

2 Revisão bibliográfica

2.1. Governança corporativa e ativismo dos investidores institucionais

Os investidores institucionais são importantes participantes dos mercados financeiros e sua influência tem sido crescente, principalmente após os movimentos de privatizações ocorridos nas diversas economias no mundo, que criaram um ambiente favorável ao desenvolvimento do sistema de fundos de pensão (GILLAN & STARKS, 2003).

A partir da década de 1980, os investidores institucionais passaram a alocar recursos nas empresas como forma de investimento de longo prazo, passando a exigir melhores práticas e fomentando o movimento em torno de governança corporativa (BECHT et al., 2003).

Os investidores institucionais, em sua grande parte, são representados por fundos de pensão, fundos de investimentos e companhias de seguros. Atualmente, ocupam a posição de maiores investidores do mercado acionário dos EUA, com investimentos da ordem US\$ 810 bilhões¹. São instituições que possuem grande disponibilidade de recursos para investimento e têm o compromisso de gerir a poupança coletiva de milhões de indivíduos.

Nesse contexto, destacam-se nos Estados Unidos: o TIAA-CREF, objeto de estudo de Carleton et al. (1998), e o CALPERS, pioneiro no movimento de melhores práticas de governança corporativa, cuja eficácia de seu ativismo foi o ponto central de diversos estudos, como o de Smith (1996) e de Nesbitt (1994, 2001).

¹ Valores em setembro/2011. Fonte: www.federalreserve.gov.

Gillan & Starks (2003) mostram que a atuação dos investidores institucionais está relacionada com o aumento da liquidez e dos preços das ações. O aumento de informações e de transparência exigidas às empresas investidas resulta em estruturas de melhor governança e maior eficácia no monitoramento. O ativismo de tais instituições resultou em mudanças de governança de boa parte das empresas americanas na década de 1990 (SILVEIRA, 2002).

Da mesma forma, Kaplan (1989) e Jensen (1986, 1988) encontraram uma relação positiva entre a valorização das empresas e o ativismo de investidores institucionais. Vitas (1998) defende que a orientação de longo prazo e a gestão profissional são benefícios substanciais para o desenvolvimento dos mercados financeiros, gerando um efeito de menor volatilidade em mercados emergentes.

Os investidores institucionais atuam indiretamente no desempenho, na medida em que acompanham as atividades dos executivos das empresas e atuam no conselho de administração. Influenciam a gestão, usam o direito de voto e até mesmo exercem pressão quanto à decisão de desinvestir na empresa (AGGARWAL et al., 2011). Nesse caso, segundo Hirschman (1971), os acionistas podem votar com os “pés”, ou seja, vender suas ações. Segundo o autor, os acionistas podem adotar três posturas: “saída” (venda das ações), “voz” (participação ativa) e “lealdade” (participação omissa).

Giannetti & Laeven (2009), examinando o ativismo dos fundos de pensão, encontraram participações minoritárias que contribuíram para o aumento de valor das empresas, mostrando que o efeito é reduzido quando participam de empresas que fazem parte de grandes grupos empresariais.

Poucos estudos abordam o ativismo de investidores institucionais fora do mercado dos EUA. Gillan & Starks (2003) concluem que os investidores institucionais são mais ativos quando atuam em seus mercados domésticos, adotando uma postura menos ativa quando atuam internacionalmente.

Contrariamente, Aggarwal et al. (2011) demonstram que os investidores institucionais têm sido especialmente eficazes quando os investimentos são feitos em países com baixa proteção aos acionistas minoritários. Além de ocupar uma posição de liderança frente aos gestores locais, eles contribuem para a convergência das boas práticas de governança corporativa em todo o mundo.

Ferreira & Matos (2008) mostram que o ativismo dos investidores institucionais está positivamente associado ao valor e desempenho das empresas quando realizam investimentos internacionais. No entanto, não afirmam diretamente que os investidores institucionais são capazes de alterar os resultados e realizar melhorias nas práticas corporativas, uma vez que têm uma forte preferência por ações de grandes empresas e de empresas com boa governança previamente estabelecida.

Estudos recentes realizados na Suécia mostram que a atuação de investidores institucionais junto aos acionistas controladores não leva à evolução dos preços de avaliação das empresas, mas sim aumentam o valor do prêmio de controle (GIANNETTI & LAEVEN, 2009).

Em mercados emergentes, Chen, Liao & Lu (2012) analisam os investimentos através de fundos de *venture capital* em Taiwan no período 1996-2005 e demonstram que sua atuação ameniza a interferência excessiva dos controladores e agregam valor na realização de oferta inicial de ações (“IPO”), por meio da melhoria da estrutura de capital e das práticas de governança corporativa.

