por parte das empresas brasileiras pode redundar em novos aportes de recursos destes agentes no mercado de capitais doméstico⁴⁰. Por outro lado, afirma-se que a postura mais ativa dos fundos de pensão no âmbito das empresas nas quais participam contribui para que haja mudanças no sistema de *corporate governance* presente no Brasil⁴¹, uma vez que estes agentes são os mais poderosos grupos de acionistas minoritários do país.

O que se observa é que o Governo vem “comprando” estes argumentos, alterando, inclusive, os critérios de alocação dos fundos de pensão fechados em ações, estabelecidos pela Resolução 2.720 do Banco Central em 24 de Abril de 2000. Os limites previstos nesta Resolução para a segmentação de ações de mercado estabeleciam que as fundações deveriam aplicar: (i) até 60% em ações de alta liquidez; (ii) até 10% em ações de alta liquidez com derivativos; (iii) até 20% em ações de média liquidez; (iv) até 2% em ações de baixa liquidez; (v) até 2% em participação em lançamento de empresas adquiridas em distribuição pública em decorrência de abertura de capital e; (vi) até 10% em certificados de depósito de valores mobiliários com lastro em ações de companhia aberta ou de companhia que tenha características semelhantes às de empresas brasileiras, mas com sede no exterior.

Note-se, portanto, que os principais critérios que rezavam sobre as aplicações das fundações em ações levavam em conta prioritariamente a liquidez dos papéis, mas colocavam em xeque a pulverização da carteira das mesmas, podendo até mesmo comprometer, ainda mais, o desempenho do mercado de capitais local. Com a suspensão da Resolução 2.720, no dia 30 de Novembro de 2000, mantiveram-se pontos considerados importantes como o aumento da

⁴⁰ A diretora financeira e de investimentos da Petros, Eliane Aleixo Lustosa, é uma das defensoras ferrenhas desta perspectiva, reafirmando-a freqüentemente em alguns artigos publicados pelo Jornal Gazeta Mercantil.

⁴¹ A este respeito, ver, por exemplo, RABELO (1998).

transparência das operações dos fundos e da segurança dos participantes⁴², mas as aplicações de renda variável foram revisadas. A idéia do CMN ao estabelecer novos critérios de aplicação foi privilegiar as empresas de capital aberto que adotem mecanismos de “boa governança corporativa” (GAZETA MERCANTIL, 1/12/2000).

O que se quer enfatizar aqui é que, assim como o Governo e a Bovespa, os fundos de pensão nacionais estão buscando o aperfeiçoamento das práticas de governança corporativa predominantes no país. As evidências indicam que isto pode melhorar a performance do mercado de capitais doméstico, aumentando o número de empresas listadas em Bolsa, o número de papéis disponíveis para aplicação neste mercado e o espaço de atuação dos aplicadores. Entretanto, como atestam as experiências dos fundos de pensão presentes nos EUA e na Inglaterra, onde os sistemas de governança corporativa dão aos acionistas minoritários e, por conseguinte, aos fundos mais espaço de atuação, a perspectiva que estamos adotando é a de que apenas a “melhoria das práticas de governança corporativa das empresas doméstica” não garante o aumento da oferta de recursos para investimento por parte das fundações brasileiras. Aliás, tudo indica que sem uma regulamentação mais restritiva e direcionadora das aplicações dos fundos de pensão nacionais, estes agentes podem concorrer fortemente para o aumento da volatilidade e do viés *curto-razista* presente no mercado de capitais brasileiro. Isto porque, como já indicamos, via de regra, os fundos de pensão que atuam em mercados menos regulados não se comportam como proprietários e não se envolvem efetivamente na gestão das empresas em que detêm participações acionárias. Em busca de retornos rápidos com relação às suas aplicações, ao menor sinal de alterações nas performances dos mercados acionários, estes agentes podem mudar rapidamente suas posições. Para verificar estas questões, no próximo capítulo, analisaremos as aplicações dos fundos de pensão nacionais na década de 90, verificando qual tem sido o comportamento predominante destes agentes no mercado de ações brasileiro e levantando algumas propostas da atuação dos mesmos no financiamento do crescimento econômico.

⁴² A nova Resolução manteve a exigência presente na anterior de que os fundos de investimento escolhidos pelas fundações sejam apenas aqueles referenciados num indicador de desempenho - , como o Ibovespa, por exemplo - , além do fato de que os fundos ainda continuam obrigados a indicar o executivo tecnicamente qualificado que responderá civil e criminalmente e prestará informações sobre a aplicação dos recursos (GAZETA MERCANTIL, (1/12/2000).

CAPÍTULO III

A FORMA BÁSICA DE ATUAÇÃO DOS FUNDOS DE PENSÃO NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO E O SEU POSSÍVEL PAPEL NO FINANCIAMENTO DE LONGO PRAZO

No capítulo 2, pudemos perceber que o sistema de *corporate governance* brasileiro guarda algumas das características presentes nos sistemas predominantes no Japão e na Alemanha. As leis de proteção aos acionistas são fracas, existe uma acentuada concentração da propriedade e do controle das empresas listadas em Bolsa, o mercado de capitais é pequeno e pouco líquido e o número de empresas presentes neste mercado, que já não era muito expressivo, vem diminuindo ainda mais. Mediante estas questões, poderíamos dizer que o sistema brasileiro é de controle interno, mas não é isto o que se verifica. Na medida em que é um Banco Público que está à frente da alavancagem de recursos para investimento, não há forte relação banco/indústria no Brasil. Percebe-se, portanto, que o sistema de *corporate governance* brasileiro enquadra-se no âmbito das classificações intermediárias.

De qualquer forma, deve-se ter em mente que no mercado de capitais brasileiro existe forte concentração da propriedade, baixa negociação das ações e os grandes atores sempre foram as empresas estatais recentemente privatizadas. Conforme mencionamos, este desenho limitou a atuação de outros atores no mercado, como é o caso dos fundos de pensão. É preciso ter claro, contudo, que estas relações não são meramente resultado de uma legislação que beneficia os controladores. São, antes de tudo, reflexo da baixa centralização de capitais da economia brasileira quando do salto industrializante.

No tocante às aplicações dos fundos de pensão, conforme levantamos, estes agentes, enquanto grandes aglutinadores de capital, poderiam direcionar seus recursos para aplicações de mais longo prazo, comprando títulos de longo prazo lançados pelas empresas no mercado de capitais ou operando de forma mais estável neste mercado (sem um perfil especulativo). Se por um lado, o próprio desenho do mercado limita este tipo de atuação (já que, como vimos, o poder de persuasão dos acionistas no âmbito das empresas é relativamente pequeno e desestimula a detenção de ações de muitas empresas no mercado), por outro, uma outra questão fundamental

refere-se ao fato de que as aplicações no mercado de capitais concorrem com outros ativos que, aliados à manutenção dos juros internos em patamares altíssimos, fazem com que as empresas domésticas encontrem grandes dificuldades para lançar títulos de dívida no mercado, tendo em vista os altos custos envolvidos nestas operações.

No caso brasileiro, as aplicações no mercado de capitais concorrem com os ativos de renda fixa (como os CDB's, os RDB's e especialmente os emitidos pelo Governo), que oferecem grande lucratividade e baixo risco. Assim, muitas empresas optam pela captação de recursos no mercado externo (desde que sejam de grande porte e encontrem condições favoráveis para tanto no exterior), limitando o lançamento de novos títulos corporativos no mercado e diminuindo ainda mais as opções de aplicações existentes no país.

Veremos neste capítulo que uma das questões que se colocam neste sentido, é a concentração das aplicações dos fundos de pensão em um número pequeno de empresas. Não que estas adotem predominantemente as práticas de governança corporativa defendidas pelo mercado, mas notadamente pela liquidez de que gozam seus papéis. Aliás, este é um dos fatores que viabilizam o comportamento curto-prazista tomado pelos fundos de pensão quando de sua atuação. Comportamento este que não difere da forma de atuação dos demais participantes do mercado.

3.1– Características Gerais dos Fundos de Pensão Brasileiros

A previdência complementar privada acha-se organizada no Brasil sob os auspícios da Lei 6.435/77, que a criou em dois níveis, o das Entidades Fechadas de Previdência Privada (EFPP's), específicas dos empregados de determinada empresa ou grupo de empresas, e o das Entidades Abertas de Previdência Privada (EAPP's), acessíveis a qualquer um que subscreva e custeie um plano privado de benefícios.

Por seu turno, os planos de benefício oferecidos pelas instituições de previdência privada podem ser de benefício definido, de contribuição definida ou mistos. Nos planos de contribuição definida os valores das contribuições dos participantes são invariáveis e os benefícios são pagos a estes últimos em uma parcela única ou por meio de parcelas mensais, dependendo da rentabilidade das aplicações feitas pelos gestores dos recursos. Já nos planos de benefício definido, o participante efetua um contrato com o fundo no qual fica estabelecido previamente o valor dos benefícios a serem auferidos pelo mesmo no futuro. Estes benefícios são, em geral, baseados nos últimos meses/anos de salário do contribuinte ou na média auferida por este em sua

carreira. Os valores das contribuições feitas pelo trabalhador, por sua vez, são revistos periodicamente, tendo como base as definições impostas aos fundos pelos seus cálculos atuariais.

Atuando enquanto órgão normativo, regulamentador e fiscalizador dos fundos de pensão, o Poder Público é encarregado de orientar não só as metodologias e premissas adotadas por estes fundos nos seus cálculos atuariais, garantindo solvência aos planos, como também de definir a forma de alocação de recursos destes agentes. Os órgãos responsáveis pelo controle executivo do sistema são a Secretaria de Previdência Complementar (SPC, subordinada ao Ministério da Previdência) e a Superintendência de Seguros Privados (SUSEP, que é vinculada ao Ministério da Fazenda), sendo a primeira destinada às entidades fechadas e a última às abertas. Por sua vez, os dois órgãos incumbidos das funções normativas e controladoras concernentes aos fundos de pensão no Brasil são o Conselho de Gestão da Previdência Complementar e o Conselho Nacional de Seguros privados, sendo eles respectivamente responsáveis pelas entidades de previdência fechada e pelas abertas. Por fim, é lícito colocar que a alocação de recursos destes agentes é regulamentada pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) que define os *limites* para as aplicações de suas reservas em diferentes tipos de ativos.

Ao contrário da Previdência Social, que opera sob o **sistema de repartição simples** (ou sistema *pay-as-you-go*), tanto as EFPP's quanto as EAPP's devem adotar o sistema de capitalização das contribuições. As EFPP's não podem ter fins lucrativos sendo, portanto, complementares ao sistema oficial de previdência social e organizadas sob a forma de Fundações. Em contraposição, as EAPP's podem ou não auferir lucros. As que auferem lucros devem estruturar-se enquanto Sociedade Anônima e as que não visam lucros podem estabelecer-se como Sociedade Civil ou Fundações.

No Brasil, por razões históricas, micro ou macroeconômicas, as entidades fechadas de previdência privada desenvolveram-se muito mais do que as abertas no que tange ao montante de recursos sob sua administração. Para se ter uma idéia deste fato, basta ter em mente que, mesmo considerando o avanço das entidades abertas nos últimos anos (só em 1998, houve um crescimento de 41,5% sobre o ano anterior), este setor administra atualmente cerca de R\$ 16 bilhões (GAZETA MERCANTIL, 16/10/2000), enquanto que o patrimônio das entidades fechadas encontrava-se em R\$ 141 bilhões, em Agosto de 2000 (Tabela III.1).

Segundo FREITAS (1998), um dos fatores que contribuíram para a consolidação deste movimento foi a baixa credibilidade de que gozavam as EAPP's frente à população brasileira, seja em virtude de más administrações dos recursos à sua disposição ou mesmo por muitas delas terem se baseado no valor nominal dos benefícios quando de seu pagamento aos participantes dos planos. Estes últimos, aliás, via de regra, tiveram suas rendas sobrepujadas pelos altos

índices inflacionários presentes no país até a segunda metade da década de 90, fato que, aliado às dificuldades impostas aos cálculos atuariais pelo processo inflacionário, minou ainda mais a confiança da população em torno dos fundos abertos de previdência privada. O grande crescimento dos fundos de pensão fechados, de outro lado, relaciona-se ao processo de desintermediação financeira, aos incentivos fiscais destinados às empresas que constituíssem fundos de pensão, às imposições legais ou mesmo às iniciativas das próprias empresas visando assegurar a obtenção de profissionais mais bem qualificados concedendo benefícios sob a forma de salários indiretos (GLAT, 1975; FREITAS, 1998).

Nesta perspectiva, o Governo brasileiro vem tentando dar mais impulso ao segmento de entidades abertas, regulamentando novos tipos de planos e modernizando o setor, de forma a dotá-lo de mais confiabilidade junto à população. Um exemplo disso foi a criação do Plano Gerador de Benefícios Livres (PGBL) que trouxe mais flexibilidade e transparência para o setor e, inclusive, a possibilidade de o participante migrar de plano se os resultados do que ele participa não estiver sendo satisfatório. Porém, alguns fatores conjunturais impactam no sentido de relativizar as investidas neste sentido, como são os casos do grande grau de informalidade do mercado de trabalho brasileiro e da alta rotatividade dos trabalhadores do mercado formal.

Desta maneira, não só pela maior disponibilidade de informações, mas principalmente tendo em vista a maior importância relativa das entidades de previdência fechadas *vis-à-vis* as abertas, as análises feitas aqui com relação aos movimentos dos fundos de pensão brasileiros centrar-se-ão nas EFPP's⁴³. Ademais, especificamente no que toca a estas últimas, percebe-se que há consideráveis espaços para o crescimento tanto da população atendida por elas no país, quanto dos seus recursos em relação ao PIB. Enquanto no Brasil apenas 3,4% da população ocupada é coberta por planos de previdência privada complementar, na Alemanha este percentual é 46,7%, no Reino Unido 48%, na Dinamarca 62% e na Holanda 82% (FREITAS, 1998: 47).

Quanto ao patrimônio das EFPP's brasileiras, os dados da Tabela III.1 mostram o crescimento continuado dos recursos destes agentes no Brasil. Note-se que os ativos das EFPP's, que representavam 1,6% do PIB do país, em 1985, passaram a 13,99% do PIB doméstico, em Agosto de 2000, o que, em termos monetários, equivale a mais de R\$ 141 milhões. Entretanto, não obstante a magnitude desses montantes, se esta relação for comparada com as cifras de outros países, percebe-se que os fundos de pensão nacionais ainda não estão totalmente amadurecidos. Veja que dos países apresentados na Tabela III.2, as únicas exceções neste sentido

⁴³ Assim, daqui para frente, quando nos referirmos aos fundos de pensão brasileiros, sem qualificá-los enquanto EFPP's ou EAPP's, entenda-se que estaremos nos reportando especificamente às primeiras.

são a Alemanha e o Japão, os quais, como enfatizamos anteriormente, possuem ambientes institucionais menos propícios ao crescimento destes agentes relativamente aos demais países.

TABELA III.1
ATIVOS DAS EFPP'S NO BRASIL X PIB

Período	Investimento* (US\$ milhões e R\$ milhões)	PIB* (US\$ milhões e R\$ milhões)	Part. %
1985	7.500	474.000	1,6
1986	8.700	510.000	1,7
1987	7.600	528.000	1,4
1988	10.500	528.000	2,0
1989	15.600	547.000	2,9
1990	26.352	787.806	3,4
1991	36.812	795.920	4,6
1992	43.269	791.622	5,4
1993	59.959	830.570	7,2
1994	72.742	879.158	8,2
1995	74.815	916.259	8,1
1996	86.629	941.548	9,2
1997	101.033	976.991	10,34
1998	101.129	977.611	10,34
1999	125.995	1.010.068	12,47
Ago/2000	141.309	1.010.068	13,99

Fonte: Abrapp <<http://www.abrapp.org.br/estatisticas>>. Acesso em Outubro de 1999 para os dados até 1989 e em Dezembro de 2000 para os dados de 1990 a Agosto de 2000.

*Até 1989 os valores são denominados em US\$ milhões e, a partir de 1990 em R\$ milhões.

Diante deste prognóstico, afirma-se constantemente que o crescimento dos fundos de pensão brasileiros, como centralizadores de capital, poderia contribuir para o crescimento do país, tendo em vista que os atributos específicos destes agentes (sobretudo, a previsibilidade de suas obrigações e o fato de as mesmas serem de longo prazo) potencializa-os enquanto adquirentes de títulos de longo prazo. No entanto, a análise mais detalhada das aplicações dos fundos de pensão brasileiros feita na seção seguinte revela que estes agentes não necessariamente têm dirigido as suas aplicações para a aquisição de ativos de maneira mais estável.

TABELA III.2
EVOLUÇÃO DOS ATIVOS DOS FUNDOS DE PENSÃO COMO PORCENTAGEM DO PIB

PAÍS	1970	1975	1980	1985	1991 (final)	1993 (final)
Estados Unidos	17	20	24	37	51	54
Reino Unido	17	15	23	47	60	82
Japão ^a	0	1	2	4	11	23
Holanda	29	36	46	68	46	85
Canadá	13	13	17	23	32	45
Alemanha	2	2	2	3	3	6
Suíça	38	41	51	59	70	71

Fonte: RAIMUNDO, 1998.

a. inclui recursos dos fundos de pensão administrados por companhias de seguro e também book reserves.

3.2 – As Principais Aplicações dos Fundos de Pensão Brasileiros na Década de 90

3.2.1 – O Movimento Conjunto das Aplicações dos Fundos de Pensão Brasileiros

Com relação à composição da carteira de investimentos das EFPP's no Brasil, um dos fatos mais marcantes a ser destacado é o de que, em muitos casos, a definição da mesma esteve, em parte, condicionada pela regulação delineada pelo Governo. Este, por intermédio do Conselho Monetário Nacional (CMN), fixava não apenas percentuais máximos para as aplicações dos fundos, como definia também limites mínimos para aplicação em alguns ativos – especialmente em títulos emitidos pelo Governo Federal e por empresas estatais.

Até 1994, por exemplo, a legislação determinava que os fundos de pensão patrocinados por empresas públicas (os quais administravam a maior parte dos recursos aglutinados conjuntamente por estes agentes no país) destinassem, *no mínimo*, 25% de seus recursos à aquisição de OFND/títulos do BNDES e debêntures de empresas estatais (sendo que nos OFND/títulos do BNDES deveriam ser aplicados no mínimo 15% e nas debêntures de empresas estatais no máximo 10%), 5% em letras hipotecárias de Caixa Econômica Federal e 25% em ações. No caso dos fundos patrocinados por empresas privadas, as regras também estabeleciam limites mínimos para as aplicações, sendo que um dos mais pesados dentre estes limites era o que determinava que estes fundos destinassem, *no mínimo*, 25% de seus recursos à aquisição de títulos públicos (isolados ou cumulativamente) (FREITAS, 1998).

Cumprir destacar que estas restrições impostas pelo Governo às aplicações dos fundos de pensão foram alvo de muitas críticas, notadamente por parte dos administradores dos recursos destas instituições. Apregoava-se, com frequência, que os limites mínimos para as aplicações comprometiam os compromissos atuariais dos fundos, na medida em que afetavam negativamente os rendimentos e a saúde financeira dos mesmos (FREITAS, 1998). Ressalte-se aqui o fato de que o próprio BNDES considera que uma das aplicações compulsórias para os fundos de pensão, as Obrigações do Fundo de Desenvolvimento Nacional (OFND), mostrou-se bastante prejudicial a estes agentes, já que se tratava de títulos com remuneração de 6% a.a. e maturação de 10 anos (PINHEIRO, 1994).

Nesta perspectiva, uma das estratégias levadas a cabo pelos administradores das reservas técnicas dos fundos para tentar driblar as restrições que recaíam sobre as suas aplicações foi o desrespeito aos limites impostos pela legislação. No período 1980/94, por exemplo, enquanto a legislação vigente determinava que os fundos de pensão deveriam aplicar *pelo menos* 35% de

suas reservas em títulos emitidos por entidades públicas (Governos e empresas estatais), estes agentes mantiveram, em média, apenas 14,36% de suas aplicações nesta modalidade (CARNEIRO & FONTES, 1997).

Por conta destes fatos e, sobretudo, das fortes pressões por parte dos fundos de pensão e de seus representantes, com a Resolução 2.109 (de 20/04/94), o CMN imprimiu maior liberdade aos fundos quando da aplicação de seus recursos, eliminando os limites mínimos e fixando limites máximos para as diversas aplicações permitidas. Isto acabou por exigir maior esforço de supervisão e fiscalização das atividades dos fundos de pensão no sentido de assegurar que seu patrimônio não fosse comprometido por más administrações, uma vez que, gozando de maior liberdade, os administradores dos recursos destes agentes passaram a nortear-se mais por regras de prudência na diversificação dos ativos (FREITAS, 1998).

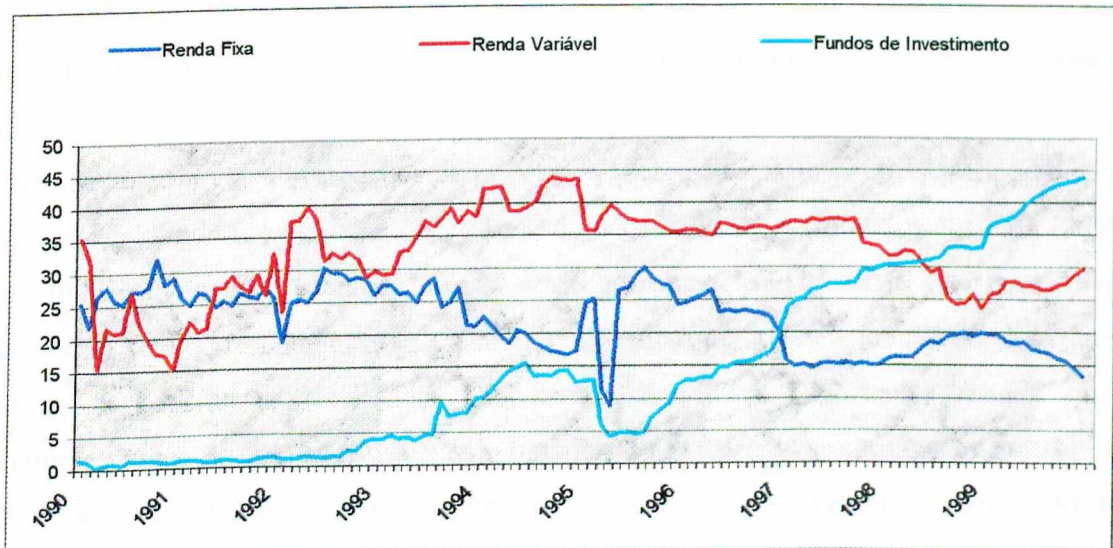
Mesmo considerando as alterações imprimidas por tal resolução, o que se percebe é que os fundos de pensão continuam a pressionar por liberdade ainda maior para definir as suas aplicações. A argumentação defendida por eles e por seus representantes (notadamente a Associação Brasileira de Previdência Privada - Abrapp) é a de que, com a estabilização econômica, as “próprias forças de mercado” se encarregariam de assegurar que as suas aplicações direcionem-se para o financiamento de longo prazo, de maneira que as responsabilidades do Estado, com respeito aos mesmos, deveriam limitar-se à fiscalização e ao controle de sua saúde financeira (FREITAS, 1998). Ora, como observamos no capítulo 1, um dos fatores que contribuíram para a performance *curto-razista* dos fundos anglo-saxões nos últimos anos consiste na grande liberdade que eles possuem no que tange à definição das suas aplicações, fato facilitado pelo próprio desenho dos seus mercados de origem e pela desregulamentação dos mercados internacionais.

No Brasil, a análise de várias informações disponíveis mostra que os ativos que compõem a Carteiras de Investimentos das EFPP's são: (i) as Ações de empresas; (ii) os Imóveis (*shoppings*, hotéis, escritórios, etc.); (iii) os Depósitos a Prazo (Certificados de Depósito Bancários – CDB's -, Recibos de Depósito Bancários – RDB's – e Letras de Câmbio); (iv) os Títulos Públicos (Obrigações do Tesouro Nacional, Bônus do Banco Central, Obrigações de Empresas Estatais, OFND's, Títulos emitidos por Governos Estaduais e Municipais, etc.); (v) as Debêntures (convertíveis e/ou não técnico); (vi) os Fundos de Investimento de Renda Fixa e de Renda Variável; (vii) os Empréstimos a Participantes (dos próprios fundos); (viii) os Financiamentos Imobiliários (aos participantes); (ix) as Operações com as Patrocinadoras; e (x) Outras Aplicações (como a poupança, os Depósitos Especiais Remunerados, o Ouro e as Letras e Cédulas Hipotecárias).

Contudo, embora haja uma relativa amplitude das alternativas de aplicações para os fundos de pensão brasileiros, a análise mais detalhada da forma de atuação destes agentes nos mostra que eles alocam os seus recursos sem mostrar necessariamente compromissos efetivos com os financiamentos que redundam na expansão da formação bruta de capital fixo no país. A própria variação em suas carteiras mostra isto. A análise deixa claro que as posições dos fundos em cada tipo de ativo têm se alterado de acordo com a performance comparativa destes ativos no mercado. Isto contrasta com a pretensa perspectiva de longo prazo relacionada às “características inerentes” aos fundos de pensão. Em outras palavras, a despeito da previsibilidade e do longo prazo de pagamento inerente às suas obrigações, a performance das EFPP’s brasileiras não tem sido diferente da dos demais participantes do mercado. A nosso ver, nem dever-se-ia esperar que isto fosse diferente, haja vista que o que estes fundos buscam é a máxima rentabilidade de suas aplicações.

A partir da análise das aplicações médias do conjunto dos fundos de pensão nacionais abertos durante o período 1990-99, podemos já verificar qual é o movimento geral da forma de atuação destes agentes no mercado. **Em primeiro lugar**, enfatiza-se o fato de que a maior parcela das aplicações dos fundos de pensão brasileiros concentra-se em ações, em títulos de renda fixa e em fundos de investimento, sendo que, desta parcela, as ações lideraram grande parte das aplicações no período analisado e os fundos de investimento ganharam mais espaço, notoriamente a partir 1994 (Gráfico III.1).

GRÁFICO III.1
FUNDOS DE PENSÃO BRASILEIROS: PRINCIPAIS APLICAÇÕES* – 1990/99 (%)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Revista da Abrapp – vários números
* As aplicações em Renda Fixa e em Renda Variável não incluem os Fundos de Investimentos. Estes incluem tanto os Fundos de Investimento em Renda Fixa, quanto os Fundos de Investimento em Renda Variável. As aplicações em Renda Fixa incluem os títulos públicos, as debêntures e os depósitos a prazo.

Em segundo lugar, um outro elemento que podemos perceber é a relativa complementaridade existente entre as aplicações em títulos de renda fixa e em ações. Se

compararmos a composição da carteira de aplicações dos fundos de pensão brasileiros, notaremos que, em geral, quando há uma queda na participação das aplicações em ações, há também um crescimento nas aplicações em títulos de renda fixa (e vice-versa). Há, de certa forma, uma migração correlata de uma aplicação para outra. Pelo Gráfico III.1, esta questão pode ser observada claramente já no início dos anos 90 e, notadamente, a partir de meados de 1993, quando houve um aumento mais expressivo das aplicações em renda variável vis-à-vis as de renda fixa.

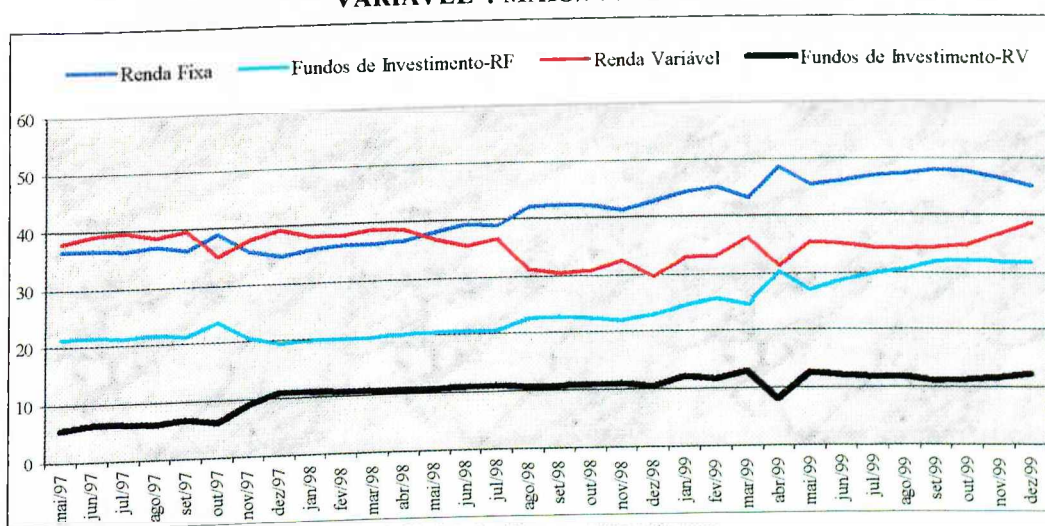
Devemos observar aqui que os dados agregados que analisamos não nos permitem verificar com clareza a relação entre as aplicações de renda fixa e as de renda variável. As informações da Abrapp (a não ser mais recentemente) não fornecem a separação entre os fundos de investimento de renda fixa e os fundos de investimento de renda variável, de modo que o Gráfico III.1 apresenta estas modalidades de forma conjunta. Percebe-se que em 1997, 1998 e 1999, a participação destes fundos de investimento foi aumentada, sendo que este movimento é devido essencialmente ao crescimento das aplicações em fundos de renda fixa a partir da re-introdução da pós-fixação, conforme será analisado mais adiante.

As informações relativas às aplicações em fundos de investimento passaram a ser apresentadas de forma desagregada (fundos de investimento em renda fixa e fundos de investimento em renda variável) após Maio de 1997, o que nos permitiu uma análise mais acurada do movimento das aplicações dos fundos de pensão nacionais em conjunto. Assim, como nos mostra o Gráfico III.2, a partir deste período, tal qual o comportamento geral das aplicações em renda fixa e em ações, há também uma certa complementaridade entre as aplicações em fundos de investimento de renda fixa e as em fundos de investimento em renda variável. Isto reforça ainda mais o movimento de complementaridade entre as aplicações em títulos de renda fixa e em renda variável.

Se coadunarmos as informações dos Gráficos III.1 e III.2 com as dos Gráfico III.3, que mostra o movimento do índice Ibovespa do final da década de 80 ao final dos anos 90, teremos também a indicação de que a forma de atuação dos fundos de pensão brasileiros (se considerados conjuntamente) tem apresentado essencialmente um movimento semelhante ao dos demais aplicadores que operam no mercado. Um estudo do banco Opportunity mostra que o comportamento típico do aplicador das Bolsas brasileiras é o de realizar entradas quando ela está em alta e sair em massa nos períodos de baixas pronunciadas (GAZETA MERCANTIL, 5/12/2000). No caso dos fundos de pensão nacionais, tal qual o movimento do mercado de capitais brasileiro com um todo, nos momentos de baixa do mercado de ações os mesmos diminuem as suas aplicações em renda variável e as direcionam mais fortemente para os ativos

de renda fixa, sendo o inverso verdadeiro nos momentos em que o mercado acionário apresenta melhores performances. Pelos dados dos Gráficos III.1 e III.3, percebe-se que, em linhas gerais, o crescimento mais significativo das aplicações destes fundos em ações na década de 90 acompanhou o crescimento do índice Ibovespa, especialmente a partir de 1993, quando este índice começou a apresentar um crescimento mais acentuado. Ora, este é um dos comportamentos típicos de um *especulador*, o de “(...) um *seguidor de tendências dos movimentos de preços dos ativos, descolados dos valores fundamentais – um grafista*” (COSTA, 1997: 51) (grifos do autor).

GRÁFICO III. 2
FUNDOS DE PENSÃO BRASILEIROS: PRINCIPAIS APLICAÇÕES EM RENDA FIXA E EM RENDA VARIÁVEL*: MAIO/97 A NOV/99

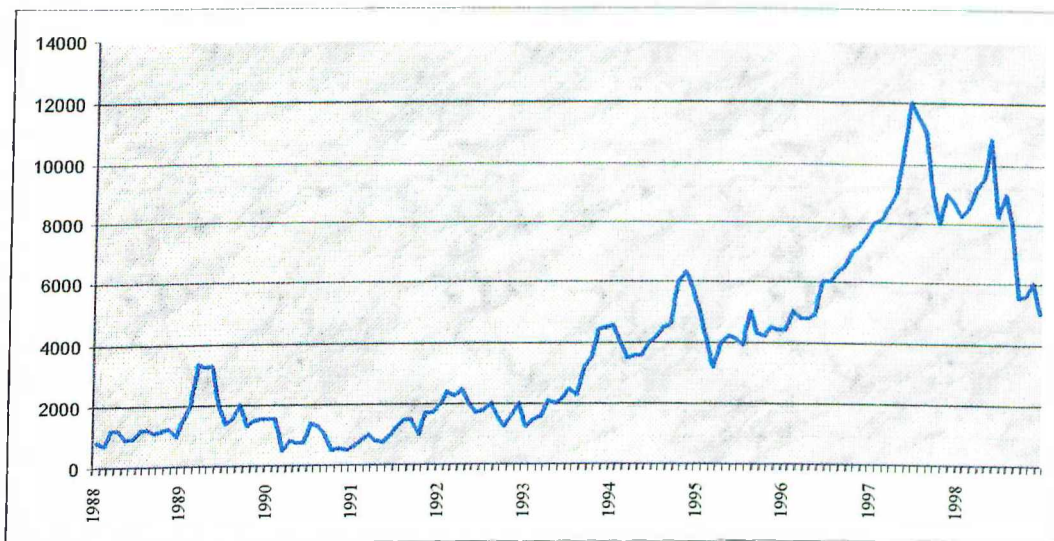


Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Revista da Abrapp – vários números

* Os dados compilados são mensais. A organização dos Títulos que compõem cada tipo de aplicação foi feita segundo a esquematização utilizada pela Abrapp e sugerida pela SPC. As aplicações em Renda Fixa incluem os títulos públicos, as debêntures e os depósitos a prazo, ao passo que as aplicações em Renda Variável abrangem as ações, os fundos de investimento em renda variável, os fundos de investimento imobiliário, os fundos de commodities e o mercado de ouro a termo.

Ademais, especificamente no tocante às aplicações dos fundos de pensão nacionais em ações, merece destaque especial o fato de que o montante médio de recursos aplicados nesta modalidade é altamente viesado pelas aplicações da Previ (fundo de pensão dos funcionários do Banco do Brasil). Isto, de um lado, porque esta fundação é, de longe, o maior fundo de pensão do Brasil, detendo um patrimônio de R\$ 34.385.366 mil e possuindo 74.668 participantes. As cifras administradas pela Previ representam mais de quatro vezes o patrimônio da fundação que se encontra no segundo lugar no ranking das EFPP's brasileiras - a Sistel (fundo de pensão dos funcionários das empresas de telecomunicações) - que administra recursos da ordem de R\$ 8.219.980 mil, e quase cinco vezes o da Petros (fundo de pensão dos funcionários da Petrobrás) que, por sua vez, é a terceira colocada nesse *ranking*, tendo sob a sua tutela cerca de R\$ 7.246.098 mil (*site* da Abrapp, 2000 <informações coletadas em Dezembro de 2000>).

GRÁFICO III. 3
ÍNDICE IBOVESPA* (EM US\$)



Fonte: site www.IMF.com.br.

* O Ibovespa foi dividido por 10 em dezembro/98.

De outro lado, é lícito ressaltar que a participação dos fundos de pensão no mercado de capitais doméstico é significativamente concentrada nas aplicações da Previ. Apenas quatro do total dos fundos de pensão do país detêm 89,87% do valor total das participações dos fundos de pensão nacionais no mercado das ações brasileiro (a Previ, a Sistel, o Fundo Assistencial Brahma e o Centrus), sendo que a Previ, sozinha, é responsável por mais da metade desta participação, ou seja, 64,44% (Tabela III.3).

É possível então afirmar que a Previ leva em conta a expansão da oferta de recursos de longo prazo e os impactos de suas aplicações no crescimento do país quando da definição do direcionamento de seus recursos? Se isto é verdade, por que esta preocupação não se apresenta na estratégia da grande maioria dos fundos de pensão brasileiros? Vejamos estas questões por meio do exame das aplicações realizadas pela Previ, especificamente na década de 90, comparando-o ao da Sistel e ao da Petros, as quais, conforme já colocamos, são respectivamente o segundo e o terceiro maiores fundos do Brasil.

TABELA. III. 3
PARTICIPAÇÃO DE CADA FUNDO NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO E EM RELAÇÃO À
PARTICIPAÇÃO DE OUTROS FUNDOS

Acionistas	Valor da partic. (R\$ milhões)	Empresas das quais participa	Partic. em % do total	Partic. dos Fundos de Pensão no Total da Partic. dos Fundos
PREVI	5.096,9	38	1,298	66,44
SISTEL	996,4	4	0,254	12,99
Fund. Assistencial Brahma	406,7	1	0,104	5,30
CENTRUS	393,8	8	0,100	5,13
Caixa Benef. dos Empreg. da CSN	171,8	1	0,044	2,24
CABESP	164,9	1	0,042	2,15
AERUS	138,2	4	0,035	1,80
Bradesco Prev e Seguros S.A.	61,3	6	0,016	0,80
TELOS	52,2	2	0,013	0,68
FAPES	39,3	2	0,010	0,51
Fund. Atilio F.x Fontana	38,3	1	0,010	0,50
Fund. Banestes de Seg. Social	34,4	1	0,009	0,45
VALIA	20,0	1	0,005	0,26
Inst. Serpro Seg Social	18,0	1	0,005	0,23
CAPEF	11,7	1	0,003	0,15
Fund. Seg Social Banco Econômico	8,7	1	0,002	0,11
FEMCO	5,3	1	0,001	0,07
Fund. Codesc de Seg Social	4,3	1	0,001	0,06
Fund. Tranbrasil	2,8	1	0,001	0,04
Ceres FD. SSS. Embrapa E.	2,2	1	0,001	0,03
FAELBA	1,6	1	0	0,02
FCRT	1,2	1	0	0,02
Fund. Func. Emp Zivi e Hercules S.A.	0,1	1	0	0,00
Total dos Fundos	7.671,0		1,954	100,0

Fonte: ECONOMÁTICA – Retirado de GAZETA MERCANTIL, 26/6/2000.

3.2.2 – A Análise Comparativa das Aplicações da Previ, da Sistel e da Petros nos 90

Antes de dar início à análise das aplicações da Previ *vis-à-vis* as da Sistel e as da Petros, cumpre colocar que enfocaremos aqui apenas as aplicações realizadas por estes fundos em renda fixa em renda variável. As demais aplicações não serão alvo desta análise, não só porque as aplicações em renda fixa e em renda são as mais importantes, mas também tendo em vista que buscamos verificar especificamente o comportamento geral destes fundos no que tange à sua estratégia de aplicações em títulos.

Comparando as aplicações da Previ com as feitas pela Sistel e pela Petros na década de 90, podemos ver claramente que a Previ manteve uma parcela maior de seus recursos sob a forma de ações relativamente aos outros dois fundos analisados. Como podemos ver nas Tabelas III.4, III.5 e III.6, enquanto a Previ aplicou, em média, 40,69% de suas reservas em ações neste período como um todo, a Petros e a Sistel aplicaram 29,38% e 25,76%, respectivamente. Outro destaque neste sentido é o fato de que durante o período 1991/99 a participação média das ações no total das aplicações feitas pela Previ foi maior que a das outras duas Fundações em todos os

anos da série enfocada. Note-se que, mesmo se o exame for feito tendo como base todas aplicações em renda variável (que, além das ações, incluem o Mercado de Ouro, os Fundos de Investimento em Ações, os Fundos de Investimento Imobiliário e os Fundos de *Commodities*)⁴⁴, o movimento é o mesmo que o verificado nas aplicações em ações. Isto é, a Previ manteve maior participação de suas aplicações neste tipo de ativo em todos os períodos, sendo mais que o dobro em alguns desses anos (como é o caso do ano de 1991, quando se compara as aplicações da Previ com as da Sistel, e o de 1999, analisando especificamente as aplicações da Previ e da Petros).

TABELA III. 4
PREVI: MÉDIA DAS APLICAÇÕES POR TIPOS DE ATIVOS* – 1990/99 (%)

Discriminação	1990**	1991**	1992**	1993**	1994***	1995	1996***	1997	1998	1999***	1990/99
I - Renda Fixa	47,79	26,56	30,04	36,35	26,07	32,97	30,18	27,54	22,25	20,90	28,07
Títulos governamentais	28,59	13,16	23,19	14,38	2,83	3,31	5,77	2,73	0,22	0,06	4,84
CDB/RDB	1,53	6,75	2,36	0,80	7,25	7,42	4,43	0,01	0,00	0,00	3,17
Debêntures	11,79	4,89	2,62	0,28	0,28	2,72	2,47	1,75	1,65	1,15	2,15
Outros Tít./Obrig.de Empresas	0,02	0,02	0,01	0,00	0,00	0,01	0,01	0,00	0,00	0,00	0,01
Letras Hipotecárias	5,75	1,51	0,00	0,00	0,09	0,33	0,07	0,00	0,00	0,00	0,32
Cédulas Hipotecárias	0,00	0,07	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Quotas de FIF- Renda Fixa	0,11	0,09	0,72	20,90	15,62	17,53	17,42	23,05	20,37	19,69	17,26
Depósito em conta de Poupança	0,00	0,04	0,00	0,00	0,00	2,20	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Depósito Especial Remunerado	0,00	0,02	0,06	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Outras Aplic. Renda Fixa	0,00	0,00	1,07	0,00	0,00	0,00	0,00	0,01	0,01	0,00	0,04
II - Renda Variável	19,10	42,04	40,03	44,56	54,28	40,40	45,83	52,00	54,73	57,67	48,50
Ações	16,82	41,01	39,01	43,82	47,09	38,53	43,15	44,64	36,81	39,73	40,69
Quotas F. Mútuos de Investimento	0,30	0,42	1,01	0,74	7,19	1,87	2,69	7,36	17,92	17,94	7,72
Fundos Mútuos Invest. Ações	0,30	0,42	0,28	0,03	6,30	1,51	2,52	7,23	17,81	17,85	7,42
Fundos de Invest. Imobiliário	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,17	0,17	0,13	0,11	0,09	0,11
Fundos de Commodities	0,00	0,00	0,73	0,71	0,63	0,20	0,00	0,00	0,00	0,00	0,16
Fundos Ações Ouro (BB)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Fundos Inv. Emp. Emergentes	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Mercado de Ouro a Termo	1,98	0,62	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
III - Investimentos Imobiliários	12,14	11,22	10,99	7,83	6,06	6,56	5,79	5,77	7,10	6,89	6,91
IV - Operações com Patrocinadoras	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
V - Financ. Imobiliários Participantes	8,31	13,84	16,62	10,86	12,77	18,21	15,66	12,84	13,89	12,26	14,16
VI - Outros Investimentos	12,67	6,34	2,32	0,39	0,82	1,86	2,54	1,85	2,04	2,28	2,36
Empréstimos a Participantes	0,85	0,00	2,32	0,39	0,81	1,86	2,54	1,85	2,04	2,28	1,81
Depósito em Cruzados Novos	11,81	6,34	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Investimentos Outros	0,00	0,00	0,00	0,00	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Total (I+II+III+IV+V+VI)	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fonte: Elaboração própria a partir de dados dos Demonstrativos Analíticos de Investimentos fornecidos pela PREVI.

* Os dados compilados são trimestrais. A organização dos Títulos que compõem cada tipo de aplicação foi feita seguindo a esquematização utilizada pela Abrapp e sugerida pela SPC.

** Nestes anos não foram calculadas as médias trimestrais, pois os dados foram retirados dos Relatórios anuais. Desta forma, também não estão inclusos o Exigível de Investimentos.

*** Nestes anos foram compilados dados de apenas três trimestres.

No tocante às aplicações em renda fixa, o movimento é inverso: comparando as aplicações da Previ com as da Sistel, verifica-se que, exceto em 1991 e em 1995, os patamares relativos das aplicações em renda fixa por parte deste último fundo foram superiores aos da Previ em todos os demais anos do período 1990/99. A comparação com a Petros é ainda mais contundente neste sentido, pois mostra que, em termos relativos, as aplicações em renda fixas deste fundo foram superiores às da Previ em todos os anos do período 1991/99. Assim, enquanto

⁴⁴ Como anotado abaixo das Tabelas III.4, III.5 e III.6, a organização dos títulos que compõem cada tipo de aplicação foi feita seguindo a esquematização utilizada pela Abrapp e sugerida pela SPC.

a média das aplicações em renda fixa da Previ, no período destacado, foi 28,07%, as da Sistel e a da Petros foram respectivamente 42,51% e 41,26%. Estas observações indicam claramente que, nos últimos anos, a Previ tem mantido, em termos relativos, uma parcela média maior de suas aplicações em renda variável em comparação com a Sistel e com a Petros.

TABELA III. 5
SISTEL: MÉDIA DAS APLICAÇÕES POR TIPOS DE ATIVOS* - 1990/99 (%)

Discriminação	1990	1991	1992**	1993	1994	1995	1996**	1997	1998**	1999	1990/99
I - Renda Fixa	33,39	43,97	49,99	43,95	35,08	30,63	44,62	43,70	47,19	54,28	42,51
Títulos governamentais	8,20	2,77	2,62	0,52	2,03	1,23	3,50	5,53	6,24	12,91	4,49
CDB/RDB	13,34	32,45	40,92	34,58	18,02	9,01	8,22	8,86	18,13	9,86	19,37
Debêntures	8,81	6,14	3,66	4,18	3,86	3,12	4,77	5,91	5,67	2,35	4,86
Outros Tít./Obrig.de Empresas	0,00	0,13	0,09	0,07	0,05	0,04	0,01	0,00	0,29	2,44	0,33
Letras Hipotecárias	1,79	1,57	0,88	0,51	0,48	0,48	1,05	1,06	1,21	1,11	0,98
Letras de Câmbio	0,45	0,29	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,07
Quotas de Fundos Renda Fixa	1,16	0,36	1,80	3,93	10,18	16,50	27,08	22,35	15,31	25,62	12,29
Outras Aplic. Renda Fixa	0,09	0,26	0,02	0,18	0,46	0,24	0,00	0,00	0,34	0,00	0,16
II - Renda Variável	11,00	16,90	22,98	31,81	43,85	49,31	41,50	45,66	41,93	37,08	34,22
Ações	11,00	16,90	22,98	31,49	41,90	37,56	30,76	28,76	19,26	15,16	25,76
Quotas F. Mútuos de Investimento	0,00	0,00	0,00	0,32	1,94	11,75	10,75	16,91	22,67	21,92	8,46
Fundos Mútuos Invest. Ações	0,00	0,00	0,00	0,32	1,94	8,43	10,14	16,21	22,03	21,42	7,87
Fundos Mútuos Invest. Imobiliário	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,42	0,60	0,69	0,63	0,50	0,28
Fundos de Commodities	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	4,14	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Mercado de Ouro a Termo	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
III - Investimentos Imobiliários	23,01	25,54	23,12	20,76	18,66	16,71	10,29	7,98	7,97	6,86	16,21
IV - Operações com Patrocinadoras	16,56	3,45	0,63	1,09	0,27	0,02	0,00	0,00	0,00	0,00	2,27
V - Financ. Imobiliário Participantes	4,69	1,26	0,58	0,24	0,07	0,01	0,01	0,00	0,00	0,00	0,70
VI - Outros Investimentos	11,34	8,89	2,70	2,15	2,07	3,33	3,59	2,66	2,91	1,79	4,09
Empréstimos a Participantes	2,79	1,16	1,38	2,15	2,07	2,32	2,95	2,53	2,56	1,59	2,16
Depósitos em Cruzados Novos	8,56	7,14	1,09	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1,63
Investimentos Outros	0,00	0,59	0,24	0,00	0,00	1,01	0,63	0,12	0,35	0,20	0,30
Total (I+II+III+IV+V+VI)	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fonte: Elaboração própria a partir de dados dos Demonstrativos Analíticos de Investimentos fornecidos pela Sistel.

* Os dados compilados são trimestrais. A organização dos Títulos que compõem cada tipo de aplicação foi feita seguindo a esquematização utilizada pela Abrapp e sugerida pela SPC.

** Nos anos 1991, 1996 e 1998 foram compilados dados de apenas três trimestres.

É possível que uma análise mais abrangente deixe claro que, em geral, a grande maioria dos fundos de pensão brasileiros atue tal qual a Sistel e a Petros, não tendo por hábito a manutenção de uma parcela significativa de seus recursos sob a forma de ações. Diante disso, conforme mencionamos, dada a magnitude dos recursos da Previ aplicados em ações, a sua participação acaba por influenciar, sobremaneira, a análise acerca das aplicações do conjunto dos fundos de pensão nacionais fechados no mercado de capitais.

A perspectiva que seguimos é a de que estas diferenças na composição dos ativos de alguns fundos de pensão nacionais têm a ver com as influências políticas a que estão sujeitos principalmente os fundos patrocinados por (ex)-empresas estatais. Para se ter uma idéia desta questão, basta ter em mente alguns detalhes da participação da Previ no Plano Nacional de Desestatização (PND)⁴⁵.

⁴⁵ Embora não esteja sendo analisado aqui, o caso da Funcef (o fundo de pensão dos funcionários da Caixa Econômica Federal) também é emblemático neste sentido. Além de ter aplicado R\$ 40 milhões na compra de

TABELA III. 6
 PETROS: MÈDIA DAS APLICAÇÕES POR TIPOS DE ATIVOS* - 1990/99 (%)

Discriminação	1991**	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	1991/99
I - Renda Fixa	39,97	40,43	38,66	39,84	37,16	35,95	40,81	44,82	56,19	41,26
Títulos governamentais	6,32	3,21	0,35	1,16	1,15	1,04	2,61	6,24	2,74	2,59
CDB/RDB	12,77	12,62	6,73	7,50	9,13	8,88	6,71	18,20	21,95	11,31
Debêntures	14,95	13,69	10,06	7,41	8,84	7,98	7,45	7,89	6,03	9,18
Outros Tit./Obrig de Empresas	0,41	0,35	0,23	0,12	0,11	0,05	0,03	0,18	0,22	0,18
Letras Hipotecárias	4,61	4,34	4,47	3,78	4,02	1,72	1,19	0,76	0,55	2,80
Letras de Câmbio	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Cédulas Hipotecárias	0,00	0,30	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Tit. vinculados a revenda ou venda	0,90	0,06	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Quotas de FIF - Renda Fixa	0,00	5,86	16,82	19,88	13,91	16,27	22,82	11,55	24,71	15,10
II - Renda Variável	29,42	27,70	32,40	37,89	33,70	36,30	38,15	33,53	26,63	33,17
Ações	24,77	25,37	32,40	37,89	33,04	34,43	33,05	22,69	16,34	29,38
Quotas F. Mútuos de Investimento	0,00	0,03	0,00	0,00	0,66	1,87	5,10	10,85	10,29	3,18
Quotas de Fundos Ações	0,00	0,00	0,00	0,00	0,07	0,06	2,38	7,27	7,15	0,00
Fundos de Invest. Imobiliário	0,00	0,00	0,00	0,00	0,59	1,81	2,72	3,58	3,14	0,00
Fundos de Commodities	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Mercado de Ouro a Termo	4,65	2,30	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
III - Investimentos Imobiliários	28,62	30,13	25,51	20,88	23,21	20,49	16,26	16,33	14,27	21,59
IV - Operações com Patrocinadoras	0,66	1,38	2,99	0,76	4,74	5,10	2,38	2,70	0,00	2,43
V - Financ. Imobiliários Participantes	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
VI - Outros Investimentos	1,33	0,37	0,44	0,63	1,18	2,15	2,40	2,61	2,91	1,54
Empréstimos a Participantes	0,24	0,20	0,44	0,61	1,18	2,15	2,40	2,39	2,48	1,37
Investimentos Outros	1,09	0,18	0,00	0,01	0,00	0,00	0,00	0,23	0,42	0,17
Total (I+II+III+IV+V+VI)	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fonte: Elaboração própria a partir de dados dos Demonstrativos Analíticos de Investimentos fornecidos pela PETROS.

* Os dados compilados são trimestrais. A organização dos Títulos que compõem cada tipo de aplicação foi feita seguindo a esquematização utilizada pela Abrapp e sugerida pela SPC.

** Neste ano foram compilados dados de apenas dois trimestres.

Conforme pudemos observar no Quadro II.2, parte considerável das atuais posições acionárias da Previ - que capitaneou também a participação de outros fundos neste processo - foi adquirida no âmbito do PND. Ocorre que os principais diagnósticos de uma auditoria interna feita por este fundo indicam influências decisivas do Governo no importante desempenho da Previ no PND (REVISTA DINHEIRO, 27/9/2000). De acordo com esta auditoria, a Previ recebeu incentivos por parte do Governo para participar da compra de algumas das mais importantes ex-estatais brasileiras. No processo de venda da Vale do Rio Doce, por exemplo, a Previ participou ativamente e liderou a participação de outros fundos, constituindo o Consórcio Brasil. Este consórcio foi formado em conjunto com a Companhia Siderúrgica Nacional (CSN, que então, era de propriedade do empresário Benjamim Steinbruch), favorecendo esta última. Constam ainda no relatório suspeitas de fraudes e irregularidades dos diretores do fundo, bem como fortes atritos na reunião que definiu a participação da Previ nas privatizações de duas

precatórios falsos emitidos pelo Estado de Santa Catarina, este fundo levou prejuízos da ordem de R\$ 168 milhões decorrentes de participações em negócios em situação pré-falimentar, como os do empresário Ricardo Mansur e a operação de salvamento da construtora Encol. Do total destes montantes, R\$ 88 milhões foram aplicados em ações da Casa Anglo (controladora do Mappin e da Crefisul, ambas do empresário Ricardo Mansur), R\$ 39 milhões em debêntures do Mappin e R\$ 51 milhões na compra do Hotel Renaissance de propriedade da Encol (REVISTA VEJA, 25/8/1999). Para os nossos propósitos, é importante dar destaque especial ao fato de que esta última operação (a de salvamento da Encol) foi realizada a pedido do então secretário-geral da Presidência da República, Eduardo Jorge Caldas Pereira.

importantes distribuidoras de eletricidade, a CPFL e a CEEE (REVISTA DINHEIRO, 27/9/2000).

Na verdade, o que queremos sublinhar neste ponto é que, a despeito da previsibilidade das suas obrigações e das mesmas serem de longo prazo, sem que haja fatores adversos, o movimento dos fundos de pensão nacionais não vai no sentido de estes agentes atuarem sob uma perspectiva de longo prazo. Poderíamos destacar a Previ como um caso a parte neste sentido, só que, na verdade, sua performance encontra-se viesada pelos fatos acima relacionados, o que se pode constatar pelo seu papel nos recentes processos de privatizações. Mesmo a concentração das aplicações da Previ em ações deve ser qualificada. Esta concentração não é necessariamente a indicação de que o fundo tem um perfil *longo-prazista*. Conforme observamos nos capítulos anteriores, as aplicações em ações podem justamente indicar o perfil contrário (*vide* o caso dos fundos de pensão anglo-saxões), tendo em vista a flexibilidade deste tipo de aplicação. Quando se analisa as aplicações de forma mais detalhada, o que se observa é que, embora a Previ tenha uma participação maior em ações e possua participações estratégicas em importantes empresas no país, o movimento geral das aplicações desta instituição é similar ao de muitos outros fundos de pensão nacionais, relacionando-se também as oportunidades de ganhos com as aplicações em títulos de renda fixa.

Ademais, as participações acionárias dos fundos de pensão nacionais em Bolsa concentram-se em poucas empresas (sobretudo, nas estatais ou ex-estatais, que sempre tiveram maior liquidez) que se beneficiam não só das aplicações destes agentes, como das dos outros participantes do mercado (MATIJASCIC, 1994). De acordo com STUDART (1999), este fato contribui significativamente para exacerbar a volatilidade do mercado e acentuar o *curto-prazismo* presente no mesmo. Isto porque as empresas em que os fundos de pensão concentram suas aplicações são também aquelas cujos papéis possuem maior liquidez, o que possibilita os rápidos ajustes nos *portfólios* por estes agentes. Para verificar estas questões, vejamos, por exemplo, a atuação básica da Previ durante as Crises da Ásia e da Rússia, comparando-a não só às atuações da Sistel e da Petros, mas notadamente ao movimento predominante dos demais participantes do mercado nestes momentos.

Para esta análise, cabe relembrar alguns dos fatores que concorreram para deflagrar os efeitos das crises asiática e russa no país e, neste sentido, para possibilitar os altos ganhos proporcionados aos especuladores dos mercados de câmbio e juros durante estas crises internacionais. Por um lado, destaca-se que no período anterior à Crise da Ásia, mesmo sendo desvalorizado paulatinamente em termos reais, o câmbio ainda permanecia sobrevalorizado em relação ao dólar, persistindo também altíssimos déficits em conta corrente. De outro lado, além

dos problemas que assolavam as economias asiáticas, os EUA já alardeavam a situação para a qual se direcionava o seu próprio país, por conta da combinação de alto crescimento do PIB, baixo desemprego, queda dos juros e disparada das Bolsas. Neste sentido, a iminência do aumento das taxas de juros básicas dos EUA concorria para aumentar ainda mais os focos de instabilidade externa neste período.

A conjunção destes movimentos levou a uma desconfiança generalizada dos agentes acerca da situação macroeconômica, à saída maciça de capitais do país (e em outros países emergentes), à procura desesperada por *hedge* por parte dos agentes domésticos e culminou na queda de 8,5% nas Bolsas brasileiras no dia 15 de Julho de 1997. Segundo a REVISTA CARTA CAPITAL (de 20 de Agosto de 1997), as oscilações nos juros das operações de *swap* (troca de posições) entre mercados de títulos de 30 dias e de um dia (*overnight*) aumentaram 25% em relação à primeira quinzena de Julho de 1997 e dobraram em relação a Abril deste mesmo ano, sendo que no dólar futuro as variações diárias triplicaram desde o começo de Julho.

Deste modo, o Governo, que vinha tendo êxito cada vez maior na colocação de títulos pré-fixados no total do estoque de títulos públicos em poder do mercado⁴⁶, assiste à reversão deste processo quando dos efeitos da crise asiática no mercado doméstico. Na verdade, o Governo passou a garantir o *hedge* ao mudar a composição de seus lançamentos de títulos, que passaram a ser pós-fixados e indexados ao dólar e depois à Selic. Analisando a composição da dívida pública brasileira trimestralmente, podemos ver que, em Março de 1997, 58% da mesma era composta por títulos pré-fixados, percentual que, após ter aumento ainda mais em Junho, começou a cair a partir de Setembro e atingiu 38,6% em Dezembro deste mesmo ano (Tabela III.7). O Gráfico III.3 indica que, neste momento, a grande maioria dos aplicadores mudaram a composição de suas carteiras de aplicações, saindo dos títulos de renda variável e indo em direção aos títulos de renda fixa pós-fixados, sendo que estes passaram a garantir uma altíssima rentabilidade por conta do crescimento dos juros.

Passado o período de turbulência e com o cenário externo imediatamente mais favorável, o Governo ensaiou a redução das taxas de juros básicas da economia brasileira no começo de 1998, apostando no retorno dos títulos pré-fixados. Contudo, a procura de *hedge* contra os choques externos continuou acentuada, tendo em vista que já se faziam sentir no país os efeitos da Crise Russa, que teve o seu ápice no segundo semestre de 1998. Percebeu-se, então, uma queda ainda maior dos títulos pré-fixados no montante da dívida pública, que, de 48,8%, em

⁴⁶ No período compreendido entre 1994 a 1996, os títulos pré-fixados tiveram um crescimento vigoroso, passando de R\$ 25,4 Bilhões para R\$ 157,9 Bilhões. Sua participação, no total de títulos nas mãos do público, que era de cerca de um quarto do mercado em 1994, passa para 60% em 1996 (D'ALMEIDA, 1999).

Março de 1998, passaram a apenas 3,4% no final deste ano (Tabela III.8). Paralelamente ao decréscimo da participação dos títulos pré-fixados no total dos títulos público em poder do mercado, observou-se o crescimento, não só dos papéis cambiais (que passaram de 11%, em 1996, para 19%, em 1998), mas especialmente daqueles títulos indexados à Selic. Estes últimos acabaram por ter a sua participação aumentada de 12%, em 1996, para 70%, em 1998 (D'ALMEIDA, 1999), movimento que mostra que, em decorrência da política de juros altos praticada durante estes momentos de crises internacionais, o mercado passou a ganhar cada vez mais com a deterioração das condições de financiamento do Governo⁴⁷.

TABELA III.7
DÍVIDA PÚBLICA TRIMESTRAL POR INDEXADOR*:1997

DISCRIMINAÇÃO	MARÇO	JUNHO	SETEMBRO	DEZEMBRO
Valor-R\$ Milhões				
PRÉ-FIXADO	164.416	172.608	184.435	172.862
CAMBIAL	39.065	32.860	36.973	66.153
SELIC	35.729	37.820	39.489	153.051
TR	24.797	26.754	35.627	27.435
OUTROS	19.259	21.570	27.099	28.107
TOTAL	283.266	291.612	323.623	447.607
Percentual (%)				
PRÉ-FIXADO	58,0	59,2	57,0	38,6
CAMBIAL	13,8	11,3	11,4	14,8
SELIC	12,6	13,0	12,2	34,2
TR	8,8	9,2	11,0	6,1
OUTROS	6,8	7,4	8,4	6,3
TOTAL	100,0	100,0	100,0	100,0

Fonte: TESOURO NACIONAL (1999) e BANCO CENTRAL (1999). Retirado de D'ALMEIDA (1999:132).

* Referem-se à dívida mobiliária do Governo somente com o mercado. Estão inclusos tanto os títulos que são de responsabilidade do Tesouro, como também os lançados pelo Banco Central. Apenas não são considerados os títulos emitidos pelo Tesouro e que estão na carteira da Autoridade Monetária.

Acrescente-se a isso o fato de que, com o aumento dos juros implícitos nos títulos do Governo, aumentaram também os juros exigidos pelo mercado para adquirir títulos emitidos por bancos e empresas – tais como os CDB/RDB's, as debêntures e outros títulos corporativos –, fazendo com que as aplicações em títulos de renda fixa (públicos ou privados) representassem uma ótima opção para se auferir grandes rendimentos financeiros nestes períodos. Além disso, mesmo que os agentes não atuassem diretamente no mercado adquirindo títulos, eles puderam auferir parte considerável destes rendimentos e diversificar seus riscos aplicando em fundos de

⁴⁷ Com o decreto da moratória da dívida externa russa em meados de Agosto de 1998, os impactos desta crise no cenário financeiro internacional se fizeram sentir no país. Assim, por conta das perdas contínuas das Reservas Internacionais durante esta crise, o Banco Central alterou a trajetória dos juros internos, elevando-os a 29,75% no dia 2 de Setembro de 1998. Entretanto, esta medida não foi capaz de alterar as expectativas do mercado, uma vez que, com o advento da crise russa, os agentes internacionais estavam buscando a segurança certa dos títulos norte-americanos. Diante deste prognóstico, embora o Governo tenha elevado as taxas de juros básicas a 49,75%, o estancamento da perda das Reservas Internacionais só se deu, de fato, após a celebração do acordo do Governo com o FMI.

renda fixa compostos essencialmente pelos referidos títulos do Governo e pelos títulos privados como os CDB/RDB's.

TABELA III.8
DÍVIDA MOBILIÁRIA POR INDEXADOR: 1998

DISCRIMINAÇÃO	MARÇO	JUNHO	SETEMBRO	DEZEMBRO
Valor-R\$ Milhões				
PRÉ-FIXADO	220.016	163.651	39.489	18.516
CAMBIAL	71.080	77.636	93.204	102.192
SELIC	110.451	179.384	302.096	377.660
TR	33.243	28.620	28.817	30.316
OUTROS	15.632	14.588	1.988	8.679
TOTAL	450.423	463.879	465.594	537.363
Percentual (%)				
PRÉ-FIXADO	48,8	35,3	8,5	3,4
CAMBIAL	15,8	16,7	20,0	19,0
SELIC	24,5	38,7	64,9	70,3
TR	7,4	6,2	6,2	5,6
OUTROS	3,5	3,1	0,4	1,6
TOTAL	100,0	100,0	100,0	100,0

Fonte: Tesouro Nacional (1999) e Banco Central (1999). Retirado de D'ALMEIDA (1999:133).

* Referem-se à dívida mobiliária do Governo somente com o mercado. Estão inclusos tanto os títulos que são de responsabilidade do Tesouro, como também os lançados pelo Banco Central. Apenas não são considerados os títulos emitidos pelo Tesouro e que estão na carteira da Autoridade Monetária.

O que queremos destacar neste ponto é que o ambiente macroeconômico estabelecido durante as crises internacionais asiática e russa levou a que os ativos de renda fixa se tornassem significativa alternativa de ganhos para os agentes no mercado brasileiro. Estes puderam participar ativamente dos altos retornos do mercado de ações doméstico, sobretudo a partir de 1993, e modificaram o perfil de seus *portfólios* a partir da crise da Ásia e especialmente após a crise da Rússia (Gráfico III.3). Muitos dos grandes aplicadores (tanto os externos, quanto os internos) deixaram o país e, os que ficaram ou que voltaram posteriormente, aplicaram mais pesadamente em títulos de renda fixa, principalmente os lançados pelo Governo, o que: ou lhes garantiu o *hedge* da desvalorização (os títulos cambiais), ou lhes proporcionou a cobertura do risco Brasil (como é o caso dos títulos vinculados à Selic). Como vimos nas Tabelas III.7 e III.8 e no Gráfico III.3, tal movimento mostra-se, em parte, não só pelo aumento da oferta de títulos públicos indexados à Selic e, em menor proporção, daqueles atrelados ao câmbio, mas também pela saída rápida dos agentes das suas posições em ações, especialmente a partir da segunda metade de Julho de 1997 (sob os efeitos da crise da Ásia) e no segundo semestre do ano seguinte (já em decorrência da crise da Rússia).

Estes movimentos, por parte dos participantes do mercado de capitais brasileiro, são de certa forma conhecidos. Interessa-nos agora cotejá-los com as aplicações da Previ e a dos demais fundos para ver até que ponto a forma de atuação da Previ pode ser considerada distinta da dos outros fundos nacionais fechados e, sobretudo, da dos demais participantes do mercado.

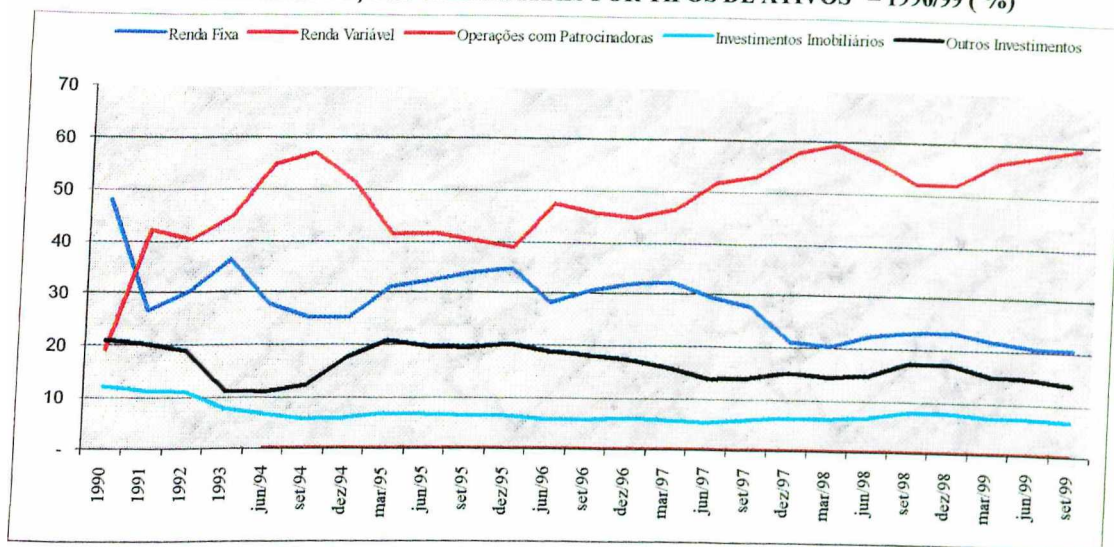
O movimento geral dos participantes do mercado já foi indicado com as análises das Tabelas III.7 e III.8 e do Gráfico III.3. No que diz respeito à Previ e aos outros fundos de pensão nacionais, levantamos duas principais observações no tocante às aplicações destes agentes nos anos 90: (i) a complementaridade das aplicações em renda fixa e em renda variável já relatada para o caso da atuação conjunta dos fundos de pensão nacionais no mercado e; (ii) o fato de as aplicações dos fundos de pensão nacionais em renda fixa serem concentradas principalmente em quotas de fundos de investimento de renda fixa, com pouca participação das debêntures, que são títulos de prazo mais alongado e vinculados ao financiamento das empresas.

No que tange ao primeiro destes fatores, o Gráfico III.4 evidencia que, assim como o movimento do conjunto dos fundos de pensão brasileiros no mercado de capitais, verifica-se também no caso da Previ uma certa complementaridade das aplicações em renda fixa e em renda variável, movimento que se deu não somente durante as referidas crises internacionais, mas em toda a década de 90. Especificamente durante as crises asiática e russa, este movimento pode ser observado ainda com mais precisão mediante o Gráfico III.5, que traz as aplicações da Previ mês a mês durante este período. Observa-se que as aplicações em renda variável da Previ vinham apresentando crescimento desde Abril de 1997 e que, após a grande queda das Bolsas brasileiras, iniciada em Julho de 1997, houve um arrefecimento deste crescimento. Assim, assistiu-se ao aumento das participações da Previ em renda fixa a partir de Outubro de 1997, mês em que o Governo conseguiu reverter as expectativas do mercado às custas da elevação acentuada dos juros básicos da economia e, por conseguinte, aumentou a rentabilidade dos ativos de renda fixa. Com a diminuição destas taxas de juros, no começo de 1998, as aplicações em renda variável aumentaram novamente, ocorrendo o inverso com as aplicações em renda fixa.

Quanto à segunda observação feita acima, como nos apresenta o Gráfico III.6, do total das aplicações da Previ em renda fixa no período 1990/99, evidencia-se que as debêntures não representaram uma alternativa importante frente às demais modalidades de aplicações de renda fixa que compõem a carteira deste fundo - CDB/RDB's, títulos públicos e quotas de fundos de investimento de renda fixa. Destas modalidades, o destaque ficou por conta dos fundos de investimento de renda fixa, que, desde o início de 1992, representam a parcela mais significativa das aplicações em renda fixa feitas pela Previ no período analisado. Estas informações reiteram o fato de que, em um país onde as taxas de juros têm historicamente se situado em níveis altíssimos, sobretudo, nos últimos anos, mesmo no caso dos fundos de pensão que possuem características específicas, as aplicações mais arriscadas e de prazo mais alongado relacionadas ao financiamento do investimento são freqüentemente sobrepujadas ou pelos títulos públicos e

pelos CDB/RDB's ou pelos fundos de investimento de renda fixa, que são compostos basicamente por estes dois últimos tipos de ativos.

GRÁFICO III. 4
PREVI: APLICAÇÕES TRIMESTRAIS POR TIPOS DE ATIVOS* - 1990/99 (%)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados dos Demonstrativos Analíticos de Investimentos fornecidos pela PREVI.

* A organização dos Títulos que compõem cada tipo de aplicação foi feita seguindo a esquematização utilizada pela Abrapp e sugerida pela SPC. Nos anos 1990, 1991, 1992 e 1993 não estão inclusos o Exigível de Investimentos.

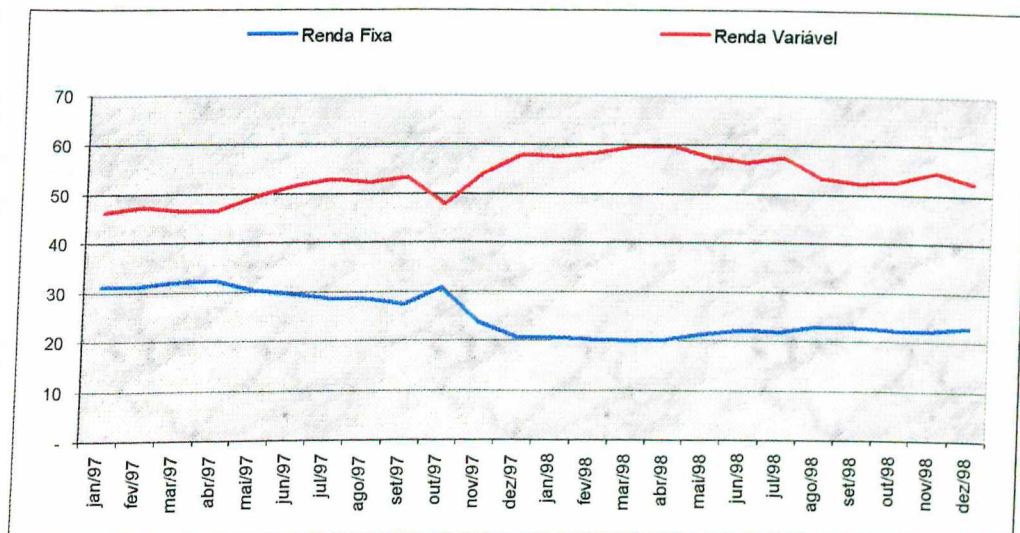
Particularmente nos casos da Sistel e da Petros, o exame das suas aplicações mostra que o comportamento destes dois fundos, no tocante à referida complementaridade entre as aplicações de renda fixa e de renda variável e à baixa representatividade das debêntures no total das aplicações em renda fixa não, necessariamente, se diferencia do comportamento da Previ. Se observarmos as aplicações da Sistel e da Petros, veremos que a participação das debêntures no total das aplicações em renda fixa é relativamente pequena quando comparada às aplicações em CDB/RDB's e aos fundos de investimento de renda fixa (Gráficos III. 7 e III.8). De outro lado, pelos Gráficos III.9 e III.10 podemos ver claramente a complementaridade das aplicações de renda fixa e em renda variável presente no total das aplicações da Sistel e da Petros.

É claro que, dado que a Previ possui participações estratégicas em várias empresas, a margem para fazer grandes alterações na sua carteira de renda variável é menor do que a da Sistel e a da Petros. Porém, o seu comportamento geral acabou por ser o mesmo do destes dois outros fundos. Nesta perspectiva, a manutenção pela Previ de um percentual relativamente maior de suas aplicações em renda variável pode ser explicada, em grande medida, pela sua atuação nas privatizações, atuação esta fortemente influenciada pelos escalões superiores do Governo.

Em suma, o que queremos enfatizar com estas observações é que o exame das aplicações dos fundos de pensão brasileiros, revela que a forma de atuação dos mesmos praticamente não difere da dos demais participantes do mercado de capitais doméstico. As aplicações em renda variável são influenciadas pela grande participação da Previ, sendo que, ainda que se considere

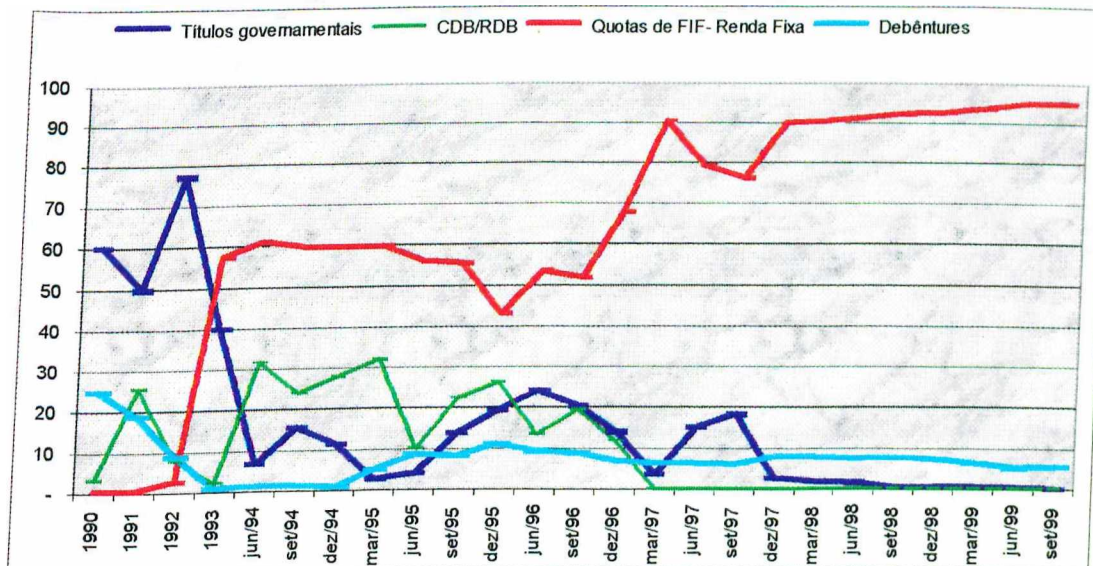
que a média das posições em renda variável da Previ seja expressiva e maior do que a dos outros fundos de pensão brasileiros, tal qual estes últimos fundos, a mesma tem apresentado claramente um “comportamento de portfólio” no mercado brasileiro.

GRÁFICO III. 5
PREVI: APLICAÇÕES EM RENDA FIXA E EM RENDA VARIÁVEL* – 1997/98
(%)



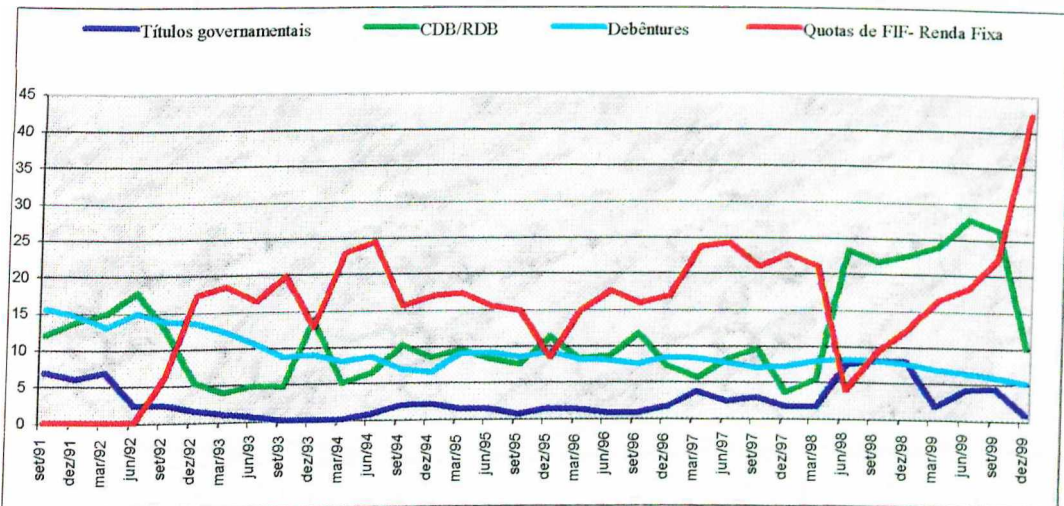
Fonte: Elaboração própria a partir de dados dos Demonstrativos Analíticos de Investimentos fornecidos pela PREVI e do site www.IMF.com.br.
* A organização dos Títulos que compõem cada tipo de aplicação foi feita seguindo a esquematização utilizada pela Abrapp e sugerida pela SPC.

GRÁFICO III. 6
PREVI: PRINCIPAIS APLICAÇÕES TRIMESTRAIS EM RENDA FIXA* – 1990/99
(%)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados dos Demonstrativos Analíticos de Investimentos fornecidos pela Previ.
* A organização dos Títulos que compõem cada tipo de aplicação foi feita seguindo a esquematização utilizada pela Abrapp e sugerida pela SPC. Nos anos 1990, 1991, 1992 e 1993 não estão inclusos o Exigível de Investimentos.

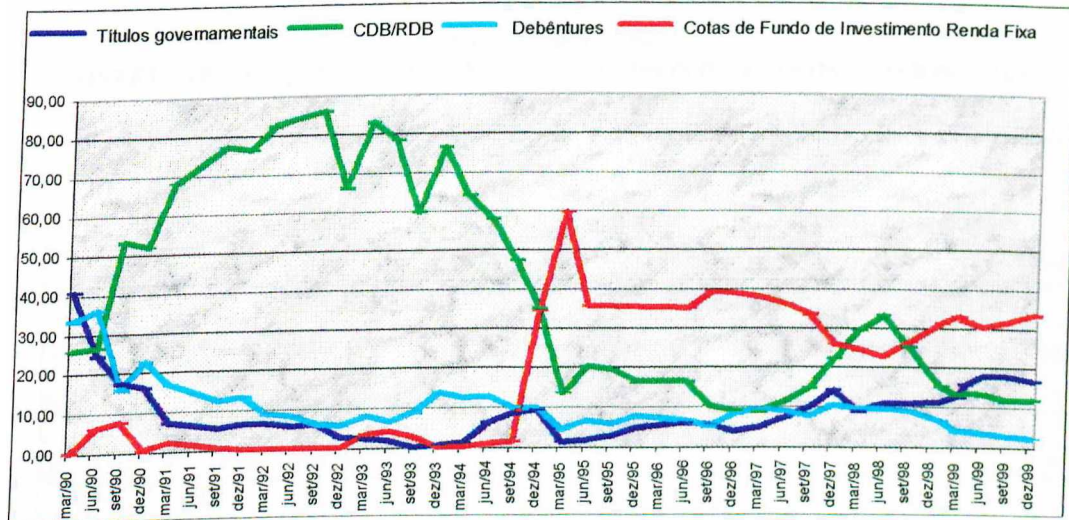
GRÁFICO III. 7
PETROS: PRINCIPAIS APLICAÇÕES TRIMESTRAIS EM RENDA FIXA* – 1991/99 (%)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados dos Demonstrativos Analíticos de Investimentos fornecidos pela PETROS.

* A organização dos Títulos que compõem cada tipo de aplicação foi feita seguindo a esquematização utilizada pela Abrapp e sugerida pela SPC.

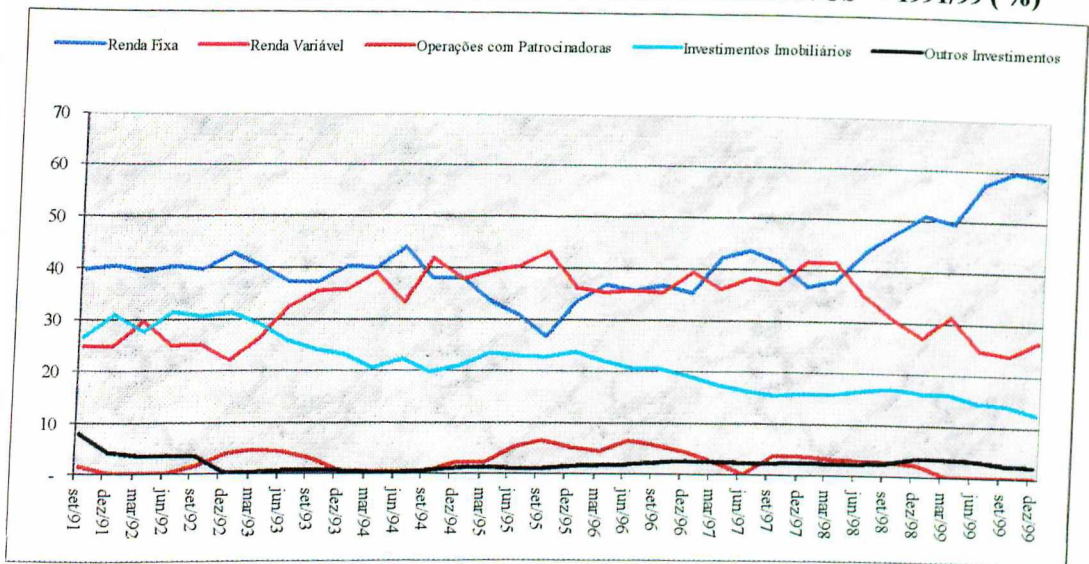
GRÁFICO III. 8
SISTEL: PRINCIPAIS APLICAÇÕES TRIMESTRAIS EM RENDA FIXA* – 1990/99 (%)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados dos Demonstrativos Analíticos de Investimentos fornecidos pela Sistel.

* A organização dos Títulos que compõem cada tipo de aplicação foi feita seguindo a esquematização utilizada pela Abrapp e sugerida pela SPC.

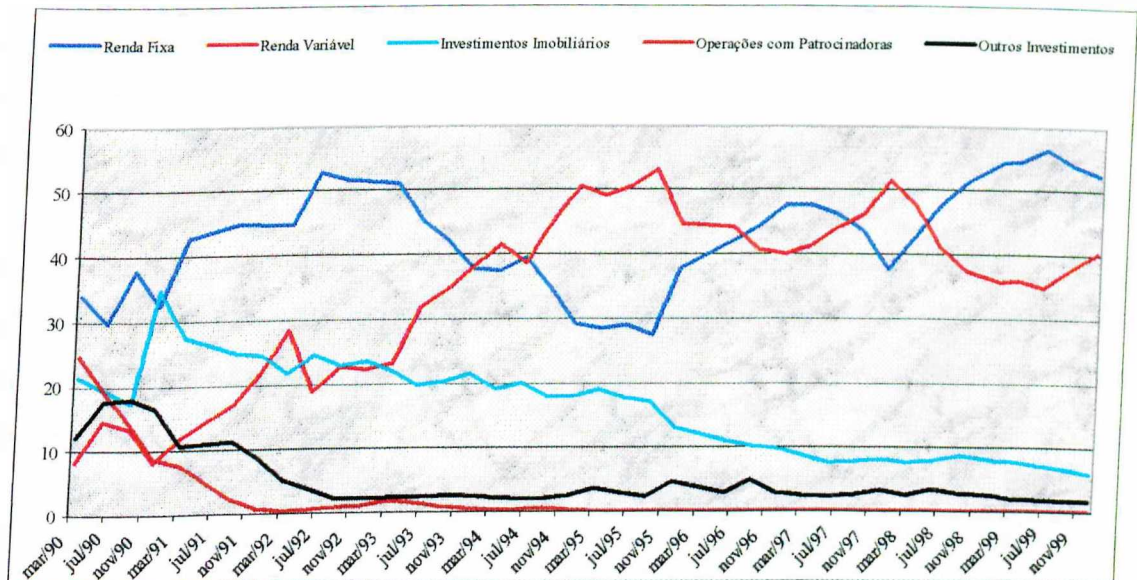
GRÁFICO III. 9
PETROS: APLICAÇÕES TRIMESTRAIS POR TIPOS DE ATIVOS* – 1991/99 (%)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados dos Demonstrativos Analíticos de Investimentos fornecidos pela Petros e do site www.IMF.com.br.

* A organização dos Títulos que compõem cada tipo de aplicação foi feita seguindo a esquematização utilizada pela Abrapp e sugerida pela SPC.

GRÁFICO III. 10
SISTEL: APLICAÇÕES TRIMESTRAIS POR TIPOS DE ATIVOS* – 1990/99 (%)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados dos Demonstrativos Analíticos de Investimentos fornecidos pela Sistel e do site www.IMF.com.br.

* A organização dos Títulos que compõem cada tipo de aplicação foi feita seguindo a esquematização utilizada pela Abrapp e sugerida pela SPC.

Estas observações deixam patente que os fundos de pensão nacionais não estão se dirigindo para uma lógica mais estável, capaz de melhorar as condições de financiamento dos investimentos no Brasil. Percebe-se que não se trata meramente de criar papéis ligados diretamente aos investimentos, uma vez que as próprias debêntures já existem no mercado. Trata-se de se articular a criação destes papéis às aplicações dos fundos de pensão, que são os grandes capitais privados nacionais da atualidade. Este movimento não se faz sem uma regulação indutora, conforme atesta a performance das aplicações destes fundos. Observa-se que estes agentes têm os seus compromissos atuariais a cumprir, mas, o fato é que eles poderiam aliar estes compromissos à compra de papéis ligados ao financiamento de projetos que redundem no crescimento econômico do país e lhes proporcionem uma boa rentabilidade, ainda que menor do que de outras aplicações mais flexíveis. Esta perspectiva será considerada na próxima seção mediante a abordagem de alguns autores que levantaram esta questão e elaboraram algumas propostas.

3.3 - Algumas Propostas de Participação dos Fundos de Pensão Nacionais no Financiamento do Crescimento Econômico

Frente à constatação de que a forma de atuação das entidades fechadas de previdência privada no país indica pouco compromisso destes agentes com o financiamento de projetos que, de fato, gerem “riqueza nova” e redundem no aumento da oferta de empregos no país, alguns autores apontam possíveis formas de comprometimento destas entidades com estas questões.

PINHEIRO (1994) destaca que o BNDES poderia estabelecer uma parceria com os fundos de pensão, aliando perspectivas de boa rentabilidade para os instrumentos de aplicações de longo prazo às características centrais dos fundos de pensão (baixo risco de liquidez, fluxo regular de recursos e passivos de longo prazo). O autor discute cinco alternativas para o estabelecimento destas parcerias.

A primeira delas consiste na **participação individual dos fundos de pensão no financiamento dos investimentos por meio da aquisição de títulos emitidos pelo próprio BNDES**. Esta alternativa esbarra, entretanto, nas altas taxas de juros praticadas no país, que incompatibilizam a concessão de uma remuneração atrativa para os títulos com os níveis das taxas consistentes com as necessidades dos demandantes de recursos para investimento.

Mediante este prognóstico, o autor listou algumas medidas que poderiam mitigar este problema, a saber (PINHEIRO, 1994: 66/67):

- a) redução do *spread* entre as taxas de captação e aplicação do BNDES pelo aumento da produtividade e pela redução dos custos;
- b) subsídio às taxas de aplicação via alocação prévia de recursos orçamentários (o que poderia ficar restrito às aplicações de elevado retorno social);
- c) concessão de isenção tributária para os títulos do BNDES, aumentando o rendimento líquido dos detentores de papéis;
- d) aval do tesouro para os títulos lançados pelo Banco, reduzindo seu risco;
- e) utilização de títulos com cláusulas de desempenho, com taxas de juros variáveis associadas às receitas do BNDES (sendo que o Banco nos seus empréstimos recorreria a papéis similares e poderia diversificar seu risco não-sistemático, capitalizando o retorno associado a esta redução de risco).

A segunda alternativa para o estabelecimento da parceria entre o BNDES e os fundos de pensão domésticos é o **provimento coletivo por parte destes agentes de uma parcela do *funding* do Banco por meio de contratos de longo prazo**. Este esquema destinaria-se especificamente ao financiamento de projetos de infra-estrutura, cujo prazo de maturação é longo e os riscos associados são altos. Em termos mais específicos, tem-se que a participação dos fundos nestes projetos se daria por intermédio do aporte periódico de recursos em títulos de longo prazo do BNDES. É importante colocar que esta participação funcionaria como um contrato de longo prazo sem direcionamento compulsório dos recursos dos fundos à aquisição destes títulos, pressupondo, portanto, uma adesão voluntária destes agentes ao esquema.

Um outro tipo destas parcerias reside no **co-financiamento, pelos fundos de pensão, de projetos industriais de interesse do BNDES e com períodos de maturação não muito longos**. Neste esquema, o Banco atuaria como uma espécie de certificador para os fundos acerca da qualidade dos empreendimentos alvo das parcerias, sendo que esta alternativa poderia ser aliada à utilização de títulos com cláusulas de desempenho, endogeneizando o *trade-off* entre risco e retorno.

A quarta alternativa de cooperação entre o BNDES e os fundos de pensão estabelece que **o Banco poderia conceder o seu aval aos projetos de investimentos financiados pelos fundos**. A perspectiva é a de que o BNDES entraria com todo o seu *know-how* para analisar e avaliar os projetos, mediante uma remuneração pelos serviços prestados aos fundos que, por seu turno, entrariam com o aporte dos recursos demandados pelos investimentos. A principal diferença desta alternativa com relação à anterior é o realce da figura do BNDES enquanto

avaliista técnico dos projetos, já que, ao contrário do terceiro tipo de parceria mencionado, o Banco não entraria com nenhum recurso no financiamento dos projetos.

A última via proposta por PINHEIRO (1994) para canalizar recursos para o financiamento dos investimentos estabelecidos pelo BNDES trabalha com a hipótese de uma transferência da previdência oficial para um esquema de capitalização fundado que, por sua vez, seria administrado pelo Banco. Isto é, esta alternativa demandaria a revisão constitucional que criaria um fundo constituído inicialmente por recursos aportados pelo Tesouro Nacional e, posteriormente, por parcelas das contribuições previdenciárias dos funcionários públicos federais, sendo que, no futuro, poderia haver também a participação de servidores estaduais e municipais. A idéia aqui é a de que **o BNDES atuaria enquanto um *trust bank* do Sistema, a exemplo do que faz com os recursos do FAT (Fundo de Amparo ao Trabalhador), só que canalizando os recursos para o financiamento de longo prazo.**

Já MOREIRA & CARNEIRO (1994) propõem a participação de capitais privados em investimentos em infra-estrutura por meio de uma outra alternativa de **parceria destes com o Setor Público, constituindo-se arranjos financeiros sob a forma de *project finance***. Trata-se de uma modalidade de financiamento na qual os investidores fazem aportes de recursos balizando-se nos méritos e na rentabilidade do projeto, já que o retorno das aplicações deste tipo de arranjo financeiro é diretamente relacionado aos fluxos de recursos projetados e, portanto, oriundos das receitas dos serviços prestados. Além de manter a estabilidade econômica e o equilíbrio fiscal e financeiro, o Estado atuaria, por meio das agências de desenvolvimento encarregadas do financiamento à expansão e recuperação da infra-estrutura brasileira, viabilizando os projetos, dando transparência às operações, incentivando estas últimas por meio de remunerações adequadas e compatíveis com os riscos associados às mesmas e, neste sentido, dando garantias aos projetos de maior risco de forma a viabilizar a sua concretização.

Especificamente no tocante aos fundos de pensão, é lícito destacar que a própria natureza das operações alia-se à necessidade particular da montagem de uma estrutura peculiar de *funding*. Isto é, se dotarem de taxas de retorno adequadas, os investimentos em *project finance* podem coadunar-se com as características específicas dos fundos de pensão, pois a sua remuneração dá-se no longo prazo e é associada a um fluxo firme de rendimentos. A entrada recente da Petros em alguns investimentos em *project finance* e a intenção dos fundos de pensão argentinos de participar em projetos de obras públicas indicam que este tipo de aplicação vem ocupando espaço nas estratégias dos fundos de pensão e que, desta forma, pode crescer ainda mais se houver a constituição de medidas políticas concretas que o estimulem.

Para se ter uma idéia desta perspectiva, cumpre colocar que, com o enrijecimento das oportunidades tradicionais de aplicações no país, os fundos de pensão argentinos anunciaram que poderão investir mais de US\$ 3 bilhões na participação, com o Setor Público, de estradas, barragens e outros projetos de infra-estrutura (GAZETA MERCANTIL, 25/8/2000). A Petros, por sua vez, entrou com R\$ 35 milhões (participação de 11,5%) na Companhia Petrolífera Marlim (Sociedade de Propósito Específico criada para gerar recursos para o projeto de produção de petróleo no campo de Marlim, na Bacia de Campos) (GAZETA MERCANTIL, 8/12/1999). Outra aplicação da Petros nesta mesma linha reside em sua participação no projeto de construção da termelétrica TermoBahia que, dos US\$ 190 milhões que totaliza, US\$ 38 milhões são oriundos deste fundo. O projeto é desenvolvido pela Petrobrás com a ABB Energy Ventury, sendo que a viabilização da participação da Petros na operação deu-se mediante da compra de debêntures de uma Sociedade de Propósito Específico, que será controladora do empreendimento, cujo prazo é de sete anos e o retorno é atrelado ao IGP-M, mais uma taxa de juros entre 12% e 15% a.a. (GAZETA MERCANTIL, 14/8/2000).

A aplicação em fundos de capital de risco (*venture capital*) é uma outra forma de comprometimento dos fundos de pensão nacionais com o financiamento de longo prazo no Brasil. As aplicações em *venture capital* podem ser feitas através da aquisição de títulos (ações, bônus de subscrição e debêntures) sem garantias legais, mas que são dotados de grande potencial no que tange à rentabilidade. GORGULHO (1997) mostra que os fundos de pensão são as mais importantes fontes de recursos os fundos de *venture capital* nos EUA. Enquanto no início dos anos 70 os fundos norte-americanos aglutinavam 15% dos recursos para esta modalidade de investimento neste país, em 1984 este percentual já era 34%, passando para 46%, em 1989 (Tabela III.9).

TABELA III.9
FONTES DE CAPITAL PARA OS FUNDOS DE CAPITAL DE RISCO NOS EUA – 1978, 1984 E 1989 (EM %)

	1978	1984	1989	1992
Fundos de Pensão	15	34	46	41
Recursos Externos	18	18	14	11
Empresas de Seguro	16	13	9	15
Empresas Industriais	10	15	11	3
Fundações	10	5	12	19
Indivíduos/Famílias	32	15	8	11

Fonte: GORGULHO, 1997; PADOVANO, 1994, *apud* RAIMUNDO, 1997.

No Brasil, o financiamento de capital de risco é uma modalidade incipiente, iniciando-se somente a partir da década de 70 com a atuação do BNDES e da Financiadora de Estudos e Projetos (FINEP) no setor público e de algumas empresas do setor privado (VIEIRA, 1998). Nesta perspectiva, RAIMUNDO (1997) enfatiza que o direcionamento, pela via do mercado, de

recursos dos fundos de pensão nacionais aos investimentos em Companhias de Capital de Risco (*venture capital*) poderia contribuir, sobretudo, para o avanço do capital de risco no país. Conforme coloca este mesmo autor, a participação dos fundos de pensão nacionais neste tipo de investimento no país não alcança 1% de sua carteira. Desta forma, o desenvolvimento de mercados secundários para a negociação de papéis corporativos, a concessão de incentivos tributários e a criação de uma legislação adequada podem contribuir significativamente para alavancar o crescimento das aplicações em *venture capital* no país e, por conseguinte, incentivar a participação dos fundos de pensão nestes esquemas (RAIMUNDO, 1997).

Cumprido colocar que **o aumento da participação dos fundos de pensão no mercado de capitais brasileiro também poderia contribuir para o desenvolvimento deste mercado**. Um levantamento feito pela ECONOMÁTICA com as 292 ações mais negociadas em Bolsa, e que considerou até o sétimo maior acionista das empresas, mostra que a participação dos fundos de pensão nacionais no mercado de capitais doméstico ainda relativamente pequena. Tomados conjuntamente, os fundos de pensão brasileiros detêm apenas 1,95% do valor total de mercado das ações das empresas listadas em Bolsa no Brasil (Tabela III.10). Em países como o Chile esta participação ultrapassa 4% do valor de mercado das ações, podendo chegar a 5% (GAZETA MERCANTIL 26/6/2000). Deste modo, o próprio aumento desta participação concorreria para melhorar as condições de financiamento das empresas domésticas, se houvesse um direcionamento dos recursos dos fundos de pensão para as aplicações realizadas no mercado primário, ainda que limitado a certo patamar.

FREITAS (1998), por sua vez, vislumbra o fato de que as aplicações dos fundos de pensão podem ser ao mesmo tempo rentáveis e úteis para a revitalização da economia. A perspectiva também desta autora é a de que **o Estado poderia adotar uma política financeira ampla que induzisse a destinação dos recursos destas instituições ao financiamento dos investimentos por meio de uma tributação mais reduzida para as aplicações que tivessem este objetivo**.

Segundo esta mesma autora, a Secretaria de Desenvolvimento do Estado de São Paulo desenvolveu uma outra proposta, cuja idéia básica é a **criação de um título de longo prazo a ser adquirido pelos fundos de pensão**. A diferença desta proposta com relação à de PINHEIRO (1994) está no fato de que os emissores destes títulos seriam as instituições financeiras em geral e não o BNDES. Os títulos teriam prazo de carência de 3 anos e seriam remunerados a uma taxa de juros de 12% a.a. mais a TR e, descontada a comissão dos bancos de cerca de 2%, os fundos obteriam um retorno líquido de 10% a.a., o que estaria de acordo com as suas metas atuárias.

TABELA III. 10
OS 50 MAIORES ACIONISTAS DO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO*

Acionistas	Valor da parti. (R\$ milhões)	Empresas das quais participa	Part. Em % do total
1 União Federal	39.16,9	9	9,97
2 Itaú Investimentos Itaú S.A.	7.433,9	4	1,89
3 Tesouro Nacional	6.643,3	4	1,69
4 Valepar	5.124,9	1	1,30
5 Previ	5.096,9	38	1,30
6 Tele Norte Leste Part. S.A.	4.942,4	5	1,26
7 SP Telecom. Holding S.A.	4.739,2	1	1,21
8 Tele Centro Sul Part. S.A.	4.608,7	3	1,17
9 BNDES Part. S.A. BNDESpar	4.546,5	14	1,16
10 Petróleo Brasileiro S.A. Petrobrás	4.243,6	2	1,08
11 Cidade de Deus Cia. Cial de Partic.	4.081,6	1	1,04
12 Banco Itaú S.A.	4.016,2	1	1,02
13 Fazenda do Estado de São Paulo	3.938,0	5	1,00
14 Unibanco Holding S.A.	3.349,2	1	0,85
15 Globo Cabo Holding S.A.	2.800,1	1	0,71
16 Telemar Part. S.A.	2.782,2	1	0,71
17 Pão de Açúcar S.A. Ind. Com.	2.576,9	1	0,66
18 Startel Part. Ltda	2.566,7	1	0,65
19 Itaucorp S.A.	2.446,2	2	0,62
20 Contab Cont. Part. Adm. Bens Plan S.A.	2.393,9	1	0,61
21 The Bank of New York - ADR	2.068,1	1	0,53
22 Cia. de Bebidas das Américas	2.004,7	1	0,51
23 Portelcom Part. S.A.	1.964,1	1	0,50
24 BNDES/FNDE	1.910,0	1	0,49
25 AES Transgas Empreend. Ltda	1.752,5	1	0,45
26 Fundação Bradesco	1.591,6	1	0,41
27 Light Ltda	1.525,4	1	0,39
28 Solpart Part. S.A.	1.461,1	1	0,37
29 Tele Sudeste Celular Part. S.A.	1.324,3	2	0,34
30 Votocel Filmes Flexíveis	1.7301,9	1	0,33
31 Litel Part. S.A.	1.229,2	1	0,31
32 Tele Ilbero Americana Ltda	1.223,4	3	0,31
33 SIGISOR	1.221,5	1	0,31
34 Estado de Minas Gerais	1.134,7	1	0,29
35 Emp. De Const. Adm. E Part. S.ª Ecap	10.91,6	1	0,28
36 Tele Celular Sul Part. S.A.	1.091,2	3	0,28
37 Metalúrgica Gerdau S.A.	1.030,4	1	0,26
38 Consórcio Sudestecel	1.006,9	1	0,26
39 Fundo Nacional de Desenvolvimento	1.001,7	2	0,26
40 Estado do Rio Grande do Sul	1.000,8	3	0,25
41 SISTEL	996,4	4	0,25
42 Praxair Comp. e Part. Ltda.	907,8	1	0,23
43 TBS Part. S.A.	897,1	2	0,23
44 Braco S.A.	887,5	1	0,23
45 Telemig Celular Part.	868,4	1	0,22
46 Bitel Part. S.A.	827,3	2	0,21
47 Tractebel	805,7	1	0,21
48 Caixa Geral de Depósitos S.A.	798,2	1	0,20
49 Cia. Vale do Rio Doce	793,7	4	0,20
50 Serra da Mesa Energia S.A.	771,7	1	0,20
Pulverizado	196.270.585		50,0

Fonte: ECONOMÁTICA - Retirado de GAZETA MERCANTIL, 26/6/2000.

* O levantamento feito com as 292 ações mais negociadas em Bolsa e considerando até o sétimo maior acionista das empresas.

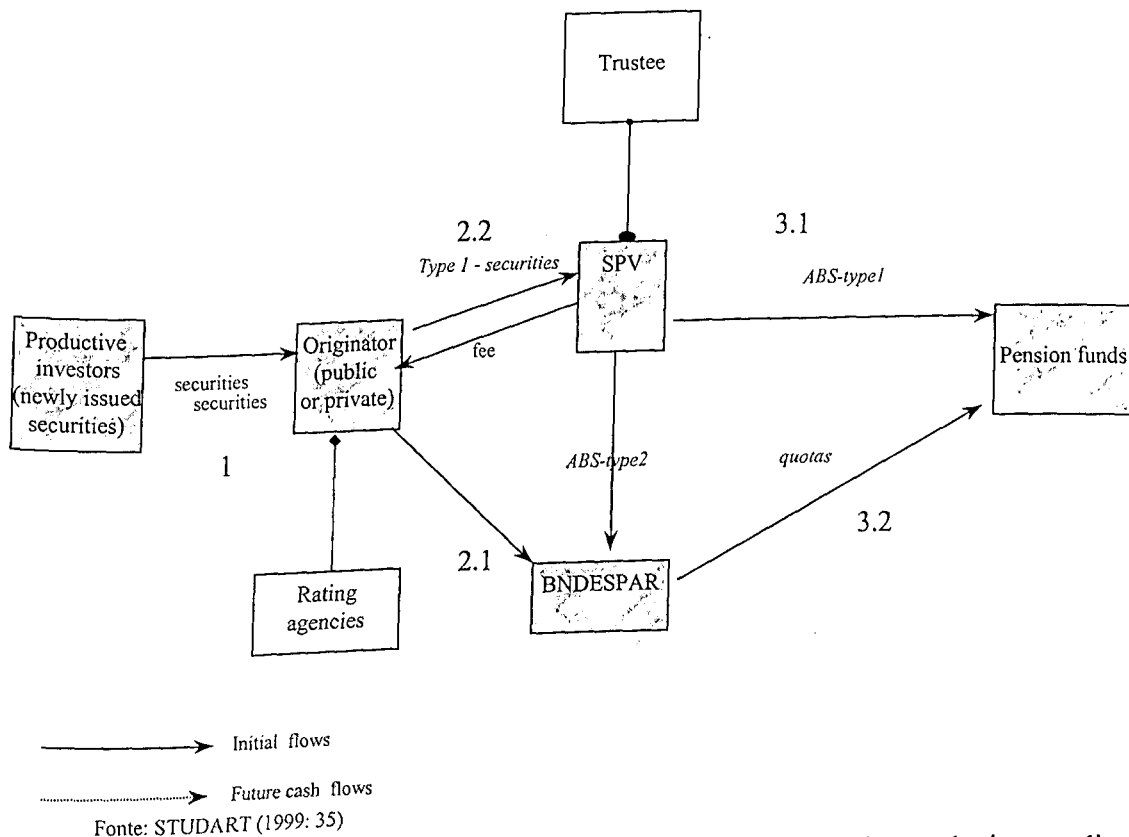
Por fim, STUDART (1999) defende a constituição de medidas que estimulem, simultaneamente, a oferta de títulos corporativos privados e a aquisição destes no mercado primário por parte dos fundos de pensão nacionais, já que no Brasil (como já colocado) tanto o mercado primário de títulos privados, quanto o secundário são altamente concentrados em poucas empresas.

Com base nesta perspectiva, o autor elaborou o seguinte esquema teórico (Figura III.1): os investidores deveriam tomar recursos de longo prazo em banco múltiplo (item 1 da Figura 1, o

originator) que emitira títulos lastreados nestas operações (*assets backed on this securities – ABS*). Este banco deveria coletar os dados necessários à efetivação da transação, transferindo-os para uma agência de classificação de risco (*rating company*) que, por seu turno, classificaria os créditos securitizados de acordo com o padrão de risco previsto na operação realizada com cada empresa, sendo que a diferença nos riscos deveria determinar como essas operações deveriam se processar.

FIGURA 1

UM ESQUEMA PARA FINANCIAMENTO DE LONGO PRAZO DOS INVESTIMENTOS USANDO RECURSOS DOS FUNDOS DE PENSÃO



O sistema de classificação de risco (*rating system*) deveria produzir um diagnóstico acerca de cada tipo de título classificando-os em dois níveis: Os ativos de risco relativamente baixo emitidos por médias e grandes empresas já estabilizadas no mercado (*ABS* tipo 1) e os de alto risco emitidos, por exemplo, por pequenas e médias empresas imaturas que, em momentos de grande crescimento, coexistem com outras já estabilizadas (*ABS* tipo 2).

Os *ABS* tipo 1 seriam vendidos diretamente a uma corporação pública de investimentos (que, neste caso, seria o BNDSPAR, braço de investimentos do BNDES) ou a uma instituição de propósito específico (*special purpose vehicled – SPV*), criada especialmente para vender as *ABS*. Neste último caso, a *SPV* teria que adequar (talvez garantir um retorno mínimo ou estabelecer

esquemas de minimização do risco) a *security* de maneira que a mesma pudesse ser vendida aos fundos de pensão (*pension funds*). Por seu turno, os títulos de mais alto risco (*ABS* tipo 2) deveriam ser vendidos ao BNDESPar. Este, tal qual a *SPV*, adequaria as *ABS* tipo 2 para a venda aos fundos de pensão ou constituiria e administraria um fundo de investimento composto por estes títulos cujas cotas poderiam ser vendidas aos fundos de pensão com a garantia de retornos mínimos⁴⁸.

É importante ressaltar a colocação de STUDART (1999) de que, dado que os fundos de pensão são entidades de direito privado, este esquema só seria viabilizado por meio da instituição de uma regulamentação que estabeleça que estes agentes devem adquirir parcelas determinadas de *ABS* tipo 1 e tipo 2, bem como das cotas dos fundos de investimento administrados pelos BNDESPar. Aliás, esta última observação é válida não só para o esquema elaborado por este autor, como para todas as demais alternativas apontadas aqui. Isto porque, ainda que sejam reiteradas as necessidades de constituição, por parte do Setor Público, de títulos de longo prazo específicos e/ou de arranjos financeiros peculiares para financiar a expansão dos investimentos domésticos, isto, *per se*, não garante a participação dos fundos de pensão nacionais nestes esquemas, a não ser nos sistemas de indução.

Conforme ressalta FREITAS (1998), algumas experiências mostram que as aplicações dos fundos de pensão podem ser rentáveis e contribuir para a revitalização da economia. Esta autora cita, por exemplo, a ação dos Governos do Estado da Califórnia e de Nova Iorque, nos EUA, no sentido de promover o financiamento de projetos prioritários com a participação dos fundos de pensão daquele país. No caso da Califórnia, o Governo do Estado criou a *Pension Investment Unit* no início dos anos 80 para neutralizar a especulação imobiliária e, sobretudo, para operar enquanto intermediária na estruturação dos financiamentos para os investimentos imobiliários que atendessem aos objetivos de política pública e às especificidades dos fundos de pensão, que, por sua vez, direcionariam os seus recursos aos projetos e seriam remunerados à taxa de mercado. Tal foi o sucesso desta experiência, coloca FREITAS (1998), que a mesma suscitou a criação do *Industrial Cooperation Council*, no Estado de Nova Iorque, buscando a participação dos fundos de pensão no financiamento de projetos prioritários. Observa-se ainda, neste mesmo sentido, a experiência dos fundos de pensão da cidade de Nova Iorque que aplicaram US\$ 850 milhões no financiamento de projetos desta natureza, com retorno médio de

⁴⁸ Para evitar possíveis más alocações dos recursos dos fundos de pensão e os conflitos de interesses iminentes, um esquema de defesa poderia ser desenvolvido. Uma possível possibilidade neste sentido seria o estabelecimento de um conselho de investimento para supervisionar o sistema e que seria composto por representantes dos fundos, do governo e do setor corporativo em geral.

13% superior ao 9,9% de rentabilidade obtida nas carteiras de títulos de renda fixa com riscos semelhantes aos dos projetos.

Em suma, percebe-se que, além da continuidade da diminuição gradual das taxas básicas de juros do país - visando a diminuição da concorrência desleal dos títulos públicos com os privados -, a contribuição dos fundos de pensão em esquemas de financiamento de longo prazo dificilmente será viabilizada sem uma regulamentação direcionadora e sem a implementação de uma política industrial que abarque a sua participação.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Ao longo deste trabalho, mostramos que a forma de atuação dos fundos de pensão em cada país é distinta. Analisando as atuações destes investidores em diferentes países, como a Alemanha, o Japão, a Inglaterra e os EUA, verificamos que se, de um lado, os mesmos podem contribuir com o crescimento econômico do país, via oferta de recursos para o financiamento dos investimentos, por outro lado, podem atuar essencialmente a partir de uma lógica de curto prazo, que exacerba a dimensão da especulação dos mercados de capitais. O que se verifica é que o perfil de aplicações de longo prazo está fortemente relacionado à regulação mais direcionadora dos recursos.

Para além desta questão, mostramos que as diferenças nas formas de atuação destes agentes dependem não só da regulação a que estão sujeitos nos seus mercados de origem, mas, sobretudo, das estruturas predominantes de *corporate governance* das firmas presentes nestes mercados. Estas estruturas estão intimamente ligadas ao próprio Padrão de Industrialização dos países citados, sendo que a legislação básica dos mercados de capitais tem relação com estas questões. Logo, a conformação, a amplitude e o espaço de atuação dos fundos de pensão nestes mercados estão condicionados ao desenho da estrutura de *corporate governance* dominante.

Posto isso, percebeu-se que nos *sistemas de controle externo/ mercados de controle via equity* há mais espaço para a atuação de aplicadores alternativos, especialmente para os investidores institucionais, sendo que estes gozam de uma regulação mais flexível para operar nestes mercados. Em contraste, nos *sistemas de controle interno/ mercados de controle via débito*, o referido espaço para atuação destes agentes alternativos é restrito e os mesmos convivem com uma regulação mais pesada e limitadora.

Apesar de considerar esta perspectiva, quando se vai analisar a questão do sistema de *corporate governance* dos países, o que se evidencia é que a nova configuração das finanças internacionais exerce uma forte pressão para que os mercados de capitais adotem um desenho institucional mais homogêneo: *o desenho menos regulado, mais aberto e mais transparente*. Nos últimos anos, alguns movimentos originaram-se na esteira da adoção das políticas liberalizantes, como a generalização dos processos de fusões e aquisições (levados a cabo mesmo em países com fortes restrições legais e estruturais, como a Alemanha) e os ajustes nas estruturas de financiamento dos países em prol do papel mais acentuado do mercado de capitais na alavancagem de recursos para as empresas. Estes movimentos têm abalado a institucionalidade

básica dos mercados e concorrido para o surgimento de fortes pressões para que práticas de governança corporativa como as predominantes nos EUA e na Inglaterra sejam adotadas em outros países – como, por exemplo, na Alemanha e no Japão. É na esteira deste processo que se advoga o desiderato da liberalização dos mercados, com uma menor regulação possível. A discussão envolve a idéia da adoção de "boas práticas de governança corporativa", como se os mercados menos regulados fossem naturalmente os mais eficientes.

Destacamos, no entanto, que esta não é uma premissa verdadeira, pois o sistema que carrou o significativo desenvolvimento da Alemanha e do Japão no pós-guerra foi o *sistema de controle interno e/ou de mercado de controle via débito*. Este sistema, embora tenha demandado uma organização muito particular entre Estado, grandes bancos e grandes empresas, foi fundamental para viabilizar a oferta constante de recursos de longo prazo para o financiamento do desenvolvimento, sendo que, até os anos 80, o mesmo era tido como superior em termos de performance.

No caso específico do Brasil, pudemos verificar que o sistema de *corporate governance* apresenta algumas características análogas às presentes nos mercados japonês e alemão: existe um alto índice de concentração da propriedade e do controle das corporações, as leis de proteção aos acionistas minoritários são fracas, o mercado de capitais é pouco desenvolvido e apresenta baixa liquidez. Há também poucas empresas listadas em Bolsa e a grande maioria dos negócios realizados no mercado é concentrada em um número pequeno de empresas. Assim, sublinhamos que estes fatores limitaram o papel do mercado de capitais brasileiro enquanto fonte de financiamento dos investimentos e restringiram o espaço de aplicadores alternativos neste mercado.

Mostramos que, nos últimos anos, o mercado de capitais brasileiro está passando por mudanças importantes nas estruturas societárias das empresas, que passaram a ter em seu controle outros grupos nacionais e estrangeiros e menor participação do Estado. Entretanto, a despeito destas mudanças, não houve grandes avanços em termos da estrutura de governança corporativa e da liquidez do mercado de capitais nacional. O que de fato ocorreu foi uma redução ainda maior da liquidez deste mercado, tendo em vista o aumento da concentração das estruturas de propriedade e controle das empresas, o fechamento do capital de várias empresas em Bolsa e a transferência da liquidez doméstica para outras praças financeiras.

A partir deste prognóstico, considera-se importante indicar que, sem a efetiva garantia de participação nas decisões fundamentais das empresas, os investidores tornam-se cada vez mais reticentes aos aportes de novos recursos para estas empresas. Estas últimas, por sua vez, ficam cada vez menos propensas às emissões primárias, dado que, além das dificuldades que podem se

apresentar quando da colocação dos seus papéis no mercado, o baixo volume de negócios imprime menores preços aos mesmos.

Nesta perspectiva e no que tange especificamente à atuação dos fundos de pensão nacionais, destacamos que sua atuação está articulada ao desenho da estrutura de financiamento nacional. De um lado, o mercado de capitais é pouco líquido e centrado em poucos papéis, pois com a grande concentração da propriedade e do controle presente no mercado de capitais brasileiro, poucos são os papéis que possuem liquidez. De outro lado, há a possibilidade de ganhos vultosos em aplicações de renda fixa. Percebemos que, com frequência, grande parte dos recursos destes fundos encontra-se aplicado em ativos de renda fixa com baixo risco, como os títulos do Governo e os CDB/RDB's.

A atuação dos fundos de pensão está condicionada a estes fatores, sendo a sua lógica básica de aplicação a de portfólio. Estes agentes dirigem suas aplicações ao mercado de capitais quando a rentabilidade é mais vantajosa do que as aplicações de renda fixa e, mesmo assim, quando o fazem, concentram estas aplicações em um número reduzido de empresas que são as que, de fato, possuem liquidez no mercado de capitais brasileiro, ou compram cotas de fundos de investimentos de renda variável claramente de curto de prazo.

Estes dados nos indicam que, no caso de se melhorar a performance do mercado de capitais doméstico e as práticas de governança corporativa predominantes no mesmo, isto poderia facilitar o ingresso de capitais, só que não estaria garantindo uma postura mais efetiva dos fundos de pensão em direção a estes mercados e tampouco assegurando um perfil mais estável de suas aplicações.

Quanto a isto, vimos que alguns fundos de pensão brasileiros como a Previ acabam mantendo uma parcela média de seus recursos maior em ações, quando comparado a outros. No entanto, se, de um lado, isto pode estar ligado às influências políticas verificadas no bojo das aplicações destes fundos, de outro, a análise das aplicações da Previ, da Sistel e da Petros mostrou que, mesmo que a primeira tenha conservado um percentual mais expressivo de suas reservas em ações em relação à Sistel e à Petros, na década de 90, em linhas gerais, a sua forma de atuação também obedeceu às expectativas do mercado.

No curto prazo, um comportamento diferente por parte destes fundos poderia redundar em perdas (ou na diminuição dos ganhos). Porém, a verdade é que não necessariamente isto ocorreria se a perspectiva deles fosse de longo prazo, já que muitas empresas, cujos papéis experimentaram consideráveis oscilações em Bolsa (principalmente nos períodos de turbulências internacionais), permaneceram com seus fundamentos incólumes, distribuindo os lucros normalmente no final do seu período de exercício. Acrescente-se a isso o fato de que os papéis

destas empresas têm os seus preços normalizados após o término dos movimentos responsáveis pelas viravoltas nos mesmos, podendo, até mesmo, gerar ganhos de capital.

A experiência mostra que as práticas demandadas pelos fundos de pensão e pelo próprio mercado brasileiro para que este último se desenvolva têm levado ao aumento de sua volatilidade e do *curto-prazismo* na forma de atuação dos agentes nos últimos anos. É fato que o mercado de capitais brasileiro não possui liquidez nem grande diversificação de ativos, estando a liquidez concentrada em pequeno grupo de empresas e fazendo com que os benefícios do seu funcionamento também concentre-se neste grupo. Isto leva a que as aplicações dos fundos de pensão locais concentrem-se também nestas mesmas empresas e é justamente a liquidez delas que viabiliza os rápidos ajustes nos *portfólios* destes agentes nos momentos de mudança de expectativas.

A nossa conclusão é a de que a atuação dos fundos de pensão nacionais na direção de um comportamento de longo prazo demanda participações mais ativas por parte do Setor Público e uma regulação mais direcionadora, além da criação de papéis articulados a uma política pública específica. Não basta que se disponibilize a oferta de títulos que podem ser casados com os atributos específicos dos fundos de pensão. Para que estas instituições comprometam-se com o financiamento de longo prazo, o Estado deve regular as suas aplicações, inserindo-as no bojo de uma política industrial, sendo que várias propostas estão sendo construídas neste sentido.

É certo que, em muitos casos, pode ocorrer que os fundos de pensão não atinjam a rentabilidade que aufeririam em algumas operações realizadas, se não existisse regulação. Porém, se isto não comprometer as suas metas atuariais, as repercussões decorrentes deste fato serão insignificantes frente aos resultados que se pode alcançar em termos de geração de emprego e renda no país. As experiências de alguns dos fundos de pensão do Estado da Califórnia nos EUA mostram que estas propostas não se tratam de instrumentos de retórica, pois, de fato, elas podem ser efetivadas, se forem criadas as condições requeridas para tanto.

Para um país que necessita de fontes sustentáveis de financiamento de longo prazo, como o Brasil, estas questões são fundamentais, uma vez que, em contraste com o que ocorrera no Japão e na Alemanha, os bancos que atuam no país não se envolvem com o alargamento de prazos e, tampouco, os fundos de pensão nacionais têm direcionado os seus recursos mais fortemente para a aquisição de títulos corporativos de longo prazo.

Referências Bibliográficas

- ABRAPP. <www.Abrapp.org.br>. *Várias informações*.
- ABRAPP. Revista. *Vários Números*.
- ALEM, A. C. & GIAMBIAGI, F. (1998). "Aumento do Investimento: O Desafio de Elevar a Poupança Privada no Brasil". *In: Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, vol 4, nº 8, Dezembro.
- ALMEIDA FILHO, N. (1994.). "Os Limites Estruturais à Política Econômica Brasileira nos Anos 80/90". Campinas/SP. Tese de Doutorado, IE/UNICAMP.
- ALMEIDA FILHO, N. & CORRÊA, V. P. (2000). "Mudanças Fundamentais na Estrutura de Financiamento Brasileiro nos Anos 90: Alteração de Propriedade e Continuação da Lógica Especulativa". Uberlândia. IE/UFU, Textos Didáticos e para Discussão, Nº. 2.
- AMENDOLARA, L. (1998). "Os Direitos dos Acionistas Minoritários: com alterações da Lei 9.547/97". São Paulo. STS.
- AMIHUD, Y. *et al.* (1990). "Corporate Control and the Choice of Investment Financing: The Case of Corporate Acquisitions". *In: The Journal of Finance*. V. XLV. Nº. 2. Jun. p.603-615.
- AOKI, M. (1990). "Toward an Economic Model of the Japanese Firm". *In: Journal of Economic Literature*. V. XXVIII. March. p.1-27.
- BARBER, R. & GHILARUCCI (1993). "Pension Funds, Capital Markets and Economic Future". *In: DIMSKI, E. & POLLIN (Eds.). Transforming the U.S. Financial System: equity and efficiency for the 21st century*. Armonk, N.Y, M.E. Sharp.
- BARBOSA. O. C. A. (1985). "O Processo de Industrialização do Capitalismo Originário ao Atrasado". Campinas/SP. Tese de Doutorado, IE/UNICAMP.
- BARCA, F. (1997). "On Corporate Governance in Italy: Issues, facts, and agency, manuscript, Roma. Bank of Italy.
- BELLUZO, L. G. M. (1995). "O Declínio de Bretton Woods e a Emergência dos Mercados Globalizados". *In: Economia e Sociedade*, Campinas/SP, UNICAMP, nº 4, pp. 1-10, Junho.
- BERTÉ, C. M. (1998). "Importância e Evolução crítica do Mercado de Capitais no Brasil e a Situação dos Acionistas Minoritários". São Paulo. Dissertação de Mestrado Apresentada ao Curso de Pós-Graduação da FGV/EAESP.
- BLAKE, D. (1995). "Pension Schemes and Pension Funds in the United Kingdom". Oxford: Clarendon Press.

- BRAGA, J. C. S. (1991). "A Financeirização da Riqueza – a macroestrutura financeira e a nova dinâmica dos capitalismos centrais". São Paulo, IESP/FUNDAP. **Texto para Discussão-Economia do Setor Público**, ano 6, Nº. 3.
- BULGARELLI, W. (1977). "A Proteção às Minorias na Sociedade Anônima". São Paulo. Pioneira.
- CANUTO, O. (1998). "Crescimento dos Fundos de Pensão será condição necessária, mas não suficiente, para o Financiamento de Longo Prazo". Folha de São Paulo, 13/01.
- CARDOSO DE MELO, J. M. (1982). "O Capitalismo Tardio". São Paulo. Ed. Brasiliense.
- CARLETON, W. T. *et al.* (1998). "The Influence of Institutions on Corporate Governance Though Private Negotiations: Evidence from TIAA-CERF". *In: The Journal of Finance*. V. LII, Nº. 4. August. p. 1335-1362.
- CARNEIRO, P. & FONTES, R. (1997). "Fundos de Pensão e Crescimento Econômico: Um Estudo de Caso do AGROS: *In: Estabilização e Crescimento*. Viçosa. Editora UFV. p.277-296.
- CARVALHO, C. E. (2000). "Um Instrumento de Política Econômica". *In: GAZETA MERCANTIL*. 18/11. p.A-3.
- CASAGRANDE NETO, H. (1989). "Abertura de Capital de Empresas no Brasil: um enfoque prático". 2. ed. São Paulo. Atlas.
- CHANDLER, A. D. (1990). "Scale and scope: the dynamics of industrial capitalism". London, England. The Belknap press of Harvard University press.
- CHESNAY, F. (1996). "A Mundialização do Capital". São Paulo. Xamã.
- CINTRA, M. A. M. (1998). "A Montagem de um Novo Regime Monetário-Financeiro nos Estados Unidos". *In: CINTRA, M. A. M. & FREITAS, M. C. P. orgs. (1998). Transformações Institucionais dos Sistemas Financeiros: um estudo comparado*. São Paulo. FUNDAP. P.178-249.
- COFFEE, J. (1991). "Liquidity versus control: The institutional investor voice". *In: Columbia Law Review* nº 91, 1277-1338.
- COMISSÃO NACIONAL DE BOLSAS DE VALORES (CNBV) (1988). "Introdução ao Mercado de Ações". Belo Horizonte. CNBV.
- *CORRÊA, V. P. (1996). "A Estrutura de Financiamento Brasileira e a Oferta de Financiamento de Longo Prazo ao Investimento". Campinas/SP, 1996. Tese de Doutorado, IE/UNICAMP.
- *CORRÊA, V. P. (1998). "Fundos de Pensão, Financiamento e Crescimento Econômico". Uberlândia/MG, (mimeo).

- CORRÊA, V. P. (1998). "A Estratégia de Ajuste do Sistema Bancário nos Anos 80 e 90 - uma mera adaptação". Uberlândia/MG. (mimeo).
- * CORRÊA, V. P. & VIEIRA, E. R. (1999). "Fundos de Pensão, regulação e a discussão de "corporate governance". *In: Anais SEP*, Porto Alegre/RS.
- CORRÊA, V. P. & VIEIRA, E. R. (2000). "Aplicações dos Fundos de Pensão e os Ambientes Institucionais – A Influência da Regulação e das Estruturas de "Corporate Governance" e Algumas Indicações para o Caso do Brasil. *In: Revista Econômica do Nordeste*, V. 31, Número Especial, Novembro, pp. 936-952.
- COSTA, F. N. (1997). "Fundos de Pensão e Financiamento do Desenvolvimento (Imobiliário, em Infra-Estrutura, Empresas Emergentes e Risco Tecnológico)". *In: Seminário Internacional Fundos de Pensão – Novo Fator de Desenvolvimento na América Latina*. São Paulo. UNICAMP/ABRAPP.
- D'ALMEIDA, R. A. (1999). "O Plano Real e a Armadilha Macroeconômica". Uberlândia. Dissertação de Mestrado Apresentado ao IE/UFU.
- DAVIS, E. P. (1993). "The structure, regulation, and performance of pension funds in nine industrial countries". *World Bank - Policy Research Working paper*, 1229. Washington, D.C. The World Bank.
- DAVIS, E. P. (1993). "The Development of Pension Funds: An approaching Financial Revolution for Continental Europe". *In: O'BRIEN, R. Finance and International Economy*. Oxford University Press, vol 7, cap. 6.
- DAVIS, E. P. (1995). "Pension funds: retirement-income security and capital market: an international perspective". Oxford. Clarendon Press.
- DAVIS, E. P. (1996). "Pension Funds Investments". *In: STEIL, B. et al. The European Equity Markets, the State us the Union and Agend for the Millennium*. The Royal Institute of International Affairs, London, January.
- DEMIRGÜÇ-KUNT, A. & MAKSIMOVIC, V. (1994). "Capital Structures in Developing Countries: Evidence from Ten Countries". World Bank. Working Paper. N°. 1320, July.
- DEMIRGÜÇ-KUNT, A. & MAKSIMOVIC, V. (1995). "Finance and Private Sector Development Division". World Bank. Working Paper. N°. 1461, May.
- FAMA, F. E. (1980). "Agency Problems and the Theory of the Firm". *In: Journal of Political Economy* V. 88, N.º 21. December. p.288-307.
- FERREIRA, C. L. & FREITAS, M. C. P. (1990). "Mercado internacional de Crédito e Inovações Financeiras". *In: Estudos Economia do Setor Público* N.º 1. São Paulo. FUNDAP.

- FMI (1995). *International Capital Markets (Developments, Prospects, and Policy Issues)*, Washington D. C.
- FOLHA DE SÃO PAULO. *Vários números*.
- FORTUNA, E. (1997). "Mercado Financeiro: produtos e serviços". 10. ed. Rio de Janeiro. Qualitymark.
- FRANKS, J. & MAYER, C. (1994). "Corporate Control: a comparison of insider na outsider system". London Business School and University of Oxford (mimeo).
- FREITAS, C. E. (1996). "Liberdade Cambial no Brasil". *In: "O Brasil e a Economia Global"* BAUMANN, R. (org). Rio de Janeiro. Campus.
- FREITAS, G.C.T. (1993). "Captação de Recursos no Mercado Internacional de Capitais". Rio de Janeiro. IBMEC.
- FREITAS, M. C. P. (1998). "Os fundos de pensão e o financiamento da Infra-estrutura". *In: Infra-estrutura: perspectivas de reorganização/ financiamento*, REZENDE, F e BRUGINSKI DE PAULA, T. (orgs) (1998). Brasília. IPEA.
- FRITSCH, W. & FRANCO, G. H. (1991). "Política Industrial, de Competição e de Investimentos Estrangeiros: análise às experiências recentes e propostas de reforma. Rio de Janeiro. Centro de Estudo de Comércio Exterior.
- GAZETA MERCANTIL. *Vários números*.
- GILLAN, S. & STARKS, L. (1997). "Relationship Investing and Shareholder Activism by Institutional Investors. Working paper, University of Texas at Austin.
- GLAT, M. (1975). "Fundos de Pensão". Rio de Janeiro. IBMEC.
- GOLDENSTEIN, L. (1994). "Redescobrimo a Dependência". Rio de Janeiro. Paz e Terra.
- GOLDSMITH, R. W. (1986). "Brasil 1850-1984: Desenvolvimento Financeiro sob um Século de Inflação. São Paulo: Harper & Row do Brasil.
- GORGULHO, P. L. F. (1997). "Capital de Risco: Uma Alternativa de Financiamento às Pequenas e Médias Empresas de Base Tecnológica – O Caso do Contec". *In: Revista do BNDES*. Rio de Janeiro. V.4, N.7, p. 151-184.
- GROSSMAN, S. J. & HART (1988). "One share-One vote and Market for Corporate Control". *In: Journal financial Econ*. N.º 20, Jan./Mar.
- GUNDIN, E. (1967). "Perspectiva da Inflação Brasileira". *In: Jornal Correio da Manhã*. Rio de Janeiro, 22 de Janeiro.
- GUTTMANN, R. (1997). "The Strategic Role of Pension Funds". *In: Seminário Internacional Fundos de Pensão – Novo Fator de Desenvolvimento na América Latina*. São Paulo. UNICAMP/ABRAPP.

- HARRIS, M. & RAVIV, A. (1988) "Corporate Governance: Voting Rights and Majoritary Rules". *In: Journal financial Econ.* N.º 20, Jan/Mar.
- HARRIS, M. & RAVIV, A. (1990) "Capital Structure and Informational Role of Debt". *In: The Journal of Finance.* V.XLV, N.º 2. Jun. p. 321-349.
- HILFERDING, H. (1985). "O Capital Financeiro". Coleção 'Os Economistas'. São Paulo. Nova Cultural.
- IBGC (1998) org. "Seminário Governança Corporativa". Editado pelo Departamento de Relações Institucionais do BNDES. Rio de Janeiro, Outubro.
- JACOBS, M. T. (1991). "Short-term América". Harvard Business School Press.
- JENSEN, M. C. (1986). "Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers". *American Economics Review*, vol. 76, nº 2: 323-329.
- JENSEN, M. C. (1988). "Takeovers: Their Causes and Consequences". *In: Journal of Economic Perspectives.* V.2, N.º 1. Winter. p. 21-48.
- KARPOFF, J.; MALESTA, P. & WALKING, R. (1995). "Corporate Governance and Shareholder Initiatives: Empirical Evidence. *In: Journal of Financial Economics*, N.º. 42, p. 365-395.
- KAWAL, F. C. (1995). "O Financiamento da Infra-Estrutura: O Papel do "Project Financing". Texto para Discussão - IESP, nº 25, São Paulo, junho.
- KEYNES, J. M. (1971) "Alternatives Theories of the Rate of Interest". *In: The Collected Writings of John Maynard Keynes, (CWJMK).* V. XIV. Londres. Royal Economic Society.
- KEYNES, J. M. (1971) "The ex-ant Theory of the Rate of Interest and Money ". *In: The Collected Writings of John Maynard Keynes, (CWJMK).* V. XIV. Londres. Royal Economic Society.
- KUPFER, J. P. (2000). "As Contas Externas na Ótica do Armazém". *In: GAZETA MERCANTIL.* 17/7. p.A-3.
- KUPFER, J. P. (2000). "Rescaldos do Leilão do Banespa". *In: GAZETA MERCANTIL.* 22/11. p.A-3.
- LA PORTA, R. *et al.*(1998). "Law and Finance". *Journal of Political Economy* V. 106, N.º 6: 1.113-1.155. December.
- LETHBRIDGE, E. (1997). "Governança Corporativa". *In: Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, (VER O VOLUME E O NÚMERO), Dezembro.
- LIMA, P. M. L. L. M. (1985). "O Euromercado e a Expansão do Capital Financeiro Internacional". Dissertação de mestrado apresentada ao IE/ UNICAMP.

- LUSTOSA, E.A. (2000). "Elefantes Nadando na Banheira". *In: GAZETA MERCANTIL*. 9/8. p.A-3.
- MAGAZINER, I. C. & HOUT. T. M. (1981). "Japanese Industrial Policy". Policy Papers International Affairs N.º 15. Berkeley. Institute of International Studies University of California.
- MARTIN, K. & MCCONNELL, J. (1991). "Corporate performance, corporate takeovers, and management turnover". *In: The Journal of Finance*. V.46.
- MATIJASCIC, M. (1994) "Fundos de Pensão e Rearticulação da Economia Brasileira". Campinas, Texto de Discussão nº 40. IE/UNICAMP, Julho.
- MELLO Jr., L. R. (2000). "Privatização e Governança Empresarial no Brasil". Texto Disponível em: <www.bndes.org.br/artigos/governanca_corporativa>. Acesso em Março/2000.
- MENDONÇA DE BARROS, J. R. *et al.* (2000). "Desafios e Oportunidades para o Mercado de Capitais Brasileiro". Texto Disponível em: www.bovespa.com.br. Acesso em Janeiro/2001.
- MOREIRA, T. & CARNEIRO, M.C.F. (1994). "A Parceira Público-Privada na Infra-Estrutura Econômica". *In: Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, vol.1, nº 2, Dezembro. p.27-46.
- NITSCH, M. & SCHAWARZER, H. (1998). "De Paradigmas a Mitos: Notas sobre os Fundos de Pensão Chilenos". *In: Revista de Economia Política*, São Paulo, vol. 18, nº 2 (70), pp. 96-105, Abril/Junho.
- OECD (1995). "Financial Markets and corporate governance". *Financial Market Trends*, Paris nº 62: 13-35, Feb.
- OECD (1997a). "Main Economic Indicators". Maio.
- OECD (1997b). "Fiscal Alternatives of Moving from Unfunded to Funded Pension". Technical Papers Nº.126, August.
- O ESTADO DE SÃO PAULO. *Vários Números*.
- PADOVANO, G. (1994). "Investimento de Risco: A Realidade e os Números". *In: SÁ, T. T. (1994). "Empresa Emergente, Fundo de Investimento e Capitalização". SEBRAE, Brasília.*
- PEREIRA, F; MIRANDA, R.B. & SILVA, M.M. (1997) "Os Fundos de Pensão como Geradores de Poupança Interna". Brasília. IPEA, Maio.
- PINHEIRO, A. C. (1994). "Os fundos de pensão e o financiamento do desenvolvimento: O papel do BNDES". *In: Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v. 1, nº 2. Dez. p.47-76.
- PRADO, M. C. R. M. (2000). "A Primeira Década do Século XXI". *In: GAZETA MERCANTIL*. 6/1. p.A-3.

- PROWSE, S. (1992). "The Structure of Corporate Ownership in Japan". *In: The Journal of Finance*. V. XLVII, Nº.3. July. p. 1121-1140.
- RABELO, F. M. (1998). "Fundos de Pensão, Mercado de Capitais e Corporate Governance: Lições para os Mercados Emergentes". *In: Revista de Administração de Empresas*. São Paulo, vol 38, nº 1, Jan/Mar.
- RAIMUNDO, L.C. (1997). "O Potencial dos Fundos de Pensão Nacionais na Construção de um Novo Padrão de Financiamento para a Economia Brasileira nos Anos 90". Campinas. Dissertação de Mestrado, IE/UNICAMP.
- REVISTA CARTA CAPITAL. *Vários Números*.
- REVISTA DINHEIRO. *Vários Números*.
- REVISTA VEJA. *Vários Números*.
- SHLEIFER, A. & VISHNY, R. (1997). "A Survey of Corporate Governace". *In: The Journal of Finance*. V. LII, N.º 2. Jun. p. 737-783
- SHLEIFER, A. & VISHNY, R. (1988). "Value Maximization and the Acquisition Process". *In: Journal of Economic Perspectives*. V. 2, N.º 1. Winter. p. 7-20.
- SIFFERT, N.F. (1998). "Governança Corporativa: Padrões Internacionais e Evidências Empíricas no Brasil nos Anos 90". *In: Revista do BNDES*. Rio de Janeiro. V.5, N.º 9. Jun.
- SIFFERT, N.F. & SILVA, C. S. (1999). "As Grandes Empresas nos Anos 90: Respostas Estratégicas a um Cenário de Mudanças". Texto Disponível em: www.bndes.org.br/artigos/governanca_corporativa. Acesso em Março/2000.
- SIMONSEN, M. H. (1965). "O Mercado de Capitais Brasileiro". E. P. E. A, Rio de Janeiro.
- SMITH, M. (1996). "Shareholder Activism by Institutional Investors: Evidence from Calpers". *In: Journal of Finance*. Nº. 51. p. 227-252.
- SIQUEIRA, T. V. (1998). "Concentração da Propriedade nas Empresas de Capital Aberto". *In: Revista do BNDES*. Rio de Janeiro.V.5, N.º 10. Dez. p.37-62.
- STUDART, R. (1999). "Pension Funds and the Financing of Productive Investments: an analysis based on Brazil's recent experience". (mimeo).
- TAVARES, M. C. (1981). "Da Substituição de Importações do Capitalismo Financeiro". Rio de Janeiro. Ed. Zahar.
- TAVARES, M. C. (1983). "O Sistema Financeiro Brasileiro e o Ciclo de Expansão Recente". *In: BELLUZO, L. G. & COUTINHO, R. (orgs.). Desenvolvimento Capitalista no Brasil – ensaios sobre a crise*. V. II. São Paulo. Brasiliense.
- TAVARES, M. C. (1986). "Acumulação de Capital e Industrialização no Brasil". Campinas. Ed. UNICAMP.

- TAVARES , M.C & FIORI, J.L. (1993). "Desajuste Global e Modernização Conservadora". Rio de Janeiro, Paz e Terra.
- TAVARES , M.C & MELIN, L.E. (1997) " A Reafirmação da Hegemonia Norte-Americana"
In: Poder e Dinheiro: Uma Economia Política da Globalização. Petrópolis,RJ. Vozes, pp. 55-86.
- TAVARES, M. C. (1998). "A Economia Política do Real". UNICAMP. Campinas, São Paulo.
- TORRES, E. T. (1983). "O Mito do Sucesso: uma análise da economia japonesa no pós-guerra (1945-73)". Texto para Discussão n. ° 37. Instituto de Economia Industrial da Universidade do Rio de Janeiro.
- TRUBEK, D. M. *et al.* (1971). "O Mercado de Capitais e os Incentivos Fiscais". Rio de Janeiro. TN-APEC.
- VARIAN, H. R. (1988). "Symposium on Takeovers. **In: Journal of Economic Perspectives.** V. 2, Nº. 1. Winter. p. 3-5.
- VIEIRA, E. R. (1998). "A Problemática do Financiamento às Micro e Pequenas Empresas: O Plano Real e Suas Implicações ao Financiamento Institucional". Uberlândia/MG. Monografia Apresentada ao I.E./UFU.
- WAHAL, S. (1996). "Pension Fund Activism and Firm Performance". **In: Journal of Financial and Quantitative Analysis.** V.31, Nº. 1. March. p.1-23
- WILLIANSOON, O. (1988). "Corporate Finance and Corporate Governance". **In: The Journal of Finance.** V. XLIII, N.º 3. July. p.567-592.
- ZONENSCHAIN, C. N. (1998). "Estruturas de Capital das Empresas no Brasil". **In: Revista do BNDES.** Rio de Janeiro.V.5, N.º 10. Dez. p.63-92.
- ZYSMAN, J. (1983). "Governments, Markets, and Growth: financial systems and the politics of industrial change". London, U.K. Cornell University Press.