Sarkar & Sarkar (2000) analisam o mercado indiano e concluem que a presença de grandes acionistas externos contribui para a criação de valor e redução dos conflitos de agência. Os autores demonstram que as instituições de crédito são muito importantes no monitoramento e na evolução das práticas de governança, também aumentando o valor das companhias. Eles sugerem que a participação do governo é positiva quanto ao monitoramento e melhores práticas, desde que sua participação seja neutralizada por investimentos privados.

As correntes contrárias ao ativismo dos investidores institucionais afirmam que tais organizações não têm *expertise* para assessorar a gestão de empresas (MURPHY & VAN NUYS, 1994), e que sua interferência inibe o desempenho dos gestores das companhias (TIAN & LAU, 2001).

Existem ainda estudos que abordam os efeitos das participações acionárias do governo no capital das empresas, como, por exemplo, o de Shleifer & Vishny (1994). A maioria dos estudos contempla fundos de pensão estatais, não abordando bancos de desenvolvimento. Algumas pesquisas analisam o ativismo de bancos de desenvolvimento, mas poucos são os que abordam este agente como detentor de participações acionárias (LAZZARINI & MUSACCHIO, 2011).

Estudiosos, por diversas vezes, citam os objetivos políticos da participação estatal nas companhias (SHLEIFER & VISHNY, 1994) e que seus gestores não têm nenhum incentivo para melhorar seu desempenho e, portanto, executam mal o poder de controle (EHRLICH. et al.,1994); (KARPOFF, 2001). Shleifer & Vishny (1994) argumentam que a posição estatal minoritária no capital das empresas evita as distorções políticas que muitas vezes acompanham o controle estatal das corporações.

Diante desta perspectiva, diversos estudos empíricos encontram fragilidades na atuação governamental no capital de empresas privadas: Boardman & Vining (1989); Kikeri et al. (1992); La Porta & Lopez-de-Silanes (1999) e, no Brasil, Anuatti Neto et al. (2005). Há muitos trabalhos que comparam o desempenho de empresas privadas com o de empresas estatais, mas existem poucos estudos que abordam os efeitos de ter o governo como acionista minoritário em empresas privadas.

Aghion (1999), Torres (2009) e Yeyati et al. (2004) estudaram a contribuição de bancos de desenvolvimento na redução das barreiras e restrições de crédito nos países emergentes, mas não examinaram a participação de tais bancos como investidores de ações.

Paralelamente, pesquisas verificaram a importância de bancos de desenvolvimento como veículos de política industrial e fornecimento de capital de longo prazo para projetos que envolvem riscos diferenciados, como, por exemplo, o trabalho de Rodrik (2004).

Assim como os trabalhos de Smith (1996), Nesbitt (1994, 2001) e Carleton et al. (1998), que examinaram a atuação de relevantes investidores institucionais, como CALPERS e TIAA-CREF respectivamente, a presente dissertação pretende analisar a influência de um importante investidor institucional no mercado brasileiro, o BNDES.

2.2. Governança corporativa e investidores institucionais no Brasil

A concentração de propriedade ainda é uma característica predominante na estrutura de governança corporativa no Brasil. As estruturas de propriedades existentes são o reflexo do ambiente jurídico e legal do país (LA PORTA; et al., 1998). Na maioria das empresas, o controle está concentrado nos grupos familiares.

Como consequência da alta concentração da propriedade (principalmente das ações com direito a voto), o principal problema de governança ocorre entre acionistas controladores e outros fornecedores de recursos financeiros, que são os acionistas minoritários e os credores de longo prazo (SILVEIRA, 2004).

Outro aspecto importante são as estruturas piramidais (LA PORTA; et al., 1999), com a constituição de *holdings* que permitem que acionistas controlem as empresas com baixa exposição de capital. Neste caso, perde-se o efeito do “papel dos grandes investidores”, que se configura quando o controlador aplica grande quantidade de recursos, com alta exposição de risco e todos os seus esforços gerenciais estão voltados para a empresa (SILVEIRA, 2002).

No Brasil, os incentivos governamentais realizados no passado estimularam a entrada de muitas empresas no mercado de capitais. Certamente, algumas dessas empresas não estariam participando do mercado, caso não fosse tal incentivo. Como resultado, encontramos um alto índice de ações sem direito a voto, o que demonstra ainda certa fragilidade quando analisados os aspectos de governança corporativa.

No entanto, nos últimos anos, algumas iniciativas de adequação foram essenciais para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, tais como a aprovação da Lei nº 10.303/2001, conhecida como a “Nova Lei das S.As.”; a criação dos códigos de governança corporativa do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) e da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), e o lançamento dos níveis diferenciados de governança da BM&FBOVESPA.

Outro fator que gerou grande efeito na modernização dos mecanismos de governança no Brasil foi o crescimento dos investidores institucionais, particularmente fundos de pensão (RABELO & VASCONCELOS, 2002). Quando considerado o processo de privatização iniciado na década de 1990, fica clara a importância deste grupo na participação dos blocos de controle de grandes empresas.

Bebchuck & Weisbach (2009) argumentam que os fundos de pensão são potencialmente grandes provedores de financiamento para as companhias e devem ser exigentes quanto aos padrões de transparência, gestão, divulgação e proteção ao acionista minoritário.

No Brasil, em março de 2011, o valor total dos ativos das 368 entidades de previdência privada (274 são fundos de pensão) somou US\$ 347 bilhões, representando 15% do PIB brasileiro². Considerando os fundos de pensão, do total de suas aplicações, 59,8% estavam alocados em investimentos de renda fixa e 31,8% em renda variável. Os três maiores fundos de pensão brasileiros são a PREVI, a PETROS e a FUNCEF, todos patrocinados por empresas estatais, com ativos de R\$ 154,6 bilhões, R\$ 52,9 bilhões e R\$ 44,6 bilhões, respectivamente.

Existem poucos trabalhos publicados sobre o ativismo dos investidores institucionais no Brasil. Santoro (2007) estudou a diversificação e o crescimento dos fundos de pensão, deslocando investimentos em renda fixa para investimentos em participação acionária, enfatizando o ativismo da PREVI e da FUNCEF.

Kepp (1996) observou a mudança na estratégia da PREVI, priorizando o mercado acionário em vez dos investimentos em blocos de controle de grandes empresas, em função da atratividade dos preços das ações no mercado de capitais no período contemplado pelo estudo. Jesus (2004) realizou um estudo sobre a PREVI e a formação de mecanismos atrelados à governança corporativa.

Crisostomo & Gonzalez (2006) mostram que, no período de 1995 a 2002, os fundos de pensão brasileiros aumentaram sua presença no capital votante de empresas abertas e sugerem que tais empresas apresentaram melhores índices de desempenho.

² Fonte: Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar – ABRAPP.

Quanto ao ativismo dos fundos de pensão brasileiros no que se refere à governança corporativa, Punsuvo, Kayo & Barros (2007) mostram uma relação negativa entre as participações acionárias dos fundos de pensão e a qualidade da governança das empresas investidas.

Silveira (2011) analisa o papel dos investidores institucionais na governança de 239 companhias brasileiras nos anos de 2010 e 2011. Os resultados indicam que a atuação dos investidores institucionais em relação às práticas de governança não é uniforme. A presença de fundos de pensão como acionistas relevantes é associada a uma pior nota de governança, além de uma menor chance de a empresa ser listada no Novo Mercado. A presença de fundos de investimento ou de *private equity* independentes, por sua vez, é positivamente associada com melhores práticas de governança.

Em relação ao BNDES, Silveira (2011) não encontra uma nota superior de governança nem a uma probabilidade maior ou menor da empresa de estar no Novo Mercado. Vale ressaltar que, nessa pesquisa, o autor analisa 53 empresas investidas pelo BNDES em 2010 e 2011.

Em outra pesquisa, Silveira (2010a,b) analisa 35 empresas das quais o BNDES era sócio em 2009 e mostra que apenas 9 empresas se encontravam no Novo Mercado, e que, das 30 companhias que receberam os maiores desembolsos do BNDES em 2009, apenas 5 faziam parte do Novo Mercado.

Lazzarini & Musacchio (2011) e Inoue, Lazzarini e Musacchio (2011) mostram que a participação do BNDES influencia positivamente o retorno sobre ativos e os investimentos de longo prazo das empresas de 1995 a 2002, mas não em período mais recente (2003 a 2009). Lazzarini et al. (2012) analisam o apoio financeiro do BNDES através de ações e empréstimos e mostram que ele não afeta o desempenho operacional nem as decisões de investimento das empresas. Os autores concluem ainda que o BNDES apóia empresas com bom desempenho operacional e que tenham capacidade financeira de pagar os empréstimos.

Pereira (2010) mostra que, no período de 2001 a 2008, a governança, o valor e a liquidez das empresas com participação acionária do BNDES foi superior a das demais empresas listadas, e que o Banco tem conseguido cumprir seu papel de desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil.