



Luciana de Souza Lima

**Governança Corporativa, Valor e Desempenho
de Empresas com Participação Acionária de
Fundos de Pensão no Brasil**

Dissertação de Mestrado

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração de Empresas da PUC-Rio como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Administração de Empresas.

Orientador: Prof. Luiz Felipe Jacques da Motta
Co-Orientador: Prof. André Luiz Carvalhal da Silva

Rio de Janeiro
Abril de 2013



Luciana de Souza Lima

**Governança Corporativa, Valor e Desempenho
de Empresas com Participação Acionária de
Fundos de Pensão no Brasil**

Dissertação apresentada como requisito parcial para
obtenção do grau de Mestre pelo Programa de Pós-
Graduação em Administração de Empresas da PUC-Rio.
Aprovada pela Comissão Examinadora abaixo assinada.

Prof. Luiz Felipe Jacques da Motta

Orientador

Departamento de Administração – PUC-Rio

Prof. Andre Luiz Carvalho da Silva

Co-Orientador

Departamento de Administração - PUC-Rio

Prof. Marcelo Cabus Klotzle

Departamento de Administração - PUC-Rio

Prof. Martim Francisco de Oliveira e Silva

PUC-Rio

Profª. Mônica Herz

Vice-Decana de Pós-Graduação do CCS – PUC-Rio

Rio de Janeiro, 10 de abril de 2013

Todos os direitos reservados. É proibida a reprodução total ou parcial do trabalho sem a autorização da universidade, da autora e do orientador.

Luciana de Souza Lima

Graduou-se em Administração de Empresas pela UFRJ (Universidade Federal do Rio de Janeiro) em 2007. Pós-graduou-se em Análise de Conjuntura pelo Instituto de Economia da UFRJ. Trabalha na PREVI (Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil) na Gerência de Investimentos Imobiliários.

Ficha Catalográfica

Lima, Luciana de Souza

Governança corporativa, valor e desempenho de empresas com participação acionária de Fundos de pensão no Brasil / Luciana de Souza Lima ; orientador: Luiz Felipe Jacques da Motta ; co-orientador: André Luiz Carvalhal da Silva.

83f. : il. (color.) ; 30 cm

Dissertação (mestrado)—Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Departamento de Administração, 2013.

Inclui bibliografia

1. Administração – Teses. 2. Fundos de pensão. 3. Governança corporativa. 4. Desempenho. 5. Valor. I. Motta, Luiz Felipe Jacques da. II. Silva, André Luiz Carvalhal da. III. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro. Departamento de Administração. IV. Título.

CDD: 658

Aos meus pais João e Maria:
Por todo apoio e compreensão e por me ensinar o que
é a força da determinação, trabalho e honestidade.

Agradecimentos

Cada pessoa que passa na nossa vida deixa um pouco de si em nós e leva um pouco e nós. Agradeço a todos que de alguma forma estiveram presentes na minha vida até agora, especialmente durante o período do Mestrado, marcado por muitos momentos necessários de estar apenas com a própria presença e compreensão sobre a ausência daqueles que compartilham sua vida.

A todos os professores do IAG pela oportunidade de aprendizado proporcionado e aos secretários Teresa e Fábio por toda a colaboração. Agradeço também à PUC-Rio, pelos auxílios concedidos, sem os quais este trabalho não poderia ter sido realizado.

Aos membros da banca examinadora, Professores Marcelo Cabus e Martim Francisco pela contribuição e disponibilidade de tempo para a análise deste trabalho.

Ao meu orientador Professor Luiz Felipe Jacques da Motta pelo estímulo, dedicação e apoio na realização deste trabalho.

Ao meu co-orientador Professor André Luiz Carvalhal da Silva pela grande colaboração a este trabalho, pelo incentivo e generosidade de compartilhar sua didática e aulas, sobretudo pela confiança durante a oportunidade de estágio na Graduação de Administração da PUC em 2012/01, que enriqueceram imensamente minha experiência acadêmica durante o Mestrado.

A Mitchell por sua colaboração a este trabalho.

A todas as amigas conquistadas durante o mestrado, em especial Murilo Rodrigues, Ricardo Bastos, Vinícius Maia, Vinay Chaba, Bruno Eichler, Liliane Câmara e Rachel Lourenço, pela convivência e por compartilhar momentos de tensão, alegria, estudo, debates, seminários, experiências acadêmicas e profissionais.

Aos meus amigos, em especial as minhas grandes amigas Luciana Pereira e Priscilla Araujo, pelo apoio e amizade.

Às Diretorias de Investimentos e de Planejamento da PREVI, áreas em que trabalhei ao longo do Mestrado. Pelas palavras iniciais e fundamentais de motivação dadas por Marcus Madureira e Florentino Fernandes. Ao apoio e compreensão dos colegas das equipes em que trabalhei neste período – Gerência de Políticas de Investimento e Cenários (GEPOC) e Gerência de Investimentos Imobiliários (IMOB), em especial Bruno Fernandes, Cláudio de Souza, Rodrigo Boschini e Márcio Ventura.

A minha família, em especial minha prima Isabel, minha tia Rosa, minha irmã Marcela e meus pais João e Maria. Obrigada por todos os momentos de felicidade, amizade e amor.

A Deus por ter me abençoado e me iluminado ao longo da minha trajetória nesta vida.

Resumo

Lima, Luciana de Souza; Motta, Luiz Felipe Jacques da. **Governança Corporativa, Valor e Desempenho de Empresas com Participação Acionária de Fundos de Pensão no Brasil**. Rio de Janeiro, 2013. 83p. Dissertação de Mestrado – Departamento de Administração, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

Os fundos de pensão passaram a ter importante papel como articulador estratégico no controle de grandes empresas nacionais, a partir do processo de privatização iniciado nos anos 90. Desde então, as fundações adotaram uma atitude mais ativista em relação à governança corporativa através da participação em assembleias e nos assentos dos Conselhos. O estudo sobre a relação entre a participação acionária de fundos de pensão e ganhos de governança corporativa, valor e desempenho em empresas ainda é latente quando aplicado ao Brasil. Esta dissertação tem por objetivo identificar a existência de associação entre presença de fundos de pensão e a avaliação da governança corporativa, valor e desempenho das empresas que possuem participação daqueles. No período analisado, o mercado acionário brasileiro experimentou um movimento de aumento de volume de investimentos estrangeiros, de abertura de capital das empresas e de adesão aos seus segmentos especiais de governança. Os resultados da pesquisa não permitem afirmar que há relação estatisticamente significativa entre a atuação dos fundos de pensão e as práticas de governança tampouco entre a governança corporativa e o desempenho operacional e valor das empresas participadas.

Palavras-chave

Fundos de pensão; governança corporativa; desempenho; valor.

Abstract

Lima, Luciana de Souza; Motta, Luiz Felipe Jacques da (Advisor). **Corporate Governance, Value and Performance of Companies whoseshareholders are Brazilian Pension Funds**. Rio de Janeiro, 2013. 83p. MSc. Dissertation – Departamento de Administração, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

Pension funds have been given an important strategic role as the articulator in control of large national companies from the privatization process started in the 90s. Since then, the foundations have adopted an activist attitude in relation to corporate governance through participation in meetings and in the seats of the councils. Research on the relationship between ownership of pension funds and gains in corporate governance, performance and value in companies is still lagging when applied to Brazil. This paper aims to identify the association between the presence of pension funds and evaluation of corporate governance, performance and value of companies. Over the last decade, the Brazilian stock market has experienced a movement of increased volume from foreign investment, increased capital investment from local companies and their adherence to special segments of governance. We do not find any significant influence that the presence of the Brazilian pension funds as relevant shareholders is associated to higher corporate governance scores neither between corporate governance and performance and value of Brazilian companies.

Keywords

Pension funds; corporate governance; performance; value.

Sumário

1. Introdução	13
1.1. Relevância do Estudo	14
1.2. Objetivos do Estudo	16
1.3. Delimitações do Estudo	16
1.4. Estrutura da Dissertação	17
2. Referencial Teórico	18
2.1. Governança Corporativa	18
2.2. Governança Corporativa no Brasil	21
2.3. Fundos de Pensão no Brasil	26
2.3.1. Os Maiores Fundos de Pensão no Brasil	31
2.4. Ativismo dos Fundos de Pensão	33
2.5. Ativismo dos Fundos de Pensão no Brasil	35
2.6. Governança Corporativa, Valor e Desempenho	39
2.7. Fundos de Pensão e a Governança Corporativa, Desempenho e Valor no Brasil	41
2.8. Hipóteses a serem Testadas	43
3. Metodologia	45
3.1. Universo e Amostra	45
3.2. Coleta de Dados	47
3.3. Definição das Variáveis	48
3.4. Tratamento dos Dados	50
4. Resultados	53
4.1. Descrição dos Resultados	53
4.2. Análise dos Resultados	61
5. Conclusão	68
6. Referências Bibliográficas	73
Apêndice	77

Lista de figuras

Figura 1: Gráfico da Evolução dos Ativos e Renda Variável dos FP no 27
Brasil

Lista de tabelas

Tabela 1: Comparação dos Segmentos Especiais de Listagem da BM&FBovespa	23
Tabela 2: Relação dos Cinco Maiores Fundos de Pensão no Brasil em 2011	28
Tabela 3: Alocação Máxima para os Segmentos de Investimento das EFPC	29
Tabela 4: Alocação dos Segmentos de Investimento dos Fundos de Pensão	30
Tabela 5: Rentabilidade por Segmentos dos Fundos de Pensão	31
Tabela 6: Amostra das Empresas dos Fundos de Pensão e do IBrX	47
Tabela 7: Índice de Governança Corporativo aplicado às empresas brasileiras	49
Tabela 8: Amostra de empresas com participação dos FP no capital acionário	54
Tabela 9: Estatística da Participação dos FP no capital das empresas	55
Tabela 10: Estatística descritiva de governança das empresas com participação de FP	56
Tabela 11: Estatística descritiva de governança das empresas com FP no controle	57
Tabela 12: Estatística descritiva de governança das empresas listadas no IBrX	58
Tabela 13: Estatística de governança das empresas no IBrX sem participação de FP	59
Tabela 14: Estatística de governança das empresas do IBrX sem FP no controle	60
Tabela 15: Diferença de Médias de Governança entre Amostras com FP e IBrX	61
Tabela 16: Matriz de Correlação entre as variáveis das empresas com FP no capital	63
Tabela 17: Matriz de Correlação das empresas com FP no Controle	64
Tabela 18: Resultado do Painel das empresas com FP no capital acionário	66

Lista de Acrônimos

ABRAPP	Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar
CALPERS	<i>California Public Employees Retirement System</i>
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
CMN	Conselho Monetário Nacional
FP	Fundos de Pensão
EFPC	Entidades Fechadas de Previdência Complementar
IBrX	Índice Brasil 100
IBGC	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
IGC	Índice de Governança Corporativa
BM&FBovespa	Bolsa de Mercadorias & Futuro e Bolsa de Valores de São Paulo
PREVI	Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil
PETROS	Fundo de Pensão dos Funcionários da Petrobrás
FUNCEF	Fundação dos Economistas Federais
VALIA	Fundo de Pensão dos Funcionários da Vale
FUNCESP	Fundação CESP

Intenção sem ação é mera ilusão.

1

Introdução

O estudo teórico sobre a relação entre a participação acionária de fundos de pensão e ganhos de governança corporativa, valor e desempenho em empresas ainda é latente quando aplicado ao Brasil. Este contexto torna-se mais forte no que diz respeito à expressiva participação que alguns fundos de pensão possuem em grandes empresas brasileiras, seja por via direta ou indireta.

Para Denis e McConnell (2003), a governança corporativa pode ser definida como um conjunto de mecanismos, institucionais e baseados pelo mercado, que induz os agentes a tomarem as decisões que maximizem o valor da companhia para os acionistas.

De acordo com Gillan e Starks (1998), os acionistas costumam adotar diferentes estratégias de acordo com o seu grau de participação na propriedade e interesse em manter-se nela.

Nos países onde há uma grande concentração de propriedade, os investidores institucionais que atuam de forma ativa representam uma importante figura para disseminar a importância da governança nas companhias, influenciando o rumo da administração e monitorando os seus resultados, de forma a obter melhores retornos das companhias em que eles investem.

O mercado acionário e as práticas de governança corporativa no Brasil apresentaram expressivos avanços de maturidade nos últimos anos. A promulgação da Nova Lei das Sociedades Anônimas nº 11.638 em 2007, a criação do Novo Mercado pela BM&FBovespa em 2001, e de Códigos e Manual de Governança Corporativa por importantes instituições como, respectivamente, o Instituto Brasileiro

de Governança Corporativa (IBGC) e Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil (PREVI) e Fundação dos Economistas Federais (FUNCEF), já suscitam a possibilidade desse tipo de investigação.

A estabilidade monetária e o avanço da economia brasileira a partir da última década reduziram o risco-país e contribuíram também na atração de grande fluxo de investimentos estrangeiros para o mercado acionário brasileiro, embora muitas vezes os investimentos sejam de curto prazo. Em 2001, os investidores estrangeiros representavam 25% do volume financeiro total negociado da BM&FBovespa. Em 2011, a participação saltou para 33%.

Os fundos de pensão aumentaram suas participações em importantes empresas brasileiras, a partir do processo de privatização no Brasil, iniciado na década de 90. Ao mesmo tempo, tornou-se possível uma participação mais efetiva por parte desses investidores institucionais na governança dessas empresas, com algumas atuações de ativismo já transformadas em *cases* na história da governança corporativa brasileira, como, por exemplo, as companhias Brasil *Foods* S/A e a Oi S/A.

1.1

Relevância do estudo

Atribui-se aos fundos de pensão no Brasil uma expressiva responsabilidade na geração de valor e nos rumos dos segmentos produtivos do país pelo elevado montante de capital total investido e quantidade de participação acionária nas empresas brasileiras de capital aberto.

Nas principais economias mundiais, o principal conflito de interesses nas empresas dá-se entre dirigentes e conselho. No Brasil, onde há concentração de controle, e ainda há a possibilidade de estrutura acionária composta por ações ordinárias e preferenciais, o principal conflito nas companhias muitas vezes se dá entre os acionistas controladores e os minoritários (CARVALHAL, 2006).

Monks e Minow (2004) argumentam que os fundos de pensão possuem um incentivo natural a promover o ativismo, pois são gestores financeiros que devem rentabilizar adequadamente as contribuições dos participantes, sob-risco de poderem lesar seus clientes.

Como os fundos de pensão têm obrigações de longo prazo, a alternativa de influenciar o controle da companhia, em vez de sair dela, pode passar a ser mais viável economicamente. Os acionistas minoritários, devido a seu tamanho reduzido e da fraca capacidade de monitoramento, beneficiam-se das ações tomadas pelos fundos de pensão sem despendendo, diretamente, seus próprios recursos ou esforços, conhecido como efeito *free rider*.

A presença de Fundos de Pensão no capital acionário pode representar, para alguns investidores, uma forma de mitigar riscos de governança, uma vez que esses investidores institucionais costumam possuir participação relevante no capital das empresas, de modo que tenham maior capacidade de assumir posições, seja nas assembleias como em representação na administração, a ponto de exercerem “voz” dentro das companhias.

Se o resultado for significativo, pode-se apontar que no Brasil, independente de presença do governo nos fundos de pensão, esses investidores institucionais buscam o aprimoramento não somente da governança como apontado por Gillan e Starks (1998) em mercados desenvolvidos, como também pela performance da empresa e criação de valor, o que pode ser um fator seletivo positivo para outros investidores.

Desse modo, a constatação de relação estatisticamente significativa entre participação dos Fundos de Pensão e as variáveis de governança, desempenho e valor das companhias de capital aberto pode representar, para empresas de capital fechado que analisem a entrada de fundos de *private equity* com participação desses investidores institucionais no seu capital, uma possibilidade de melhoria de sua governança, desempenho e valor antes de abrir seu capital ao público.

1.2

Objetivos do estudo

O objetivo deste estudo é o de buscar identificar se há relação entre a participação acionária de fundos de pensão nas empresas e a governança, desempenho e criação de valor dessas.

Desta forma, identificaram-se os seguintes tópicos relevantes relacionados a esta temática:

1. Examinar se empresas com presença de fundos de pensão têm melhores indicadores de governança comparando amostras com e sem participação desse tipo de investidor institucional;
2. Avaliar se a presença de fundo de pensão na participação acionária de empresas no Brasil tem relação estatisticamente significativa com a governança, valor e desempenho das empresas participadas;
3. Investigar se as empresas com participação no controle pelos fundos de possuem melhor governança, valor e desempenho.

1.3

Delimitações do estudo

A pesquisa limita-se a análise das empresas com capital aberto brasileiras que tenham participação acionária dos cinco maiores fundos de pensão do Brasil: PREVI, PETROS, FUNCEF, FUNCESP e VALIA, seja por via direta ou indireta, comparando-as com empresas que compuseram a carteira teórica do Índice Brasil 100 (IBrX) da BM&FBovespa nos anos de 2005, 2008 e 2011.

O período analisado compreendeu desde a valorização pujante da Bolsa, com recorde de abertura de capital das empresas, alcance do grau de investimento pelo Brasil, aumento do volume de investimentos estrangeiros e de adesão aos níveis de governança da BM&FBovespa até a crise econômica mundial.

A governança será analisada sob a ótica de propriedade e controle, utilizando a metodologia do Índice de Práticas de Governança Corporativa para firmas brasileiras de Leal e Carvalhal (2005). Os indicadores de desempenho operacional e criação de valor serão determinados a partir daqueles mais referenciados na literatura, a partir do universo temático estudado já consolidado.

1.4

Estrutura da Dissertação

A pesquisa é composta, além desta parte introdutória, por uma seção de referencial teórico, em que são apresentados os principais conceitos e resultados encontrados em estudos anteriores sobre governança corporativa, fundos de pensão, atuação desse tipo de investidor institucional nas empresas participadas no mundo e no Brasil e a relação entre governança, valor e desempenho nas empresas com participação acionária de fundos de pensão. Em seguida, será apresentada a metodologia, dados, os resultados da pesquisa e sua análise. Por fim, serão explicitadas as conclusões e sugestões de estudos para evolução do tema.

2

Referencial Teórico

Nesta seção será apresentado o Referencial Teórico utilizado no estudo. O mesmo comportará os principais conceitos referentes à governança corporativa no mundo e a observada no Brasil, e sua relação com o desempenho e valor de empresas. Por fim, será revisado o ativismo de fundos de pensão no mundo e no Brasil e seus reflexos na governança corporativa, desempenho e valor das empresas participadas.

2.1

Governança Corporativa

A governança corporativa pode ser descrita como um conjunto de princípios e práticas que procuram minimizar os potenciais conflitos de interesse entre os diferentes agentes da companhia - Acionistas ou Cotistas, Conselho de Administração, Diretoria, Auditoria Independente, Conselho Fiscal, outras partes interessadas e a sociedade em geral, com a finalidade de:

- Melhorar a gestão da companhia e o seu desempenho;
- Melhorar o processo decisório na alta administração;
- Melhorar a imagem institucional
- Facilitar o acesso ao capital a custos mais baixos;
- Aumentar o valor da empresa e o retorno para seus acionistas;
- Contribuir para a perenidade da organização;
- Aumentar seu valor para a sociedade em que está inserida.

Shleifer e Vishny (1986) argumentam que a governança corporativa assegura o retorno dos investimentos realizados, reduz a ineficiência da alocação de recursos e incentiva os investidores a aumentarem suas participações na empresa. Os autores afirmam que os dois determinantes da governança corporativa são a estrutura de controle e propriedade e a proteção legal.

La Porta *et al.* (2000) classificaram os modelos de governança corporativa em diversos países do mundo de acordo com os sistemas jurídicos de cada um. Basicamente, existem duas correntes principais: *common law* – direito comum, denominado como modelo anglo-saxão e seguido na maioria dos países de língua inglesa, baseada na jurisprudência e o *civil law* – direito civil, modelo nipo-germânico, fundamentado no direito romano, baseada no direito codificado.

Atualmente, não se encontra os modelos anglo-saxão e nipo-germânico em sua forma pura. No intervalo desses dois modelos, situam-se sistemas intermediários, presentes especialmente nos países em desenvolvimento, entre eles o Brasil (Carvalho, 2006).

Uma das conclusões do estudo de La Porta *et al.* (1998,1999) é que diferenças no grau de proteção dos direitos dos acionistas podem explicar alguns contrastes como o grau de concentração de propriedade, a liquidez no mercado secundário, o tamanho relativo de cada mercado, as políticas de dividendos e o acesso a financiamento externo, observados entre as características dos diversos mercados de capitais nacionais. Os autores demonstraram que os acionistas estão mais bem protegidos contra expropriações promovidas por executivos ou acionistas controladores em nações com sistema jurídico do tipo direito comum.

Inicialmente, a concepção de modelo de governança corporativa das empresas modernas era baseada no estudo de Berle e Means (1932) que observaram, na estrutura de propriedade das empresas norte-americanas, a predominância de empresas de capital aberto com propriedade dispersa entre vários acionistas minoritários. Sob essa ótica, os conflitos de agência configuravam-se entre o agente – os administradores da empresa e o principal – os acionistas.

No entanto, La Porta *et al.* (1999), identificaram em uma amostra de 27 países desenvolvidos que, exceto em economias com grande proteção legal ao acionista, há concentração de controle das companhias, com as firmas tipicamente controladas por famílias ou o Estado.

Na definição de Jensen e Meckling (1976), a teoria da agência visa solucionar os conflitos entre o agente e o principal, que por serem racionais buscarão sempre maximizar suas funções utilidades, as quais nem sempre são coincidentes, e dessa forma se origina o problema da agência. Jensen e Meckling (1976) comentam que na medida em que aumentam os custos de monitoramento, denominado custo da agência para os acionistas, aumenta-se o grau de alinhamento entre as decisões do agente e do principal, reduzindo assim, o conflito entre ambos. Nesse contexto, a governança corporativa surge como uma das formas de se mitigar os conflitos de interesse gerados pela separação entre propriedade e gestão de uma empresa.

A governança dispõe de mecanismos internos ou externos que buscam contribuir para o alinhamento dos interesses entre principal e agentes. Jensen (1988) aponta como um importante mecanismo externo o comportamento do preço das ações, que pode limitar as ações discricionárias dos gestores uma vez que decisões mal tomadas podem reduzir o valor de mercado da empresa. Jensen (1988) e Denis e McConnell (2003), argumentam que a possibilidade de aquisições hostis, por meio das quais as empresas com desempenho insatisfatório podem ser ter seu controle tomado por outras empresas mais eficientes, é outro mecanismo externo de governança. Ademais, a empresa também dispõe de mecanismos internos com vistas a alinhar os interesses, como a auditoria e os Conselhos de Administração e Fiscal.

Não obstante, Shleifer e Vishny (1986) afirmam que, mesmo na hipótese dos acionistas elegerem os membros do conselho de administração, os indivíduos eleitos não necessariamente podem representar os interesses do principal. É relevante que o conselho seja predominantemente formado por membros externos, garantindo, assim, a sua independência em relação aos diretores executivos. Além disso, foi observado que o tamanho do conselho também parece exercer influência sobre o desempenho das empresas.

Denis e McConnell (2003) apontam que a estrutura acionária da empresa e o tamanho da posição de cada investidor são relevantes mecanismos internos de governança, visto que os investidores podem exercer algum controle sobre a empresa.

La Porta *et al.* (1999) concluem que, como a concentração da propriedade parece ser um mecanismo importante para assegurar o retorno dos investimentos nos países com menor proteção legal, nesses ambientes os empreendedores lançam mão de diversos mecanismos para aumentar o capital próprio da empresa, mantendo seu direito de controle sobre ela.

Thomsen e Pedersen (1997) afirmam que a concentração da propriedade por parte de grandes acionistas os incentiva a tomarem uma posição ativa, pelo interesse no desempenho da firma. Já a separação entre controle e propriedade pode incentivar a expropriação dos acionistas minoritários.

Kappler e Love (2002) verificam a existência de uma grande variação da qualidade da governança corporativa entre empresas submetidas a um mesmo ambiente contratual. Esta abordagem também defendida por Himmelberg *et al.* (1999) propõe que a proteção ao investidor, além de possuir um componente externo relacionado ao ambiente legal onde a empresa está inserida (proteção legal), possui um componente interno relacionado ao tipo de atividade e a outras características da companhia (proteção endógena). Entre os aspectos endógenos citados como determinantes da governança corporativa, destacam-se a utilidade da governança corporativa, a natureza das operações e o tamanho da companhia.

2.2

Governança Corporativa no Brasil

Os direitos de fluxo de caixa (propriedade) e de voto (controle) no Brasil podem ser bastante diferentes. De acordo com Carvalhal (2006), existem três formas principais de reduzir a propriedade sem perder o controle:

- Emitir ações sem direito a voto ou com direitos inferiores de voto;

- Estruturar acordos de acionistas sobre o exercício do direito a voto ou do poder de controle;
- Estruturar pirâmides - as quais consistem em manter o controle de uma empresa de capital aberto que seja controladora de outra empresa de mesma natureza, ou mecanismos de participação cruzada - pelos quais uma empresa controlada por outra possui ações da sua controladora.

Leal e Valadares (2002) argumentam que a emissão de ações preferenciais atua como o principal mecanismo de separação entre a propriedade e controle nas companhias brasileiras de capital aberto, permitindo aos acionistas majoritários manterem o controle com participação no capital da empresa menor do que seria necessário se todas as ações possuísem igual poder de controle e, consequentemente, aumentando o incentivo para expropriação da riqueza dos pequenos investidores.

Os acionistas controladores em geral têm poder sobre as empresas significativamente superiores a seus direitos sobre o fluxo de caixa, principalmente através da estrutura acionária de pirâmides e participação na administração da empresa. Assim, como observado por Carvalho (2002), os problemas de agência deixam de ser entre administradores e acionistas e sim entre acionistas controladores e minoritários.

As práticas de governança corporativa no Brasil ainda são recentes, embora tenham se desenvolvido bastante. Iniciativas como a criação do Novo Mercado da BM&FBovespa, a nova Lei das S.A., o código de boas práticas do IBGC, as recomendações da CVM sobre governança corporativa e o ativismo de investidores institucionais, buscaram aumentar os direitos dos acionistas minoritários e a qualidade da informação fornecida pelas companhias.

Valadares e Leal (2000) argumentam que no Brasil se observa um maior conflito entre acionistas controladores e minoritários e que a elevada concentração de propriedade acionária no Brasil reflete nos conflitos de interesse e na independência do conselho:

“Os conflitos mais relevantes no Brasil são observados na relação de acionistas majoritários com minoritários. A independência do conselho está ligada a maior ou menor influência dos acionistas controladores sobre seus membros, e não necessariamente àquela exercida pelos executivos, como em países cuja propriedade é dispersa.”

Conforme publicado no site do BM&FBovespa (2011), os segmentos especiais de listagem do mercado de ações (Novo Mercado, Nível 2, Nível 1 e Bovespa Mais) foram criados na década de 2000, no momento em que a Bolsa percebeu que, para desenvolver o mercado de capitais brasileiro era preciso ter segmentos de listagem com regras rígidas de governança corporativa, visando reduzir o risco dos investidores. A tabela a seguir lista as diferenças entre os segmentos.

Tabela 1: Comparação dos Segmentos Especiais de Listagem da BM&FBovespa

	NOVO MERCADO	NÍVEL 2	NÍVEL 1	BOVESPA MAIS	TRADICIONAL
Características das Ações Emitidas	Permite a existência somente de ações ON	Permite a existência de ações ON e PN (com direitos adicionais)	Permite a existência de ações ON e PN (conforme legislação)	Somente ações ON podem ser negociadas e emitidas, mas é permitida a existência de PN	Permite a existência de ações ON e PN (conforme legislação)
Percentual Mínimo de Ações em Circulação (free float)	No mínimo 25% de free float			25% de free float até o 7º ano de listagem, ou condições mínimas de liquidez	Não há regra
Distribuições públicas de ações	Esforços de dispersão acionária			Não há regra	
Vedação a disposições estatutárias (a partir de 10/05/2011)	Limitação de voto inferior a 5% do capital, quorum qualificado e "cláusulas pétreas"		Não há regra		
Composição do Conselho de Administração	Mínimo de 5 membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes com mandato unificado de até 2 anos		Mínimo de 3 membros (conforme legislação)		
Vedação à acumulação de cargos (a partir de 10/05/2011)	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão)			Não há regra	
Obrigações do Conselho de Administração (a partir de 10/05/2011)	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações da companhia		Não há regra		
Demonstrações Financeiras	Traduzidas para o inglês		Conforme legislação		
Reunião pública anual e calendário de eventos corporativos	Obrigatório			Facultativo	
Divulgação adicional de informações (a partir de 10/05/2011)	Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta			Não há regra	
Concessão de Tag Along	100% para ações ON	100% para ações ON e PN 100% para ações ON e 80% para PN (até 09/05/2011)	80% para ações ON (conforme legislação)	100% para ações ON	80% para ações ON (conforme legislação)
Oferta pública de aquisição de ações no mínimo pelo valor econômico	Obrigatoriedade em caso de fechamento de capital ou saída do segmento		Conforme legislação	Obrigatoriedade em caso de fechamento de capital ou saída do segmento	Conforme legislação
Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado	Obrigatório		Facultativo	Obrigatório	Facultativo

Fonte: BM&FBovespa (2012)

Carvalho (2004) identificou que a maior parte das empresas brasileiras de capital aberto é controlada principalmente por grupos familiares. Os acordos de acionistas estão presentes em 23% das companhias analisadas. A maioria das empresas possui estrutura de pirâmides e em média, 53% das ações emitidas por uma empresa são ordinárias e 47% preferenciais. O acionista controlador possui 72% das ações ordinárias, mas apenas 28% das preferenciais e 56% do total de ações. A relação entre o controle e a propriedade é de 1,29, ou seja, cada ação detida pelo controlador lhe confere 1,29 votos.

Leal (2004) reporta que mais de 80% das empresas brasileiras apresentam algum tipo de estrutura indireta de controle e o grau de alavancagem dos direitos de voto, através do uso dessas estruturas e de ações não votantes, é severo.

Carvalho (2005) analisou uma amostra de 225 empresas brasileiras e os resultados mostraram um alto grau de concentração do capital e uma diferença razoável entre o percentual de votos e de capital total nas mãos dos grandes acionistas. Mais de 90% das companhias nacionais tem um acionista controlador, que possui diretamente 72% do capital votante e 51% do capital total. Ao se considerar os cinco maiores acionistas, a participação sobe para 87% do capital votante e 63% do capital total. Na forma de controle indireto, as participações são de 66% do capital votante e 38% do capital total, o que indica a utilização de estruturas piramidais para manter o controle com investimento reduzido na empresa.

Em relação à estrutura observada nas empresas, Carvalho (2006, p35) observa:

“A maioria das empresas brasileiras ainda têm uma estrutura não condizente com o que são consideradas as melhores práticas de governança corporativa: violação do princípio uma ação=um voto; dependência dos conselheiros de administração a grupos limitados de acionistas pelos quais são indicados; gestão familiar não profissional; falta de transparência; ausência de instrumentos adequados de supervisão das companhias; restrições aos direitos dos acionistas minoritários, de modo que a presença do acionista controlador continue forte.”

Existe considerável evidência da expropriação de acionistas minoritários e um elevado prêmio de controle no Brasil (NENOVA, 2001; SAILTO, 2000; VALADARES, 1998). Nenova (2001) documenta que o prêmio de controle dobrou

após a remoção dos direitos de *tag along* em 1997 por meio de uma mudança na legislação corporativa introduzida pelo governo para facilitar a transferência de controle nas privatizações. Quando os direitos dos acionistas minoritários foram parcialmente restabelecidos em 1999, o prêmio de controle declinou. Outra evidência de expropriação é a utilização de pirâmides.

Carvalho e Leal (2005) construíram o Índice de Governança Corporativa, denominado IGC, para fornecer diferentes atributos de governança corporativa das firmas brasileiras, que não são exigidas pela legislação, mas baseado nas recomendações do IBGC, da CVM e da BM&FBovespa que são consideradas como boas práticas de governança corporativa pelos padrões internacionais.

Carvalho e Leal (2005) sinalizam que o entendimento das estruturas de governança corporativa é muito importante, pois ela influencia diretamente a eficiência do mercado de controle corporativo e pode ter um impacto positivo no valor e desempenho da firma.

Os autores analisaram a relação entre práticas de governança corporativa, valor de mercado e desempenho operacional, utilizando como amostra as empresas listadas na Bolsa no período de 1998 a 2002, medindo a governança pelo IGC, o valor de mercado pelo Q de Tobin¹ e o desempenho operacional calculado pelo Retorno sobre os ativos (ROA)². Os resultados indicam um alto grau de concentração do capital votante e total, e uma significativa diferença entre o percentual de capital votante e total detido pelos controladores. Também é identificado que firmas com boas práticas de governança corporativa têm um desempenho significativamente superior. Existe também uma relação positiva entre o Q de Tobin e melhores práticas de governança, ainda que os resultados não sejam estatisticamente significativos.

¹ Medida de valor relativo construído pela razão entre o valor de mercado dos ativos e o custo de reposição destes. A estimativa mais utilizada do numerador do Q de Tobin é o valor contábil dos ativos menos o valor patrimonial das ações somado ao valor de mercado das ações. O denominador é normalmente medido pelo valor contábil dos ativos (CARVALHAL, 2006).

² Razão entre o lucro operacional e o ativo total da empresa.

Silveira e Barros (2008) investigam os fatores que fazem com que algumas empresas apresentem um nível de governança corporativa maior do que outras submetidas a um mesmo ambiente contratual. Construiu-se um índice de governança corporativa com base em quatro dimensões: acesso às informações; conteúdo das informações; estrutura do Conselho de Administração; e estrutura de propriedade e controle.

Os resultados sugerem que a estrutura de propriedade influencia o nível de governança corporativa. Especificamente, encontrou-se uma relação negativa significativa entre o direito de controle do acionista controlador e o nível de governança. A mesma relação negativa foi obtida entre o excesso de direito de controle em relação ao direito sobre o fluxo de caixa em posse do controlador e o nível de governança corporativa. As análises indicam ainda que as empresas maiores, emissoras de ADRs e com melhor desempenho apresentam, em média, melhor nível de governança corporativa. A adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa da Bovespa não parece influenciar a governança das empresas.

2.3

Fundos de Pensão no Brasil

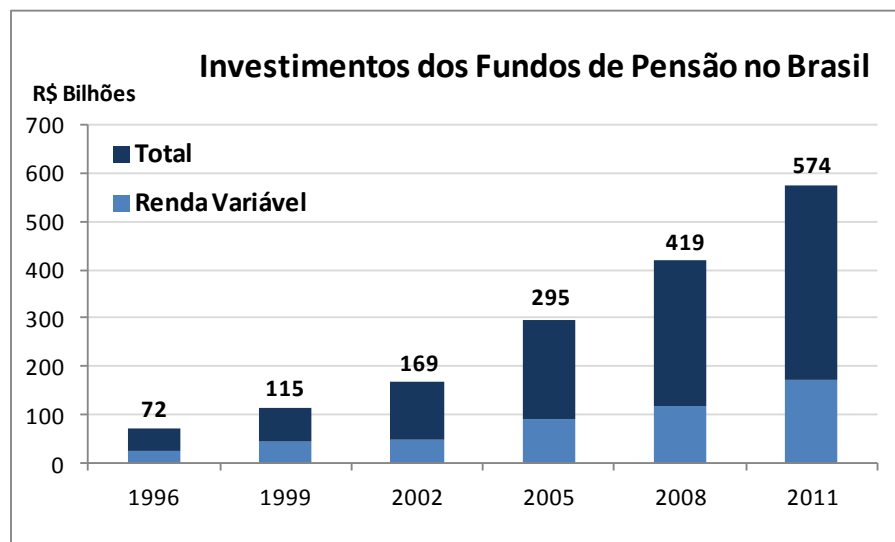
Os Fundos de Pensão, denominados como Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPC), são administradores de recursos de terceiros - os participantes ou assistidos, constituídos na forma de fundação ou sociedade civil, com objetivo de conceder benefícios complementares aos da previdência social oficial.

Além de seu papel social, as entidades possuem uma função econômica relevante como investidores institucionais, uma vez que suas obrigações são de longo prazo, tornando-se fontes de liquidez de longo prazo seja na geração de poupança interna, no capital produtivo da economia e no mercado de capitais.

O setor de previdência complementar fechada no Brasil reuniu 268 entidades no fim de 2011, cuja soma de seus ativos totais correspondeu a R\$ 574 bilhões

(ABRAPP, 2012). Esse montante corresponde a 15% do PIB brasileiro em valores correntes no mesmo período de comparação, deixando claro seu papel relevante na economia brasileira.

Figura 1. Gráfico da Evolução dos Ativos e Renda Variável dos FP no Brasil



Fonte: ABRAPP (2012)

De acordo com a ABRAPP (2012), os recursos aplicados em renda variável em dezembro de 2011 representavam 30% dos investimentos das entidades. Destes, 14% estão investidos em ações e 16 % em fundos de investimentos destinados a renda variável.

A soma dos ativos dos cinco maiores fundos de pensão do Brasil: PREVI, Fundo de Pensão dos Funcionários da Petrobrás (PETROS), FUNCEF, Fundação CESP (FUNCESP) e Fundo de Pensão dos Funcionários da Vale (VALIA) é de R\$ 296 bilhões, o equivalente a 51% do montante de todas as entidades, de acordo com dados da ABRAPP (2012), como pode ser observado na tabela 2.

Tabela 2. Relação dos Cinco Maiores Fundos de Pensão no Brasil em 2011

Ranking	Fundo de Pensão	Investimento (R\$ Bilhões)	Participação	Patrocinador	Participantes (mil)		
					Ativos	Dependentes	Assistidos
1	PREVI	156	27%	Banco do Brasil	101	250	88
2	PETROS	58	10%	Petrobrás	91	277	56
3	FUNCEF	48	8%	Caixa Econômica	80	180	34
4	FUNCESP	19	3%	CESP	15	55	29
5	VALIA	15	3%	Vale	64	241	21
263 DEMAIS		279	49%		1.901	2.597	440
TOTAL		574			2.252	3.600	669

Fonte: ABRAPP (2012)

Recentemente, a Resolução CMN nº 3792, de 24 de Setembro de 2009, direcionada para investimentos de fundos de pensão, ampliou a alocação máxima em renda variável, determinando limites de alocação em função do nível de segmento de governança em que as companhias abertas participadas estejam listadas. Além disso, determinou que as EFPC estabelecessem a alocação de recursos e os limites por segmento de aplicação em sua política de investimentos.

O limite permitido para investimentos em renda variável para companhias abertas admitidas à negociação no segmento Novo Mercado da BM&FBovespa é de até 70% dos ativos totais do plano de benefícios. O limite em ações de companhias no segmento Nível 2 é de até 60%, para o Bovespa Mais 50%, para empresas no Nível 1 até 45% e no máximo 35% em empresas não listadas em nenhum segmento de governança.

O estabelecimento de limite de investimento de até 25% tanto para capital votante como para capital total em uma única companhia previsto na Resolução sinaliza que as EFPC tendem a ser sócias não majoritárias no controle das companhias participadas. A tabela 3 ilustra o limite máximo de alocação para cada segmento, decompondo o de renda variável.

Tabela 3. Alocação Máxima para os Segmentos de Investimento das EFPC

Resumo de Alocação para os Fundos de Pensão - Resolução 3792/09	
Segmento	Limite Máximo de Alocação
Renda Fixa	100%
Renda Variável	70%
Ações do segmento Novo Mercado	70%
Ações do segmento Bovespa Mais	50%
Ações do segmento Nível 2	60%
Segmento Nível 1	45%
Ações das demais empresas abertas	35%
Imóveis	8%
Estruturados	20%
Investimentos no Exterior	10%
Operações com Participantes	15%

Fonte: Resolução CMN 3792/09

A política de investimentos das entidades estabelece uma meta atuarial à gestão, caracterizada por ser uma taxa de retorno mínima que deve ser atingida para que os planos de benefícios de benefício direto cumpram seus compromissos de pagamento de aposentadoria aos associados e assistidos. A meta fixada é em geral a conjugação de uma taxa de juros reais adotada para a avaliação atuarial e um índice de inflação.

A alocação dos investimentos por segmentos dos fundos de pensão ainda tem, em média, um perfil conservador, devido, em grande parte, pelo histórico de um longo período de juros elevados, com taxas reais acima da meta atuarial das EFPC, permitindo uma gestão passiva, caracterizada em geral por aplicação em títulos de longo prazo indexados à inflação mais juros reais. A tabela 4 ilustra a alocação média por segmentos da indústria de fundos, representada pela ABRAPP, e dos três maiores fundos de pensão no Brasil. A PREVI se destaca por possuir uma alocação mais agressiva em renda variável.

Tabela 4. Alocação dos Segmentos de Investimento dos Fundos de Pensão

Alocação por Segmentos em 2011				
	ABRAPP	PREVI	PETROS	FUNCEF
Renda Fixa	61,0%	30,8%	50,5%	47,2%
Renda Variável	30,1%	61,5%	36,9%	34,5%
Imóveis	3,6%	3,9%	3,3%	7,6%
Operação com Participantes	2,6%	3,4%	2,7%	3,7%
Outros*	2,7%	0,4%	6,8%	7,0%

Alocação por Segmentos em 2008				
	ABRAPP	PREVI	PETROS	FUNCEF
Renda Fixa	64,8%	37,4%	71,1%	58,1%
Renda Variável	28,0%	57,0%	23,5%	32,7%
Imóveis	3,1%	2,8%	2,5%	8,3%
Operação com Participantes	2,6%	2,7%	2,9%	1,0%
Outros*	1,5%	-	-	-

Alocação por Segmentos em 2005				
	ABRAPP	PREVI	PETROS	FUNCEF
Renda Fixa	60,9%	33,3%	65,7%	67,1%
Renda Variável	30,7%	60,5%	27,0%	20,9%
Imóveis	4,0%	3,2%	3,5%	7,8%
Operação com Participantes	2,8%	3,3%	3,7%	4,0%
Outros*	1,6%	-	-	0,2%

*Outros realizáveis, derivativos, e em 2011 investimentos no exterior e estruturados

Fonte: ABRAPP, PREVI, PETROS e FUNCEF (2012).

A mudança de conjuntura econômica ocorrida na última década no Brasil, em especial ao alcance de estabilização monetária, posição superavitária de reservas internacionais e a conquista do selo “grau de investimento” atribuído por agências estrangeiras de classificação de risco, contribuiu expressivamente para a queda de juros reais. Este novo cenário tornou mais difícil a superação da meta atuarial apenas via investimento em títulos livres de risco, fazendo com que os fundos de pensão revisem suas posições e busquem ativos com mais risco a fim de ganharem maiores retornos.

Pode-se observar na tabela 5 que o ano de 2008 foi marcado por um difícil cenário para a renda variável dos FP em função da crise econômica mundial. A PREVI foi a entidade que teve a rentabilidade total mais impactada nesse ano, devido

a sua maior exposição a esse segmento de investimento. Não há divulgação em fonte pública dos resultados por segmento da Petros para 2005.

Tabela 5. Rentabilidade por Segmentos dos Fundos de Pensão

Rentabilidade por Segmentos em 2011			
	PREVI	PETROS	FUNCEF
Renda Fixa	14,1%	14,8%	14,2%
Renda Variável	1,9%	6,3%	3,5%
Imóveis	32,0%	26,5%	24,5%
Operação com Participantes	12,1%	15,5%	14,4%
Outros*	5,5%	9,0%	7,1%
Total	7,7%	11,8%	10,7%

Rentabilidade por Segmentos em 2008			
	PREVI	PETROS	FUNCEF
Renda Fixa	12,2%	13,4%	13,3%
Renda Variável	-24,0%	-25,0%	-19,8%
Imóveis	21,6%	48,7%	25,2%
Operação com Participantes	13,0%	14,8%	14,1%
Outros*	-	-	10,3%
Total	-11,5%	2,2%	1,7%

Rentabilidade por Segmentos em 2005			
	PREVI	PETROS	FUNCEF
Renda Fixa	17,3%	N.D.	15,9%
Renda Variável	27,2%	N.D.	32,9%
Imóveis	13,4%	N.D.	15,3%
Operação com Participantes	10,7%	N.D.	9,8%
Outros*	-	-	-
Total	22,6%	20,1%	18,9%

*Outros realizáveis, derivativos, e em 2011 investimentos no exterior e estruturados

Fonte: Relatórios Anuais de PREVI, PETROS e FUNCEF.

2.3.1

Os Maiores Fundos de Pensão no Brasil

PREVI

A PREVI é o 24º maior fundo de pensão do mundo e o maior da América Latina, de acordo com a *Pensions & Investments* (2011). Fundada em 1904, administra dois planos: o Plano 1, de benefício definido, fechado em 1997 e o Previ

Futuro, de contribuição variável, para aqueles que ingressaram a partir desse ano. São participantes os funcionários da ativa, assistidos e aposentados do Banco do Brasil, além dos empregados do quadro próprio da PREVI.

Em 2011, alcançou um patrimônio de R\$ 156 bilhões, com aproximadamente 188 mil participantes, entre ativos e assistidos. A PREVI é a entidade que tem maior participação em empresas de capital aberto e possui macroalocação em renda variável bem superior à média das Fundações, como pode ser observado na tabela 4. Em 2011, teve direito a 224 assentos em conselhos das empresas, entre o de administração e fiscal, como titular ou suplente (PREVI, 2011).

PETROS

Segundo maior fundo de pensão do Brasil, foi fundado pela Petrobras em 1970. A Petrobras é a maior patrocinadora da Petros, mas por ser um fundo de pensão multipatrocinado, com cerca de 150 mil participantes, a Petros também administra planos de previdência para outras empresas. A Petros encerrou o ano de 2011 com patrimônio de R\$ 58 bilhões, constituído por 47 planos, que atendem a 164 diferentes empresas patrocinadoras e entidades instituidoras (PETROS, 2011).

FUNCEF

A FUNCEF é o terceiro maior fundo de pensão do Brasil. Foi criada em 1977, com o objetivo de administrar o plano de previdência complementar dos empregados da Caixa Econômica Federal. Em 2011, registrou um patrimônio de R\$ 48 bilhões, com aproximadamente 117 mil participantes e quatro modalidades de planos de benefícios.

A entidade possui em sua estrutura organizacional uma Diretoria de Participações Societárias e Imobiliárias e publicou seu Manual de Governança Corporativa com objetivo de consolidar os preceitos e normas voltados às melhores práticas de governança corporativa, servindo de suporte no âmbito do relacionamento societário das participações relevantes, da FUNCEF.

FUNCESP

A Fundação da Companhia Energética de São Paulo (CESP) - FUNCESP é a maior entidade fechada de previdência complementar do Brasil patrocinada por empresas privadas. Fundada em 1969, alcançou em 2011 um patrimônio de R\$ 19 bilhões com aproximadamente 45 mil participantes. Administra 10 planos de benefícios, com 14 membros patrocinadores, todos com atuação no setor de energia.

VALIA

Criado pela Vale S.A. em 1976, a Valia é o segundo maior fundo de pensão de capital privado do país. Em 2011, atingiu um patrimônio de R\$ 15 bilhões. Administra três planos de benefícios, com cerca de 100 mil participantes e 47 patrocinadores.

2.4

Ativismo dos Fundos de Pensão

De acordo com Gillan e Starks (1998), as estratégias adotadas pelos acionistas podem variar em função da participação na propriedade de modo a gerar mais poder de pressão. Esse conjunto de ações tem se diversificado e aprimorado, dando origem ao ativismo de acionistas. Os autores afirmam que um importante aspecto do mercado de ações norte-americano nos anos 1990 foi a influência dos acionistas ativos. O volume de operações no mercado de ações norte-americano por investidores institucionais cresceu de aproximadamente 25% em 1980 para mais de 50% das operações em 1994. Tal volume e o consequente reflexo na propriedade das empresas os tornaram mais ativos.

Nos países desenvolvidos, os fundos de pensão que possuem empresas públicas como patrocinadores podem exercer o ativismo alinhado aos interesses do governo, em detrimento da rentabilidade que o investimento pode proporcionar. No entanto, independente da motivação desses investidores institucionais para o

ativismo, eles sempre visam ao aprimoramento da governança das empresas para que eles possam exercer o ativismo na gestão das empresas participadas.

Monks e Minow (2004) ponderam, no entanto, que a necessidade de monitoramento diminua à medida que os investidores institucionais aumentam sua participação no capital das empresas, uma vez que passa a haver um maior alinhamento de interesses com os demais controladores. Por outro lado, uma menor participação acionária pode estimular a demanda por maior nível de informação da empresa, gerando uma consequente melhoria no processo de monitoramento e da governança corporativa.

Os fundos de pensão públicos, conforme apresentado por Gillan e Starks (1997), são os mais propensos ao ativismo. Mesmo quando os fundos de pensão não são adeptos do ativismo, como alguns fundos de pensão privados, os gestores contratados para administrar seus recursos aparentemente conseguem influenciar a saída de alguns dirigentes em função de desempenho corporativo.

Gillan e Starks (2003) argumentam que um grande acionista institucional tem benefícios com o monitoramento, mas também tem custos, como o fato de que a concentração das ações pode reduzir sua liquidez. Nos mercados desenvolvidos, observaram que historicamente investidores institucionais tem preferido liquidez a controle, uma vez que o custo de sacrificar a liquidez pelo controle da empresa é considerado inaceitável por muitos.

Black (1998), em sua revisão da evidência existente sobre os investidores institucionais, verifica que os resultados positivos são reduzidos. Sobre a participação de fundos de pensão na propriedade, Cremers e Nair (2003) encontram uma relação positiva entre esta, juntamente com outros fatores, e o valor da empresa.

Becht, Bolton e Roell (2002) sugerem que há dificuldades para medir a efetividade das ações de monitoramento e separar seus efeitos com outros fatores como mudanças na economia, no mercado ou na própria gestão da companhia. Diante

isso, os resultados empíricos observados muitas vezes tem sido ambíguos ou pouco expressivos.

Gillian e Starks (2003) concluem, de forma geral, que há indicação de que a presença de investidores institucionais leva a preços mais informativos, e consequentemente, menores custos para monitoramento. Em contrapartida, há pouca evidência de que existe melhora na performance da empresa no mercado ou melhora operacional no longo prazo em virtude da atuação dos investidores institucionais.

Smith (1996) analisa as características das empresas que tiveram presença do ativismo dos acionistas e os efeitos do ativismo na estrutura de governança, riqueza dos acionistas e desempenho operacional para as 51 empresas-alvo do maior fundo de pensão americano e líder em ativismo: *California Public Employees Retirement System* (CalPERS), sobre o período de 1987 a 1993.

O estudo mostra que o nível de participação institucional no capital e o tamanho da empresa afeta a probabilidade de ser alvo, após o controle prévio de desempenho do preço da ação. Observou-se que nos últimos cinco anos do período de amostra (1989-93), 72% dos alvos tanto aprovaram resoluções quanto a estrutura proposta de governança ou fizeram alterações suficientes para justificar um acordo com o CalPERS. A riqueza dos acionistas aumentou para as empresas que adotaram o acordo e diminuiu para as empresas que resistiram. Nenhuma mudança estatisticamente significativa foi encontrada quanto ao desempenho operacional.

2.5

Ativismo dos Fundos de Pensão no Brasil

O ativismo dos fundos de pensão brasileiros reflete o movimento de fiscalização das companhias por parte dos investidores institucionais, que surgiu na Inglaterra e Estados Unidos, países em que a presença desses investidores é intensa e significativa.

Carvalho (2006) aponta que fundos como PREVI e PETROS contrataram empresas especializadas para que seus conselheiros aperfeiçoassem seus conhecimentos em governança corporativa. Alguns deles aprovaram critérios para indicação de diretrizes e de normas de atuação para os membros do conselho de administração e do conselho fiscal.

Além disso, vem ocorrendo uma troca de experiências entre as entidades nacionais e órgãos e fundos de pensão internacionais, o que tende a aprimorar as práticas de governança no Brasil.

Carvalho (2006) relata que, com o processo de privatização no Brasil, alguns fundos de pensão passaram a ter participações acionárias permanentes e relevantes em empresas nacionais e começaram a variar suas formas de ação, com o objetivo de ganhar mais valor no longo prazo por meio de uma postura mais ativa no monitoramento dos negócios das companhias.

Com o poderio financeiro que possuem, os fundos de pensão passam a exigir mais transparência na gestão das empresas e a monitorar o desempenho por intermédio da eleição de um número cada vez maior de membros no conselho fiscal e no conselho de administração das empresas que participam acionariamente. Um dos principais avanços é que os critérios de escolha dos conselheiros passam de uma mera indicação política para a busca de profissionalização dos conselheiros.

Carvalho (2006) aponta como um fato que motiva os fundos a adotarem a estratégia de influir na governança corporativa da companhia:

“A posse, individual ou com outros fundos, de participações expressivas no capital das companhias, diminui a mobilidade para entrar e para sair do mercado sem influenciar, sensivelmente, os preços das ações. Assim, os fundos, na qualidade de grandes acionistas, têm um forte interesse em monitorar a gestão das empresas individuais.”

Gonzalez e Crisóstomo (2006) apontam um crescimento na participação dos fundos de pensão no capital votante no período 1995-2002, embora não tenha sido estatisticamente significativa. Constatou-se que algumas empresas têm mais de um fundo de pensão entre os cinco principais controladores, sendo um possível indicador

de busca pelas entidades de participação mais efetiva na propriedade que pode ter efeitos no controle, apesar dos resultados não evidenciarem fortemente a adoção de uma estratégia. Não foi possível afirmar que a presença de fundo de pensão como acionista principal seja um forte indício de melhor desempenho, tendo em vista que os indicadores de desempenho selecionados não apresentaram diferença estatisticamente significativa, embora o conjunto desses indicadores tenha sido mais favorável em relação aos de empresas sem fundo de pensão entre os principais acionistas.

De acordo com Jesus (2004), o período de 1997 a 2000 caracterizou-se como o mais representativo para o estabelecimento do Modelo Previ de Governança Corporativa. A partir do fim dos anos 90 implantou-se uma nova estrutura organizacional, tendo como uma das medidas a criação da Diretoria de Participações, segregando as áreas de análise e estudos relacionados a decisões de giro da carteira à de gestão dos ativos. Esta fase também foi marcada pela intensificação na participação nos leilões de privatização, em que a PREVI venceu sete dos oito eventos que participou em 1997.

A PREVI concebeu o modelo PREVI de Governança Corporativa com o apoio de consultorias de mercado e acadêmica. Entre os resultados do trabalho, implantou sistemas de relações corporativas integrando a PREVI, conselheiros e empresas, criou o Código PREVI de Melhores Práticas de Governança Corporativa e desmembrou os processos de governança em gerências distintas, segregando funções de acompanhamento de empresas e de conselheiros, daquelas voltadas à gestão do modelo, elaboração de estratégias e seleção de conselheiros.

O Código PREVI de Melhores Práticas de Governança Corporativa apresenta diretrizes em prol da transparência da gestão, da divulgação e da responsabilidade das informações contábeis, dos direitos dos acionistas, tratamento equânime dos acionistas e da ética empresarial. O código define o que a PREVI espera dos principais órgãos de governança das empresas: conselho de administração, diretoria executiva, conselho fiscal, comitês e auditoria independente (PREVI, 2004).

A PREVI (2004) define como governança corporativa:

"Governança corporativa é um conjunto de práticas que visam otimizar o desempenho de uma Companhia, proteger os investidores, empregados, credores, e outros interessados, facilitar o acesso da Companhia ao mercado de capitais e proporcionar-lhe uma estrutura que defina claramente os objetivos empresariais, a maneira de atingi-los e a fiscalização do seu desempenho."

A entidade também publicou o Modelo PREVI de Manual para participação em assembleias de acionistas, tendo entre seus principais objetivos, o de nortear as relações entre todos os agentes que atuam nas empresas participadas, de ser útil àquelas companhias que entendem que o debate responsável e focado no desenvolvimento dessas corporações trará ganhos para toda sociedade e de se alinhar ao posicionamento do órgão regulador, que indicou a necessidade de elaboração de uma política de participação em assembleias.

Anualmente a PREVI promove um encontro de conselheiros, em que debate com seus representantes nos conselhos e com o mercado as melhores práticas de governança corporativa.

Evidenciam-se como argumentos para o crescente ativismo por parte da PREVI nas questões de governança corporativa em empresas participadas: (a) o expressivo volume de recursos aplicados, representando pouca mobilidade para entrar e sair do mercado sem influenciar sensivelmente os preços das ações, em face do tamanho e características do mercado brasileiro; (b) restrições legais que passaram a impedir o controle das empresas participadas de forma isolada; (c) características da gestão compartilhada na PREVI; e (d) a busca por valorizar e maximizar o retorno dos investimentos, sobretudo após a Entidade ter atingido o estágio de maturidade de seu plano de benefícios nº 1, que congrega a quase totalidade de seus participantes.

Jesus (2004) sugere como uma alternativa de estudo os efetivos resultados de postura institucional ativista dos fundos de pensão e sua correlação com o desempenho das empresas de que participam, abrangendo resultados de organizações não pertencentes aos segmentos diferenciados da BM&FBovespa. Esta se trata da alternativa a qual a presente dissertação visa investigar.

2.6

Governança Corporativa, Valor e Desempenho

Empresas que adotam regras mais rígidas de governança contribuem para mitigar o risco dos investidores, uma vez que buscam reduzir a assimetria de informações entre acionistas controladores, gestores da companhia e os participantes do mercado, em virtude dos direitos e garantias asseguradas aos acionistas por meio de divulgação de informações mais completas e de maior transparência. (CARVALHAL, 2007)

A *McKinsey Company* (2000) conduziu um estudo com o objetivo de determinar se uma amostra de 2000 administradores de recursos (cerca de US\$ 2 trilhões) na Europa, Ásia e América Latina estariam dispostas a pagar mais por uma empresa com boas práticas de governança corporativa e de quanto será esse prêmio de governança.

De acordo com os resultados, 76% dos entrevistados estariam dispostos a pagar um prêmio por uma empresa com boas práticas de governança. Em países em que o grau de proteção legal aos investidores é maior, os prêmios tendem a ser menores, uma vez que a maioria das empresas já mantém boas práticas. Já em países onde a qualidade da governança é precária, os prêmios passam a ser maiores, o que beneficia as empresas que conseguem se diferenciar das demais por meio de boas práticas.

No Brasil, os gestores de fundos estão dispostos a pagar um prêmio médio de 24% por ações com boa governança corporativa. (CARVALHAL, 2007)

Morey *et al.* (2008) analisaram se as práticas de governança em 21 países emergentes exercem influência sobre a criação de valor das empresas num período de cinco anos. Os autores encontraram evidências que ganhos de governança corporativa possuem relação significativa com aumento de valorização das empresas.

Klapper e Love (2004) ao investigar a governança em 14 países emergentes encontraram evidências de que empresas de países com ambiente legais mais frágeis

tendem a apresentar um grau de governança corporativa menor e que melhores práticas de governança corporativa possuem correlação positiva com melhores performances operacionais e valor de mercado, sendo esta relação mais forte em países com sistemas legais mais frágeis. Foi identificado também que empresas cujas ações são negociadas no mercado acionário americano tendem a apresentar melhor nível de governança corporativa.

La Porta *et al.* (2002) estudaram a relação de efeitos de proteção jurídica dos acionistas minoritários e de fluxo de caixa da propriedade por um acionista controlador sobre a valorização das empresas, utilizando uma amostra de 539 grandes empresas de 27 economias ricas. Os resultados indicam uma maior valorização em países com melhor proteção aos acionistas minoritários e em empresas com maior posse de fluxo de caixa pelo acionista controlador.

Pesquisas recentes sugerem que maiores direitos de fluxo de caixa estão associados com maiores valores da firma. Por outro lado, a concentração do controle e a separação entre direitos de voto e fluxo de caixa têm efeitos negativos no valor da firma (CARVALHAL e LEAL, 2007).

Shleifer e Vishny (1997), La Porta *et al.* (1998, 1999, 2000, 2002), Morck *et al.* (1988) e Claessens *et al.* (2000) estudaram os conflitos de interesse entre grandes e pequenos acionistas. Quando grandes acionistas controlam uma corporação, suas políticas podem resultar na expropriação dos minoritários. Essas companhias não são atrativas para pequenos acionistas e suas ações tendem a apresentar valores mais baixos.

Segundo Nenova (2001), empresas brasileiras que usam essas estruturas indiretas de controle para aumentar a propriedade apresentam menores valores de mercado, consistente com a possibilidade de uma maior expropriação de acionistas minoritários.

Carvalho (2003) buscou verificar se existe uma relação estatisticamente significativa entre os padrões de governança corporativa observados nas empresas

brasileiras e seus respectivos valores de mercado e desempenho, a partir de uma amostra de 145 empresas brasileiras não financeiras listadas na Bolsa em 2002. Os resultados revelam associações estatísticas significativas em que a estrutura de governança corporativa influencia desempenho e valor de mercado de forma distinta.

A variável de valor de mercado sobre patrimônio líquido apresentou uma relação mais forte com as variáveis de governança corporativa do que as variáveis de desempenho, indicando que as práticas de governança corporativa afetam diretamente os investidores. Outra indicação do estudo é que houve relação significativa e positiva para o número de conselheiros externos e o valor de mercado da empresa.

2.7

Fundos de Pensão e a Governança Corporativa, Desempenho e Valor no Brasil

Punsuvo *et al.* (2007) analisaram a relação entre a participação acionária dos fundos de pensão e a qualidade da governança corporativa das empresas brasileiras em que aqueles investem seus recursos no período de 2004 e sua relação inversa. O resultado da pesquisa mostra uma relação negativa entre essas variáveis, sugerindo um possível custo de oportunidade entre a participação acionária e a governança corporativa como forma de alinhamento entre os fundos de pensão e as empresas. Os autores consideram que num mercado em que as participações acionárias são tão concentradas como no Brasil, parece ser razoável a ideia de que uma governança corporativa de qualidade possa ser substituída por uma maior participação acionária dos fundos de pensão. Nesse sentido, à medida que os fundos de pensão detenham parcela significativa das ações de uma empresa, seria desnecessário investir em mecanismos de governança uma vez que seus interesses estariam alinhados com os maiores acionistas.

Almeida (2011) avalia se as companhias que possuem fundos de pensão como acionistas possuem melhor governança, analisando as empresas brasileiras listadas

em bolsa, com participação de no mínimo 5% de algum fundo de pensão, no período de 2002 a 2009, em regressões *probit* e linear. A qualidade da governança foi medida através de três variáveis: listagem nos níveis de governança da BM&FBovespa, listagem de ADRs em bolsas de valores dos EUA e o índice de governança de Carvalhal e Leal (2005). Os resultados indicam relação positiva e estatisticamente significativa entre empresas brasileiras com fundos de pensão como acionistas e melhores práticas de governança e quanto maior a participação desses investidores no capital da companhia, maior o índice de governança. Também é verificada relação positiva e estatisticamente significativa a 1% em todas as análises entre a governança e o tamanho das empresas.

Oliveira *et al.* (2012) pesquisaram o papel dos investidores institucionais, especialmente os maiores fundos de pensão do Brasil (PREVI, PETROS e FUNCEF) nos anos de 1998, 2000 e 2002, buscando identificar a existência de relação entre a participação direta desses investidores nas companhias e a avaliação da governança corporativa das mesmas. Utilizando como variável dependente o índice de governança corporativa (IGC) pela metodologia de Silva e Leal (2005), observou-se uma forte correlação positiva e significativa somente entre o IGC e as variáveis que medem tamanho da empresa, a existência de acordo de acionistas e a presença de listagem no Novo Mercado.

A análise de resultados da relação entre a participação relevante da PREVI no capital das empresas e o IGC foi explicada pelo tamanho das empresas, considerando que empresas maiores possuem em geral melhores práticas de governança corporativa e a PREVI possui participação relevante em empresas de maior porte e não por uma relação intrínseca entre estas variáveis. A mesma análise aplicada substituindo a variável PREVI pela que indica que o acionista controlador é um investidor institucional apontam o mesmo resultado positivo e significativo para a variável tamanho da empresa.

No geral, os resultados obtidos não foram conclusivos. Apesar de ser constatada correlação positiva entre o IGC e a participação da PREVI como acionista, os resultados não foram estatisticamente significativos. Apenas duas (divulgação de

informações e direito dos acionistas) das quatro dimensões do IGC apresentação relação positiva e significativa com a presença da PREVI como acionista relevante. Ponderou-se que deve ser considerado também que os fundos de pensão pesquisados são patrocinados pelo Governo e que, por muitas vezes, as entidades seguem diretrizes outras que a maximização dos resultados a seus participantes.

2.8

Hipóteses a serem Testadas

Dado que uma parte da literatura sugere que empresas com participação de fundos de pensão agregam melhores práticas de governança às empresas e que aquelas com maior governança corporativa apresentam melhor desempenho operacional e maiores valores de mercado, a primeira hipótese a ser testada é:

H1: Empresas que possuem participação acionária de fundos de pensão têm melhores indicadores de governança corporativa em comparação às companhias que fazem parte da carteira teórica das 100 ações mais negociadas na BM&FBovespa, excluindo desta amostra as empresas que possuam participação acionária de um FP.

H2: Os indicadores de governança corporativa de empresas que têm fundos de pensão no capital acionário apresentam relação positiva e estatisticamente significativa com seu desempenho.

H3: Os indicadores de governança corporativa de empresas que têm fundos de pensão no capital acionário apresentam relação positiva e estatisticamente significativa com seu valor.

Quando grandes acionistas controlam uma corporação, suas políticas podem resultar na expropriação dos minoritários e suas ações tendem a apresentar valores mais baixos. Assim como as que usam estruturas indiretas de controle para aumentar a propriedade apresentam menores valores de mercado. Shleifer e Vishny (1997) e La Porta *et al.* (1998). Entretanto, dado a natureza de investimentos de um fundo de

pensão, a literatura sugere que muitas vezes a presença das fundações pode beneficiar o minoritário. Logo, a quarta e quinta hipóteses a serem testadas são:

H4: Os indicadores de governança corporativa de empresas que têm fundos de pensão como controladores apresentam relação positiva e significativa com o desempenho das empresas participadas.

H5: Os indicadores de governança corporativa de empresas que têm fundos de pensão como controladores apresentam relação positiva e significativa com o valor de mercado das empresas participadas.

3

Metodologia

Neste capítulo será apresentado o tipo de pesquisa que será utilizado e a descrição dos meios de investigação. Em seguida, serão apresentadas a coleta e tratamento dos dados, a definição dos indicadores que serão utilizados para medir as variáveis e qual será o método estatístico para auxiliar na análise dos dados.

3.1

Universo e Amostra

A amostra compreende as empresas de capital aberto com participação acionária dos cinco maiores fundos de pensão do Brasil: PREVI, PETROS, FUNCEF, FUNCESP e VALIA. A pesquisa abrange os anos de 2005, 2008 e 2011.

Foram consideradas na amostra as empresas que possuem participação direta e indireta dos fundos de pensão. Para as empresas com menos de 5% de participação no capital, foram consideradas na amostra aquelas em que as entidades possuíam pelo menos um assento titular no Conselho de Administração ou Fiscal.

Não foram consideradas na amostra as empresas com informações incompletas ou indisponíveis e empresas com ações que baixíssimo volume negociado nos anos analisados na pesquisa.

A metodologia de cálculo da participação indireta nas empresas irá ser baseada na literatura de Valadares e Leal (2000), La Porta *et al.* (1998, 2002) e Carvalhal (2004). Supondo que um acionista possua diretamente 70% da empresa A, que possui 55% da firma B, ele possui indiretamente 38,5% dos direitos de fluxo de caixa da firma B (produto das duas participações) e controla 55% da firma B (o

menor valor na cadeia de direitos de voto). Assim, será possível identificar se os fundos de pensão são os controladores ou não das empresas analisadas.

Para usar como comparativo às empresas com participação acionária de fundos de pensão, foi selecionada a amostra de empresas que compuseram a carteira teórica do IBrX em dezembro de cada ano analisado. De acordo com a BM&FBovespa (2012)³, o IBrX é um índice de preços que mede o retorno de uma carteira teórica composta por 100 ações selecionadas entre as mais negociadas na BOVESPA, em termos de número de negócios e volume financeiro. Essas ações são ponderadas na carteira do índice pelo seu respectivo número de ações disponíveis à negociação no mercado.

A amostra de empresas com participação de fundos de pensão variou em cada ano, uma vez que houve giro na carteira dessas entidades, algumas empresas foram vendidas, outras fundidas ou fecharam seu capital. A amostra de companhias do IBrX também sofreram alterações nos anos de pesquisa em função, entre outros motivos, do volume negociado, fusão, venda ou fechamento de capital.

A tabela 6 ilustra a amostra de empresas com participação de fundos de pensão e as que compuseram o IBrX em cada ano. Tanto na amostra de empresas com participação de fundos de pensão no capital como naquelas no controle, algumas companhias possuem participação de mais de um fundo de pensão.

A amostra do IBrX é composta por menos de 100 empresas em função de algumas empresas terem tanto suas ações ordinárias como as preferenciais entre as 100 mais negociadas no período analisado. A amostra do IBrX sem FP e a IBrX sem FP Controle excluem as empresas que tenham participação dos fundos de pensão, por estas fazerem parte da outra amostra que está sendo comparada. A tabela 5 ilustra o número que compõe cada amostra de empresas, respectivamente, com:

- I) Participação de fundos de pensão na amostra geral;
- II) FP no controle;

³<http://www.bmfbovespa.com.br/Indices/download/IBrX.pdf>

- III) Listagem no IBrX;
- IV) Participação dos FP e estão no IBrX;
- V) Participação dos FP no controle e estão no IBrX.

Tabela 6. Amostra das Empresas dos Fundos de Pensão e do IBrX

Ano	Fundos de Pensão	FP no Controle	IBRX	IBRX e FP	IBRX e FP no Controle
2005	46	14	72	24	7
2008	47	16	93	30	11
2011	42	15	92	25	7

Fonte: BM&FBovespa, CVM, PREVI, FUNCEF, PETROS, FUNCESP e Valia (2012).

3.2

Coleta de Dados

Os dados da pesquisa do IGC das empresas foram coletados no Formulário de Referência, Informações Anuais e Informações Trimestrais, acessados no endereço eletrônico da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Também foram utilizados dados disponibilizados no endereço eletrônico da BM&FBovespa, além de pesquisa e contato com o departamento de Relação com Investidores das companhias analisadas.

Para coleta de dados financeiros das empresas foi utilizada a base de dados do Sistema Econômica. A base de dados dos fundos de pensão foi extraída dos relatórios da ABRAPP, dos relatórios anuais de cada fundo de pensão, acessados em seus respectivos endereços eletrônicos, além do contato direto com representantes dos Fundos de Pensão.

3.3

Definição das Variáveis

A governança corporativa será medida por algumas das variáveis mais utilizadas na literatura, todas variáveis do tipo *dummy*. A variável IGC será medida pela metodologia do IGC de Leal e Carvalhal (2005), apresentada na tabela 7. O índice é composto de 15 itens, abrangendo quatro subíndices que serão analisados isoladamente:

- IGC1: Transparência;
- IGC2: Composição e Funcionamento do Conselho;
- IGC3: Estrutura de Controle e Propriedade;
- IGC4: Direitos dos Acionistas.

Cada pergunta tem uma resposta sim ou não. Se sim, o valor 1 é atribuído à questão, caso contrário atribui-se 0. O IGC é o somatório de pontos em cada questão, em que o valor máximo alcançado é 15.

A governança também será avaliada pelas variáveis:

- NM: variável binária que assume valor igual a 1 quando a empresa aderiu a algum nível do segmento especial de governança corporativa da BM&FBovespa.
- *American Depositary Receipt* (ADR): variável *dummy* que assume valor 1 quando a companhia aderiu a algum nível de ADR nas bolsas de valores americanas. Empresas que tomam a decisão de emitir ADR no mercado americano são incentivadas a adotarem melhores práticas de governança corporativa devido à exigência de cumprimento de uma lista de requisitos exigidos pela *Security Exchange Commission* (SEC), variando de acordo com o nível de ADR.

A variável que representa o valor será medida pelo indicador Q de Tobin, com vistas a representar o valor de mercado dos ativos dividido pelo seu custo de reposição. La Porta *et al.* (2000, 2002) e Carvalhal (2004) utilizaram o indicador para

medir o desconto no valor de mercado das empresas resultante de expropriação. O numerador do Q de Tobin será o valor de mercado dos ativos da companhia e o denominador será o valor patrimonial.

Tabela 7. Índice de Governança Corporativo aplicado às empresas brasileiras

Transparência
1. A empresa publica seus relatórios financeiros no prazo estabelecido pela lei?
2. A empresa adota padrões internacionais de contabilidade (USGAAP ou IASB)?
3. A empresa contrata firmas de auditoria com reputação global?
4. A empresa divulga a remuneração do CEO e dos conselheiros?
Conselho de Administração
5. O presidente do conselho e o CEO são pessoas diferentes?
6. O conselho é formado claramente por membros independentes?
7. O conselho tem comitês especializados (auditoria, remuneração, etc.)?
8. Existe um conselho fiscal permanente?
Conflitos
9. A razão entre o percentual no capital votante e o percentual no capital total detido pelo acionista controlador é menor ou igual a um?
10. A CVM nunca condenou ou investigou a empresa por más práticas de governança corporativa ou por violação à legislação do mercado de capitais?
11. A empresa utiliza arbitragem para resolver conflitos societários?
Direitos dos Acionistas
12. A empresa facilita o processo de votação além do exigido pela lei?
13. A empresa concede direitos adicionais de voto aos acionistas além do exigido pela lei?
14. A empresa concede direitos adicionais de tag along além do exigido pela lei?
15. Os acordos entre acionistas, se existirem, diminuem o poder dos acionistas controladores?

Fonte: Carvalhal (2006)

O desempenho das companhias foi medida pelo Retorno sobre o Ativo (ROA), medido pela razão Lucro Líquido/Ativos Totais. Essa variável já foi investigada por Carvalhal (2005), Klapper e Love (2004) e Black *et al.* (2003). Para cada ano foi considerada a média dos últimos três anos para suavizar os efeitos da crise, com exceção para as variáveis TAM e Q de Tobin, em que foram considerados os valores do ano em análise.

Também foram inseridas no modelo outras variáveis, previamente identificados e selecionados na literatura, que podem influenciar a variável dependente, visando controlar, ainda que minimamente, a endogeneidade: tamanho da empresa ($\ln(\text{ativos})$), alavancagem (dívida bruta/ativo), *dividend yield* e volatilidade das ações.

A descrição das variáveis encontra-se no apêndice 1. A relação das empresas que compõe a amostra dos Fundos de Pensão e do IBrX nos respectivos anos de pesquisa estão ilustradas no apêndice 2 e 3, respectivamente.

3.4

Tratamento dos Dados

A primeira parte da pesquisa, com objetivo de investigar a hipótese I, consistiu na realização de um teste paramétrico de comparação de médias, a fim de identificar se há diferença estatisticamente significativa entre os indicadores de governança das empresas com participação acionária de FP e a amostra de companhias listadas no IBrX sem participação de fundos de pensão. Em seguida, comparou-se a amostra de empresas controladas por FP com a do IBrX, excluindo desta as empresas controladas que faziam parte do índice.

A segunda parte da pesquisa consiste na análise da relação entre as variáveis de governança e de desempenho e valor das amostras com participação de FP.

Para verificar as demais hipóteses, foi utilizada a técnica de análise de dados em painel para investigar a relação entre as variáveis independentes de governança e outras de controle com a variável dependente “desempenho”, medido pelo ROA. O mesmo modelo foi aplicado adotando como variável dependente o valor, representado pelo Q de Tobin. A pesquisa assume as variáveis de governança corporativa como exógenas, isto é, exercendo influência sobre o desempenho e valor das empresas.

As pesquisas foram realizadas utilizando duas amostras. A primeira representou a amostra total de empresas com participação de fundos de pensão. A

segunda considerou em sua amostra apenas as empresas que tinham participação de controle pelos fundos de pensão. O objetivo foi verificar se há existência de que maior participação de Fundos de Pensão no Controle das empresas representa maior ou menor qualidade de governança nas empresas brasileiras.

Os critérios utilizados para considerar as empresas nessa amostra estão relacionados foram:

- FP como um de seus controladores ou que façam parte do bloco de controle;
- FP como signatários do acordo de acionistas quando se tratar de empresa com capital difuso;
- FP como maior acionista da empresa;
- FP com mais de 3 assentos titulares no Conselho de Administração.

As regressões múltiplas utilizou a técnica de dados em painel pelo método dos mínimos quadrados no software *Eviews 7.0*, com especificação de efeito *cross-section* fixo. Devido a expressiva diversidade da amostra, optou-se por utilizar o método *White cross-section* para a matriz de covariâncias.

Apesar de ser o quarto maior fundo de pensão do Brasil, foram identificadas apenas duas empresas com participação acionária da FUNCESP no período analisado, sendo que em ambas a PREVI também é a maior acionista e controladora. Assim, desconsiderou-se a amostra da FUNCESP para a pesquisa.

Não é possível afirmar pelos testes estatísticos se há relação de causa e efeito e causalidade reversa entre as variáveis. A endogeneidade entre essas é pouco controlada, ainda que se tenha inserido variáveis de controle para tal.

Também não foi considerada a influência que o setor de atuação de cada empresa possa ter sobre a governança corporativa, como por exemplo, os setores mais regulamentados que podem ter obrigação de se adequarem a melhores práticas de governança corporativa.

As equações a seguir ilustram os modelos utilizados:

$$\text{QTOBIN} = \text{C}(1) + \text{C}(2)*\text{IGC1} + \text{C}(3)*\text{IGC2} + \text{C}(4)*\text{IGC3} + \text{C}(5)*\text{IGC4} + \\ \text{C}(6)*\text{TAM} + \text{C}(7)*\text{ALAV} + \text{C}(8)*\text{DIVYLD} + \text{C}(9)*\text{VOLA} + \text{C}(10)*\text{ADR} + \\ \text{C}(11)*\text{NM} + [\text{CX}=\text{F}]$$

$$\text{ROA} = \text{C}(1) + \text{C}(2)*\text{IGC1} + \text{C}(3)*\text{IGC2} + \text{C}(4)*\text{IGC3} + \text{C}(5)*\text{IGC4} + \text{C}(6)*\text{NM} + \\ \text{C}(7)*\text{ADR} + \text{C}(8)*\text{ALAV} + \text{C}(9)*\text{TAM} + \text{C}(10)*\text{DIVYLD} + \text{C}(11)*\text{VOLA} + \\ [\text{CX}=\text{F}]$$

4

Resultados

4.1

Descrição dos Resultados

O período analisado foi marcado por expressiva quantidade de empresas que abriram seu capital, sendo que grande parte dessas estrearam no mercado com adesão ao mais elevado nível de governança: o segmento do Novo Mercado.

A tabela 8 relaciona a evolução da amostra de empresas com participação acionária dos FP seja como controlador, difuso ou minoritário e sua participação na amostra total de cada ano.

Observou-se também na coleta de dados que algumas empresas fecharam capital, foram fundidas ou compradas por outras, especialmente durante a crise mundial, com maiores efeitos sobre o mercado acionário entre 2008 e 2009. Assim, a redução de empresas investidas como minoritárias pode ter sido influenciada por estes eventos.

É possível notar que a PREVI reduziu no período analisado sua participação em empresas como minoritária e que todas ampliaram a quantidade de empresas com capital difuso em sua amostra, principalmente a PETROS. Muitas dessas empresas com capital pulverizado abriram capital no período analisado, o que pode sinalizar uma maior atratividade dos Fundos de Pensão por empresas sem controlador ou a própria evolução de governança das empresas antes investidas.

Tabela 8. Amostra de empresas com participação dos FP no capital acionário

	Nº Empresas	% ¹	Nº Empresas	% ¹	Nº Empresas	% ¹
PREVI						
Controladora	11	23,9%	9	19,1%	9	21,4%
Difusa	2	4,3%	3	6,4%	4	9,5%
Minoritária	31	67,4%	28	59,6%	20	47,6%
Total	44	95,7%	40	85,1%	33	78,6%
PETROS						
Controladora	3	6,5%	2	4,3%	2	4,8%
Difusa	-	-	4	8,5%	6	14,3%
Minoritária	4	8,7%	5	10,6%	5	11,9%
Total	7	15,2%	11	23,4%	13	31,0%
FUNCEF						
Controladora	1	2,2%	2	4,3%	2	4,8%
Difusa	-	-	-	-	1	2,4%
Minoritária	1	2,2%	1	2,1%	-	-
Total	2	4,3%	3	6,4%	3	7,1%
VALIA						
Controladora	1	2,2%	-	-	-	-
Difusa	-	-	3	6,4%	3	7,1%
Minoritária	-	-	-	-	-	-
Total	1	2,2%	3	6,4%	3	7,1%

¹ Participação em relação à amostra total de empresas com participação de Fundos de Pensão

Fonte: CVM (2012); PREVI; FUNCEF; PETROS e VALIA.

A tabela 9 evidencia a maior representatividade da PREVI como acionista majoritária. A relação média entre capital votante/capital total indica que os FP concentram maior investimento em ações ordinárias. Quanto à análise das médias e medianas, é possível inferir que a PREVI possui posição mais concentrada em algumas empresas. As empresas em que esta entidade possui 100% de capital são dos setores de energia e suas estruturas de controle são via pirâmide.

Tabela 9. Estatística da Participação dos FP no capital das empresas

	Capital Votante (em %)				Capital Total (em %)			
	Máximo	Mínimo	Média	Mediana	Máximo	Mínimo	Média	Mediana
PREVI								
2005	92,8	0,0	12,4	6,9	90,1	0,5	12,8	8,6
2008	100,0	0,0	12,7	6,7	100,0	0,8	14,1	9,6
2011	100,0	0,0	17,0	10,1	100,0	0,6	16,3	10,4
PETROS								
2005	12,8	3,5	8,3	7,5	12,2	1,9	4,9	3,1
2008	12,8	0,0	8,8	10,0	12,1	2,8	7,3	8,3
2011	15,0	7,5	11,3	11,8	15,0	2,8	9,0	9,4
FUNCEF								
2005	7,5	6,0	6,7	6,7	4,3	2,4	3,4	3,4
2008	7,5	5,7	6,4	6,0	4,3	2,2	3,6	4,2
2011	7,5	4,1	5,5	5,0	5,0	4,1	4,5	4,3
VALIA								
2005	5,3	5,3	5,3	5,3	4,1	4,1	4,1	4,1
2008	5,0	3,7	4,6	5,0	5,0	3,7	4,6	5,0
2011	5,0	1,9	3,7	4,2	5,0	1,9	3,7	4,2

Fonte: CVM e Economática (2012)

Apesar de ter reduzido o número de empresas investidas, a PREVI aumentou a concentração média de capital votante nas empresas participadas, movimento também observado na PETROS. Os outros FP, embora tenham aumentado o número de empresas investidas, reduziram sua média de capital votante.

Uma possível influência sobre esse resultado pode ter sido o fato de que algumas dessas empresas fizeram oferta pública, seja primária ou secundária, para se capitalizar. Nessas emissões, os FP optaram por entrar na oferta para preservar suas participações acionárias ou por serem diluídos. As tabelas a seguir apresentam as estatísticas descritivas das variáveis referentes à governança corporativa da amostra de empresas com Fundos de Pensão no capital e como controlador e do IBrX geral e desagregado das companhias que possui as fundações como acionistas e como controlador.

De acordo com dados da amostra, as empresas com participação acionária dos fundos de pensão melhoraram seus índices de governança, principalmente em direitos dos acionistas, durante o período analisado, como mostra a tabela 10.

O número de empresas com ADR também aumentou, assim como a quantidade de companhias que aderiram aos níveis de governança da Bolsa, especialmente o Novo Mercado, que pulou de 4,3% em 2005 para 42,9% em 2011. Em 2005, 50% da amostra não tinha aderido a nenhum nível de governança. Este percentual caiu para 23,8% em 2011.

Tabela 10. Estatística descritiva de governança das empresas com participação de FP

Fundos de Pensão	Anos	Transparência	Conselho Administração	Conflito Interesses	Direitos Acionistas	IGCBRA
MÉDIA	2005	2,91	1,76	1,02	1,35	7,04
	2008	3,11	2,23	1,26	1,96	8,55
	2011	3,83	2,50	1,29	2,36	9,98
MEDIANA	2005	3,00	2,00	1,00	1,00	7,00
	2008	3,00	3,00	1,00	2,00	9,00
	2011	4,00	3,00	1,00	2,00	10,00
MÍNIMO	2005	1,00	0,00	0,00	0,00	4,00
	2008	2,00	0,00	0,00	0,00	4,00
	2011	3,00	0,00	0,00	0,00	5,00
MÁXIMO	2005	4,00	4,00	3,00	3,00	11,00
	2008	4,00	4,00	3,00	4,00	14,00
	2011	4,00	4,00	3,00	4,00	14,00
DESVIO	2005	0,69	1,02	0,91	0,85	1,91
	2008	0,73	1,09	1,15	1,14	2,69
	2011	0,38	0,97	0,94	1,10	2,24

Ano	Amostra	Empresas com ADR	Segmentos de Governança da BM&F Bovespa			Tradicional
			Novo Mercado	Nível 2	Nível 1	
2005	46	39,1%	4,3%	4,3%	41,3%	50,0%
2008	47	38,3%	25,5%	6,4%	34,0%	34,0%
2011	42	45,2%	42,9%	7,1%	26,2%	23,8%

Fonte: CVM, BM&FBovespa e Economática

Se considerada apenas as companhias com participação das fundações no controle acionário, observa-se um percentual maior de empresas que não estão listadas em nenhum segmento especial de governança da Bovespa quando comparada à amostra total de empresas com participação de FP. Uma possível razão para isso pode consistir no fato de que muitas dessas empresas controladas terem ainda questões financeiras ou estruturais mais emergentes do que a adesão a níveis de governança ou mesmo por não optar por querer dar direito igualitário de controle e propriedade aos minoritários.

O IGC das empresas com participação dos FP, tanto na amostra total como somente as com participação no controle, são superiores aos do IBrX, ilustrados, respectivamente, nas tabelas 10 e 11. Em relação aos subíndices, a amostra com participação dos FP apresenta melhor média para conselho de administração e direito dos acionistas. Já o de conflito de interesses é inferior à amostra do IBrX. Isso fica evidente quando se observa a amostra do IBrX sem as empresas com participação dos FP como controladores. A média para este subíndice piora quando se compara o IBrX sem as companhias com qualquer participação de FP com as controladas.

Tabela 11. Estatística descritiva de governança das empresas com FP no controle

Fundos de Pensão no Controle	Anos	Transparência	Conselho Administração	Conflito Interesses	Direitos Acionistas	IGCBRA
MÉDIA	2005	2,79	2,36	1,21	1,43	7,79
	2008	3,31	2,75	1,31	2,44	9,81
	2011	3,93	3,00	1,33	2,53	10,80
MEDIANA	2005	3,00	2,00	1,00	1,50	8,00
	2008	3,00	3,00	1,00	2,00	10,00
	2011	4,00	3,00	1,00	2,00	11,00
MÍNIMO	2005	2,00	0,00	0,00	0,00	4,00
	2008	2,00	0,00	0,00	1,00	4,00
	2011	3,00	1,00	0,00	1,00	6,00
MÁXIMO	2005	4,00	4,00	3,00	2,00	11,00
	2008	4,00	4,00	3,00	4,00	14,00
	2011	4,00	4,00	2,00	4,00	14,00
DESVIO	2005	0,70	0,93	1,05	0,65	1,89
	2008	0,70	1,00	1,14	0,96	2,81
	2011	0,26	0,76	0,72	1,06	2,04

Ano	Amostra	Empresas com ADR	Segmentos de Governança da BM&F Bovespa Novo Mercado	Nível 2	Nível 1	Tradicional
2005	14	28,6%	7,1%	7,1%	21,4%	64,3%
2008	16	31,3%	31,3%	12,5%	12,5%	43,8%
2011	15	46,7%	40,0%	6,7%	13,3%	40,0%

Fonte: CVM, BM&FBovespa e Economática

A amostra do IBrX apresentou maior evolução em relação à adesão ao novo mercado e à emissão de ADR no mercado americano em comparação às empresas com participação de FP. Em 2005, 50% das empresas não estavam listadas em nenhum segmento especial de governança. Em 2011, este percentual caiu para 8,7% da amostra, como pode ser observado na tabela 12.

O IBrX, quando excluído as empresas da amostra dos FP, ilustrado na tabela 13, fica com índices de governança do IGC em média inferiores ao da carteira teórica total, com exceção para conflito de interesses que melhora. Este resultado corrobora a inferência de que este é o subitem mais frágil dos FP.

Tabela 12. Estatística descritiva de governança das empresas listadas no IBrX

IBX	Anos	Transparência	Conselho Administração	Conflito Interesses	Direitos Acionistas	IGCBRA
MÉDIA	2005	2,89	1,77	1,05	0,95	6,85
	2008	3,01	2,13	1,72	1,53	8,39
	2011	3,88	2,29	1,73	1,91	9,82
MEDIANA	2005	3,00	2,00	1,00	1,00	7,00
	2008	3,00	2,00	2,00	1,00	8,00
	2011	4,00	2,00	2,00	2,00	10,00
MÍNIMO	2005	0,00	1,00	0,00	0,00	2,00
	2008	2,00	0,00	0,00	0,00	4,00
	2011	3,00	0,00	0,00	0,00	5,00
MÁXIMO	2005	4,00	4,00	3,00	3,00	11,00
	2008	4,00	4,00	3,00	4,00	14,00
	2011	4,00	4,00	3,00	4,00	14,00
DESVIO	2005	0,68	0,74	0,91	0,99	1,96
	2008	0,67	0,92	1,22	0,97	2,16
	2011	0,33	0,91	1,09	1,06	1,92

Ano	Amostra	Empresas com ADR	Segmentos de Governança da BM&F Bovespa			Tradicional
			Novo Mercado	Nível 2	Nível 1	
2005	72	43,1%	9,7%	8,3%	31,9%	50,0%
2008	93	53,8%	49,5%	6,5%	29,0%	15,1%
2011	92	56,5%	58,7%	7,6%	25,0%	8,7%

Fonte: CVM, BM&FBovespa e Economática

Tabela 13. Estatística de governança das empresas no IBrX sem participação de FP

IBX sem Fundos de Pensão	Anos	Transparência	Conselho Administração	Conflito Interesses	Direitos Acionistas	IGCBRA
MÉDIA	2005	2,79	1,67	1,12	0,72	6,40
	2008	2,86	1,90	1,90	1,29	7,95
	2011	3,90	2,06	1,84	1,69	9,48
MEDIANA	2005	3,00	2,00	1,00	1,00	6,00
	2008	3,00	2,00	2,00	1,00	8,00
	2011	4,00	2,00	2,00	2,00	10,00
MÍNIMO	2005	0,00	1,00	0,00	0,00	2,00
	2008	2,00	0,00	0,00	0,00	4,00
	2011	3,00	0,00	0,00	0,00	5,00
MÁXIMO	2005	4,00	3,00	3,00	3,00	10,00
	2008	4,00	4,00	3,00	3,00	12,00
	2011	4,00	4,00	3,00	4,00	14,00
DESVIO	2005	0,73	0,65	0,95	0,86	1,91
	2008	0,59	0,87	1,19	0,81	1,81
	2011	0,31	0,89	1,07	0,96	1,75

Ano	Amostra	Empresas com ADR	Segmentos de Governança da BM&F Bovespa			Tradicional
			Novo Mercado	Nível 2	Nível 1	
2005	48	31,3%	14,6%	10,4%	22,9%	52,1%
2008	63	52,4%	58,7%	6,3%	20,6%	14,3%
2011	67	50,7%	61,2%	9,0%	20,9%	9,0%

Fonte: CVM, BM&FBovespa e Economática

As participações da amostra do IBrX melhoram quando excluídas as empresas controladas por FP que fazem parte da carteira teórica do índice (tabela 14). A relação de ADR e listagem em segmentos de governança entre o IBrX total e o da amostra excluindo as empresas com participação dos FP no controle se mantém, indicando que as empresas com as ações mais negociadas possuem boa adesão a índices de governança ligados à Bolsa.

Tabela 14. Estatística de governança das empresas do IBrX sem FP no controle

IBX sem FPs no Controle	Anos	Transparência	Conselho Administração	Conflito Interesses	Direitos Acionistas	IGCBRA
MÉDIA	2005	2,86	1,70	1,02	0,89	6,63
	2008	2,94	2,01	1,73	1,37	8,05
	2011	3,87	2,19	1,74	1,84	9,64
MEDIANA	2005	3,00	2,00	1,00	1,00	6,00
	2008	3,00	2,00	2,00	1,00	8,00
	2011	4,00	2,00	2,00	2,00	10,00
MÍNIMO	2005	0,00	1,00	0,00	0,00	2,00
	2008	2,00	0,00	0,00	0,00	4,00
	2011	3,00	0,00	0,00	0,00	5,00
MÁXIMO	2005	4,00	3,00	3,00	3,00	10,00
	2008	4,00	4,00	3,00	4,00	13,00
	2011	4,00	4,00	3,00	4,00	14,00
DESVIO	2005	0,68	0,68	0,90	0,99	1,87
	2008	0,64	0,88	1,23	0,88	1,81
	2011	0,34	0,87	1,10	1,03	1,82

Ano	Amostra	Empresas com ADR	Segmentos de Governança da BM&F Bovespa			Tradicional
			Novo Mercado	Nível 2	Nível 1	
2005	65	41,5%	10,8%	7,7%	30,8%	50,8%
2008	82	54,9%	50,0%	4,9%	31,7%	13,4%
2011	85	55,3%	58,8%	8,2%	24,7%	8,2%

Fonte: CVM, BM&FBovespa e Economática

O subíndice transparência é o que menos apresenta variação entre as amostras. Em 2011 houve um aumento deste indicador para todas as amostras, em função da obrigatoriedade imposta pela lei 11.638 que alterou a Lei das S.A. e determinou que todas as empresas brasileiras de capital aberto apresentem seus demonstrativos financeiros elaborados segundo a norma internacional de contabilidade, a *International Financial Reporting Standards*(IFRS).

4.2

Análise dos Resultados

A tabela 15 apresenta os resultados dos testes paramétricos de diferença de médias entre as empresas com participação de FP e IBrX na segunda coluna e entre a amostra com FP no Controle e IBrX na terceira coluna.

Tabela 15. Diferença de Médias de Governança entre Amostras com FP e IBrX.

Os símbolos *, ** e *** indicam significância estatística a 10%, 5% e 1%, respectivamente.

Ano	Diferença de Médias entre as Amostras	
	FP e IBrX s em FP	FP Controle e IBrX sem FP Controle
IGCBRA		
2005	0,65	1,15*
2008	0,60	1,76**
2011	0,50	1,16*
Subíndice 1 - Transparência		
2005	0,10	-0,12
2008	0,25**	0,37*
2011	-0,06	0,06
Subíndice 2 - Conselho de Administração		
2005	0,05	0,59**
2008	0,33*	0,74**
2011	0,44**	0,81***
Subíndice 3 - Conflito de Interesses		
2005	-0,08	0,21
2008	-0,65***	-0,42
2011	-0,55***	-0,41*
Subíndice 4 - Direito de Acionistas		
2005	0,58***	0,47**
2008	0,67***	1,07***
2011	0,67***	0,70**
ADR		
2005	0,08	-0,13
2008	-0,14	-0,24*
2011	-0,06	-0,09
NM		
2005	-0,10*	-0,04
2008	-0,33***	-0,19
2011	-0,16	-0,19

Fonte: CVM, BM&FBovespa, Econômatica e Cálculos da autora

A amostra dos FP apresenta maior pontuação de governança, representada pelo IGC, em relação ao IBrX. Os resultados indicam que a amostra com participação de FP tanto geral como as no controle apresentam maior qualidade de governança corporativa nos indicadores de direito dos acionistas e de conselho de administração, corroborando parte da literatura que sugere que um maior ativismo na atuação desses investidores institucionais conduz as empresas a aprimorar seus mecanismos de governança.

Por outro lado, a amostra do IBrX apresenta maior qualidade no IGC3, NM e ADR tanto quando comparada à amostra total dos FP como somente as com participação no controle. Observa-se que a diferença é estatisticamente significativa para o IGC3 nos anos de 2008 e 2011, indicando que de fato as empresas listadas no IBrX apresentam maior qualidade nesse indicador de governança em relação às empresas com participação de Fundos de Pensão. Nota-se, todavia, que quando os FP atuam no controle, a diferença de média não apresenta relação estatisticamente significativa.

A maior adesão aos segmentos especiais de governança corporativa da BM&F Bovespa por empresas do IBrX em 2008 em comparação à amostra de participadas por FP foi significativa a 1%, período em que houve expressiva entrada de capital estrangeiro e registros de oferta pública, principalmente no primeiro semestre, com a BM&FBovespa atingindo níveis de pontuação recordes. No entanto, essa diferença não se apresentou mais significativa em 2011, quando parte considerável da amostra com participação de FP também aderiu a algum desses segmentos de governança.

Os resultados, porém, não permitem afirmar a hipótese 1 de que há relação estatisticamente significativa entre o IGC e a presença de FP, indo ao encontro dos resultados já encontrados na literatura brasileira. Há evidências, no entanto, de que no IGC4, as empresas com participação acionária de FP apresentam maior qualidade com pelo nível de significância abaixo de 5%.

A tabela 16 apresenta a matriz de correlação entre as variáveis consideradas no modelo para a amostra de empresas com qualquer participação acionária de FP.

Tabela 16. Matriz de Correlação entre as variáveis das empresas com FP no capital.

Variáveis	ADR	ALAV	DIVYLD	IGC	IGC1	IGC2	IGC3	IGC4	NM	QTOBIN	ROA	TAM	VOLA
ADR	1,000 -----												
ALAV	0,033 (0,714)	1,000 -----											
DIVYLD	-0,103 (0,248)	-0,184 (0,037)	1,000 -----										
IGC	0,156 (0,078)	0,096 (0,282)	-0,111 (0,211)	1,000 -----									
IGC1	0,258 (0,003)	-0,005 (0,955)	0,030 (0,736)	0,599 (0,000)	1,000 -----								
IGC2	0,459 (0,000)	0,176 (0,047)	-0,041 (0,644)	0,604 (0,000)	0,401 (0,000)	1,000 -----							
IGC3	-0,134 (0,132)	-0,093 (0,296)	-0,040 (0,657)	0,618 (0,000)	0,141 (0,112)	-0,055 (0,537)	1,000 -----						
IGC4	-0,120 (0,178)	0,137 (0,122)	-0,198 (0,025)	0,789 (0,000)	0,242 (0,006)	0,228 (0,009)	0,490 (0,000)	1,000 -----					
NM	-0,004 (0,963)	0,065 (0,467)	-0,197 (0,025)	0,653 (0,000)	0,221 (0,012)	0,112 (0,207)	0,749 (0,000)	0,582 (0,000)	1,000 -----				
QTOBIN	-0,084 (0,344)	0,106 (0,233)	0,046 (0,606)	0,192 (0,030)	0,191 (0,030)	0,092 (0,302)	0,187 (0,034)	0,067 (0,452)	0,117 (0,189)	1,000 -----			
ROA	0,121 (0,171)	-0,233 (0,008)	0,381 (0,000)	-0,022 (0,808)	0,277 (0,001)	-0,079 (0,375)	0,037 (0,678)	-0,178 (0,044)	-0,133 (0,134)	0,067 (0,453)	1,000 -----		
TAM	0,451 (0,000)	-0,008 (0,932)	0,011 (0,904)	0,283 (0,001)	0,395 (0,000)	0,470 (0,000)	-0,095 (0,285)	0,040 (0,656)	0,010 (0,914)	0,083 (0,352)	0,147 (0,098)	1,000 -----	
VOLA	-0,098 (0,271)	0,054 (0,544)	0,174 (0,049)	-0,082 (0,357)	-0,151 (0,089)	-0,046 (0,605)	0,007 (0,941)	-0,056 (0,530)	-0,080 (0,371)	0,207 (0,019)	-0,231 (0,008)	-0,198 (0,024)	1,000 -----

NOTA: Os coeficientes em negrito apresentam (*p-value*) entre acima de 10%.

Fonte: CVM, BM&FBovespa, Economática, Leal e Carvalhal (2005) e *E-views*

A correlação entre IGC e as variáveis Q de Tobin e tamanho das empresas (TAM) é significativa e positiva, indicando que empresas com mais governança possuem mais valor e maior tamanho. As empresas que emitiram ADR possuem correlação positiva e significativa com o IGC e seus subíndices transparência e conselho de administração, além de tamanho. Esse resultado vai em direção ao que foi encontrado por Klapper e Love (2004) que apontaram que empresas cujas ações são negociadas no mercado acionário americano tendem a apresentar melhor nível de governança.

A relação é positiva e significativa entre as variáveis IGC1 e ROA, em detrimento da relação negativa e significativa do IGC4 e ROA. As empresas da amostra que aderiram a algum segmento especial de governança corporativa na BM&FBovespa (NM) possuem relação positiva e significativa com o IGC e os

subíndices transparência, conflito de interesses e direito dos acionistas. De fato, a adesão às exigências do Novo Mercado atende a dois dos três itens de governança para conflito de interesses.

Na amostra que contém apenas as empresas que possuem FP com participação relevante no controle, apresentada na tabela 17, verifica-se uma correlação positiva e significativa entre as variáveis de governança, como a NM com os subíndices do IGC e também entre estas e ADR. Porém quando se verifica a relação entre os indicadores de governança, não há significância entre essas e a variável de valor (Q de TOBIN), tampouco com o desempenho (ROA).

Tabela 17. Matriz de Correlação das empresas com FP no Controle.

Variáveis	ADR	ALAV	DIVYLD	IGC	IGC1	IGC2	IGC3	IGC4	NM	QTOBIN	ROA	TAM	VOLA
ADR	1,000 -----												
ALAV	-0,384 (0,011)	1,000 -----											
DIVYLD	-0,253 (0,101)	-0,177 (0,256)	1,000 -----										
IGC	0,442 (0,003)	-0,380 (0,012)	-0,113 (0,469)	1,000 -----									
IGC1	0,553 (0,000)	-0,417 (0,005)	-0,141 (0,368)	0,702 (0,000)	1,000 -----								
IGC2	0,409 (0,006)	-0,394 (0,008)	0,120 (0,442)	0,706 (0,000)	0,518 (0,000)	1,000 -----							
IGC3	0,294 (0,055)	-0,212 (0,171)	-0,120 (0,443)	0,710 (0,000)	0,413 (0,006)	0,171 (0,273)	1,000 -----						
IGC4	0,115 (0,463)	-0,132 (0,400)	-0,192 (0,216)	0,771 (0,000)	0,267 (0,083)	0,368 (0,015)	0,470 (0,001)	1,000 -----					
NM	0,379 (0,012)	-0,010 (0,951)	-0,207 (0,182)	0,710 (0,000)	0,357 (0,018)	0,331 (0,030)	0,747 (0,000)	0,583 (0,000)	1,000 -----				
QTOBIN	-0,111 (0,480)	-0,006 (0,969)	0,150 (0,335)	-0,028 (0,860)	0,052 (0,738)	-0,001 (0,992)	0,110 (0,483)	-0,197 (0,205)	-0,068 (0,662)	1,000 -----			
ROA	0,075 (0,633)	-0,443 (0,002)	0,544 (0,000)	0,062 (0,692)	0,253 (0,102)	0,118 (0,450)	0,063 (0,689)	-0,171 (0,272)	-0,165 (0,290)	0,240 (0,120)	1,000 -----		
TAM	0,522 (0,000)	-0,432 (0,003)	0,071 (0,649)	0,260 (0,092)	0,326 (0,033)	0,156 (0,316)	0,225 (0,146)	0,095 (0,544)	0,179 (0,250)	-0,094 (0,550)	0,393 (0,009)	1,000 -----	
VOLA	-0,154 (0,324)	0,361 (0,017)	-0,238 (0,123)	-0,163 (0,296)	-0,243 (0,116)	-0,035 (0,825)	-0,146 (0,348)	-0,087 (0,578)	-0,121 (0,437)	0,441 (0,003)	-0,555 (0,000)	-0,438 (0,003)	1,000 -----

Fonte: CVM, BM&FBovespa, Economática, Leal e Carvalho (2005) e E-views

Os resultados apontam que a variável TAM possui correlação positiva e significativa com o IGC, IGC1, FRFLOAT, ROA e ADR, e inversa com a alavancagem e a volatilidade.

Esse resultado vai ao encontro dos resultados encontrados por Oliveira *et al.* (2012), em que uma de suas conclusões é que a variável tamanho das empresas explica boa parte da análise de resultados da relação entre a participação relevante dos FP no capital das empresas e o IGC, apontando que empresas maiores possuem em geral melhores práticas de governança corporativa e os FP possuem participação relevante em empresas de maior porte, não sendo possível assim indicar relação intrínseca entre estas variáveis.

Os resultados do modelo I, ilustrados na tabela 18, aponta uma influência dos subíndices de governança: IGC1, IGC2, IGC3 e NM e também para as variáveis de controle ALAV e DIVYLD. A adesão a ADR, o tamanho das empresas e a volatilidade na bolsa não se mostraram significativas ao desempenho.

Com um R^2 ajustado de 47,4%, os resultados do modelo I não possibilitam a afirmação da hipótese 2, uma vez que, embora alguns indicadores de governança tenham apresentado relação positiva e significativa com o desempenho, o subíndice IGC4 não se mostrou relevante e o IGC2 apresentou relação negativa com o ROA, indicando que empresas com melhor qualidade de governança corporativa nos seus conselhos apresentam pior desempenho. Este último vai de encontro à parte da literatura que afirma que uma maior governança atribuída aos conselhos contribui para uma administração mais profissional da companhia com foco nos resultados.

Quanto ao modelo II, observa-se uma influência apenas dos indicadores de governança. Todos os subíndices do IGC e a ADR se mostraram relevantes. Em relação aos subíndices, o IGC4 foi o único que apresentou uma relação negativa com o valor, contrariando a hipótese 3. Esse subíndice foi inclusive um dos que se mostraram com maior qualidade de governança no teste paramétrico de diferença de médias em favor da amostra com participação de FP.

Esse resultado sugere que embora as empresas com presença de FP apresentem melhores direitos de acionistas, isso não significa que haverá uma influência positiva sobre seu valor. Por outro lado, o IGC3 apresentou uma relação positiva com o valor. Se observado que este subíndice apresentou diferença de média

inferior a do IBrX no teste paramétrico, a relevância do IGC3 em relação ao QTOBIN pode representar uma precificação do mercado para empresas com melhor governança em alinhamento de interesses ou o reflexo da adesão dessas empresas com maior IGC3 ao Novo Mercado ou à ADR.

Tabela 18. Resultado do Painei das empresas com FP

Variáveis Independentes	Modelo - Var. Dependente		
	I - ROA	II - QTOBIN	III- IGC
CONSTANTE	-7,969 (0,735)	11,214** (0,046)	-1,214** (0,011)
IGC1	1,672* (0,086)	0,665** (0,016)	
IGC2	-2,192*** (0,000)	0,602*** (0,000)	
IGC3	2,839*** (0,000)	0,675** (0,023)	
IGC4	1,325* (0,064)	-1,250*** (0,004)	
NM	-6,410** (0,031)	0,716 (0,496)	2,120*** (0,000)
ADR	1,793 (0,448)	-2,218* (0,063)	-0,358** (0,041)
TAM	0,637 (0,714)	-0,657 (0,125)	1,304*** (0,000)
ALAV	-0,106*** (0,000)	-0,0030 (0,270)	-0,001 (0,962)
DIVYLD	0,323*** (0,002)	0,005 (0,455)	0,051*** (0,000)
VOLA	-0,168 (0,275)	0,115 (0,190)	-0,033*** (0,000)
FPCControl	2,617 (0,000)	-0,660 (0,228)	-0,933*** (0,000)
R ² Ajustado	0,472	0,112	0,820
F	2,645	1,229	9,496
Observações	130	128	128

Os símbolos *, ** e *** indicam significância estatística a 10%, 5% e 1%, respectivamente.

Fonte: E-views, Económica, BM&FBovespa, cálculos da autora.

Não obstante, o fraco R^2 ajustado e o baixo nível de adequação do Teste-F indicam que o modelo para explicar o valor em função da governança de empresas com participação de FP deve incluir outras variáveis que não foram consideradas aqui.

Além disso, os resultados dos modelos I e II podem ter sido influenciados pela crise financeira ocorrida em uma parte do período da pesquisa, que contribui para reduzir o desempenho e o valor das companhias em função da conjuntura econômica.

A presença de FP no controle de empresas mostrou-se significativa e positiva com o ROA (modelos I), e negativa, mas não relevante para o Q de Tobin (modelo II).

No modelo III, em que o IGC é a variável dependente, a presença de FP no controle mostrou-se negativa e significativa, indo ao encontro dos resultados encontrados por Punsuvo *et al.* (2007).

Os resultados indicam uma relação positiva e relevante entre IGC e TAM, corroborando os resultados encontrados por Oliveira *et al.* (2012). O R^2 ajustado do modelo mostrou-se robustez das variáveis explicativas para o IGC. Assim, os resultados permitem confirmar a hipótese 4, mas não a hipótese 5.

5

Conclusões

Os fundos de pensão possuem além do papel social de conceder benefícios complementares aos da previdência social oficial, uma função econômica relevante, uma vez que suas obrigações são de longo prazo, tornando-se fontes de liquidez de longo prazo seja na geração de poupança interna, no capital produtivo da economia e no mercado de capitais.

O estudo teórico sobre a relação entre a participação acionária de fundos de pensão e a governança corporativa, valor e desempenho em empresas ainda é latente quando aplicado ao Brasil. Este contexto torna-se mais forte no que diz respeito à expressiva participação que alguns FP possuem em grandes empresas brasileiras, seja por via direta ou indireta.

O período analisado foi marcado por expressiva quantidade de empresas que abriram seu capital, sendo que grande parte dessas estrearam no mercado com adesão ao segmento mais elevado de governança: o Novo Mercado. Ao mesmo tempo, observou-se que algumas empresas também fecharam capital, foram fundidas ou compradas, especialmente durante a crise mundial, entre 2008 e 2009.

Uma parte da literatura sobre governança sugere que o ativismo dos FP poderia levar as empresas a melhorar seus mecanismos de governança. A pesquisa realizada neste estudo indica que empresas com participação acionária de fundos de pensão apresentaram melhor IGC do que a carteira IBrX. Quando se isola as companhias controladas por FP e as compara a da carteira IBrX excluindo as que estejam na outra amostra, observa-se uma diferença positiva ainda maior para a IGC. Os resultados, porém, não permitem afirmar a hipótese 1 de que há relação estatisticamente significativa entre o IGC e a presença de FP, indo ao encontro dos

resultados já encontrados na literatura brasileira. Há evidências, no entanto, de que no IGC4, as empresas com participação acionária de FP apresentam maior qualidade com pelo nível de significância abaixo de 5%. No modelo III, em que o IGC é a variável dependente, a presença de FP no controle mostrou-se negativa e significativa, indo ao encontro dos resultados encontrados por Punsuvo *et al.* (2007). Logo, a presença de FP não significa melhora da governança.

Por outro lado, a amostra do IBrX apresenta maior qualidade no IGC3, NM e ADR tanto quando comparada à amostra total dos FP como somente as com participação no controle. Observa-se que a diferença é estatisticamente significativa para o IGC3 nos anos de 2008 e 2011, indicando que as empresas listadas no IBrX apresentam maior qualidade nesse indicador de governança em relação às empresas com participação de Fundos de Pensão. Nota-se, todavia, que quando os FP atuam no controle, a diferença de média não apresenta relação estatisticamente significativa.

O IBrX possui maior participação de companhias listadas no Novo Mercado, que necessariamente tem que cumprir exigências que mitigam possíveis conflitos de interesse como ter que aderir à câmara de arbitragem e ter somente ações ordinárias, em que uma ação tem direito a um voto.

Algumas empresas com participação acionária de FP, principalmente as com controle, apresentam estruturas financeiras ou problemas atrelados ao setor de atuação que possivelmente precisam ser priorizados antes que essas companhias façam adesão ao Novo Mercado ou que façam adesão a um dos itens de conflito de interesses. Além disso, em geral as empresas com participação acionária dos FP existem há mais tempo que muitas que recentemente abriram seu capital. Logo, o item referente a ter sido multado ou investigado pela CVM pesa mais negativamente para a amostra dos FP.

Monks e Minow (2004) ponderam que a necessidade de monitoramento diminua à medida que os investidores institucionais aumentam sua participação no capital das empresas, uma vez que passam a haver um maior alinhamento de interesses com os demais controladores. Assim, outra possível explicação para o

menor valor para o subitem conflito de interesses pode ter relação com o fato de em algumas empresas os FP terem participação no controle.

O subíndice transparência é o que menos apresenta variação entre as amostras. Em 2011 houve um aumento deste indicador para todas as amostras, em função da obrigatoriedade imposta pela lei 11.638 que alterou a Lei das S.A. e determinou que todas as empresas brasileiras de capital aberto apresentem seus demonstrativos financeiros elaborados segundo a norma internacional de contabilidade, a *International Financial Reporting Standards* (IFRS).

O tamanho das empresas mostrou ter resultado positivo e significativo para diversas variáveis de governança. Esse resultado corrobora Oliveira *et al.* (2012). Esta variável explica boa parte da análise de resultados da relação entre a participação relevante dos FP no capital das empresas e o IGC, ressaltando que empresas maiores possuem em geral melhores práticas de governança e os FP possuem participação relevante em empresas de maior porte, não sendo possível assim indicar relação intrínseca entre estas variáveis.

Os resultados encontrados no teste paramétrico de diferença de médias e nos modelos de regressão não permitem afirmar que as cinco hipóteses que a pesquisa buscou investigar são verdadeiras.

No modelo I, o subíndice IGC4 não se mostrou relevante e o IGC2 apresentou relação negativa com o ROA, indicando que empresas com melhor qualidade de governança corporativa nos seus Conselhos apresentam pior desempenho. Este último vai de encontro à parte da literatura que afirma que uma maior governança atribuída aos Conselhos contribui para uma administração mais profissional da companhia com foco nos resultados.

No modelo II, o IGC4 foi o único subíndice que apresentou uma relação negativa com o valor. Esse subíndice foi inclusive um dos que se mostraram com maior qualidade de governança no teste paramétrico de diferença de médias em favor da amostra com participação de FP. Esse resultado sugere que embora as empresas

com presença de FP apresentem melhores direitos de acionistas, isso não significa que haverá uma influência positiva sobre seu valor.

Por outro lado, o IGC3 apresentou uma relação positiva com o valor. Observado que este subíndice apresentou diferença de média inferior a da amostra do IBrX no teste paramétrico, a relevância desse subíndice de governança em relação ao QTOBIN pode representar uma precificação do mercado para empresas com melhor governança em alinhamento de interesses ou a adesão dessas empresas com maior IGC3 ao Novo Mercado ou ao mercado americano no período analisado.

Monks e Minow (2004) argumentam que o ideal é ter acionistas que possuam conhecimento sobre o negócio, habilidade e alinhamento de interesses para se alcançar um nível ótimo de monitoramento. Defendem também que os fundos de pensão por apresentarem capacidade de investimento e visão de longo prazo podem ser considerados como candidatos naturais ideais para compartilhar o controle.

A experiência dos FP advinda de atuação na governança de outras empresas e de outros setores agrega valor à governança das empresas, mas o tempo para conquistar o conhecimento sobre o negócio em si pode ser um possível ponto frágil dos FP para contribuir para melhoria de desempenho das empresas. Nesse sentido, as empresas de maior porte podem sentir ainda mais o efeito dessa lacuna, por muitas vezes necessitar de maior tempo para que os FP absorvam conhecimento de sua estrutura de modo que contribua na gestão operacional em busca de melhores resultados.

No período analisado, observou-se que os FP ampliaram a quantidade de empresas com capital difuso em sua amostra, principalmente a PETROS. Muitas dessas companhias com capital pulverizado abriram capital no período analisado, o que pode sinalizar uma maior atratividade dos FP por empresas sem controlador ou a própria evolução de governança das empresas antes investidas.

Este estudo possui uma série de limitações. Não é possível afirmar se há relação de causa e efeito e causalidade reversa entre as variáveis, tendo em vista que a

endogeneidade é muito pouco controlada. Também não foi considerada a influência que o setor de atuação possa ter sobre a governança corporativa, como por exemplo, os setores mais regulamentados que podem ter obrigação de se adequarem a melhores práticas de governança corporativa.

Ademais, a amostra de empresas no Brasil com participação de FP ainda é muito pequena. Apenas dois desses possuem uma amostra mais representativa: PREVI e PETROS, o que limita a aplicação de técnicas de análise mais apuradas de regressão. Uma sugestão seria utilizar método de equação simultânea.

Estudos futuros podem analisar a endogeneidade da governança corporativa ou o ativismo com pesquisa qualitativa visando investigar se os planos de negócios dos FP para as empresas participadas. Como a participação em empresas por FP de origem privada é muito pequena, não foi possível identificar se há diferença entre a governança entre as empresas que possuem FP de origem estatal e privada. Esta seria uma possível análise em um trabalho futuro.

Referências Bibliográficas

ABRAPP. ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES FECHADAS DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR. Página eletrônica. Brasil. Disponível em: <<http://www.abrapp.org.br/default.aspx#>>. Acesso em: 05 de janeiro de 2013.

ALMEIDA, C. A. T. *Fundos de Pensão e Governança Corporativa no Brasil*. Dissertação de Mestrado. Rio de Janeiro: Fundação Getúlio Vargas, 2011.

BERLE, A.; MEANS, G. *The Modern Corporation and Private Property*, New York: MacMillan, 1932.

BLACK, B.; JANG, H.; KIM, W. Does corporate governance affect firm value? Evidence from Korea. *Stanford Law School Working Paper*, 2003.

BM&FBOVESPA – BOLSA DE MERCADORIAS & FUTURO E BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO. Pagina eletrônica. Brasil. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/intros/intro-sobre-a-bolsa.aspx?idioma=pt-br>>. Acesso em: 05 de janeiro de 2013.

CARVALHAL, A. *Governança Corporativa e Sucesso Empresarial: Melhores Práticas para Aumentar o Valor da Firma*. São Paulo: Saraiva, 2006.

_____. Governança Corporativa, Valor, Alavancagem e Política de Dividendos das Empresas Brasileiras. *Revista de Administração*, v. 39, n. 4, p. 348-361, 2004.

_____.; LEAL, R. Corporate governance index, firm valuation and performance in Brazil. *Revista Brasileira de Finanças*, v. 3, p. 1-18. 2005.

_____.; _____. org., *Governança Corporativa: Evidências Empíricas no Brasil*. Coleção Coppead de Administração. São Paulo: Atlas, 2007.

CLAESSENS, S.; KLINGEBIEL, D.; LUBRANO, M. Corporate governance reform issues in the Brazilian equity markets. *World Bank Working Paper*, 2000.

CRISÓSTOMO, V.; GONZALEZ, E. Possível estratégia de ativismo de fundos de pensão no Brasil. *Revista de Economia Contemporânea*, v. 10, p. 139-155, 2006.

CVM – COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Pagina eletrônica. Brasil. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/>>. Acesso em: 07 de março de 2013.

FUNCEF – FUNDAÇÃO DOS ECONOMIÁRIOS FEDERAIS. Pagina eletrônica. Brasil. Disponível em:<<http://www.funcef.com.br/>> Acesso em: 15 de dezembro de 2011.

FUNCESP–FUNDAÇÃO CESP. Pagina eletrônica. Brasil. Disponível em: <<http://www.prevcsp.com.br/wps/portal>>. Acesso em: 07 de março de 2013.

GIL, Antonio Carlos. *Como Elaborar Projetos de Pesquisa*. 4ª ed., São Paulo: Atlas, 2002.

GILLAN, S.; STARKS, L. A survey of shareholder activism: motivation and empirical evidence. *Contemporary Finance Digest*, v. 2, p. 10-34, 1998.

JENSEN, M.; MECKLING, W. 1976. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and capital structure. *Journal of Financial Economics*, v. 3, p. 305-360, 1976.

JESUS, R. *Governança Corporativa: a Formação de Mecanismos por Investidores Institucionais, o Caso PREVI*. Dissertação de mestrado. Rio de Janeiro: Fundação Getúlio Vargas, 2004.

KLAPPER, L.; LOVE, I. Corporate Governance, Investor Protection, and Performance in Emerging Markets, *Journal of Corporate Finance*, v. 10, p. 703-728, 2004.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. (1999) Corporate Ownership Around the World, *Journal of Finance*, v. 54, p. 471-518, 1999.

_____; _____.; _____.; VISHNY, R. (1997) Legal Determinants of External Finance, *Journal of Finance*, v. 52, p. 1131-1150, 1997.

_____.; _____.; _____.; _____. Law and Finance, *Journal of Political Economy*, v. 106, p. 1113-1155, 1998.

_____. Investor Protection and Corporate Governance, *Journal of Financial Economics*, v. 58, p. 3-28, 2000.

_____. Investor Protection and Corporate Valuation, *Journal of Finance*, v. 57, p. 1147-1170, 2002.

McCONNEL, J.; SERVAES, H. Additional evidence on equity ownership and corporate value. *Journal of Financial Economics*, v. 27, p. 595-612, 1990.

MCKINSEY COMPANY. *Investor Opinion Survey on Corporate Governance*. Londres, 2000.

MONKS, R. A.G.; MINOW, N. *Corporate governance*. Oxford: Blackwell, 2004.

MORCK, R.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Management ownership and market valuation: an empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, v. 20, p. 293-315, 1988.

NENOVA, T. Control values and changes in corporate law in Brazil. *World Bank Working Paper*, Washington, 2001.

OLIVEIRA, R.; LEAL, R.; ALMEIDA, V.; Large Pension Funds and the Corporate Governance Practices of Brazilian Companies. *Corporate Ownership of Control*, v. 9, Issue 2, Winter 2012.

PETROS – FUNDO DE PENSÃO DOS FUNCIONÁRIOS DA PETROBRÁS. Pagina eletrônica. Brasil. Disponível em: <<https://www.petros.com.br/portal/server.pt>>. Acesso em: 05 de janeiro de 2013.

PREVI – CAIXA DE PREVIDÊNCIA DOS FUNCIONÁRIOS DO BANCO DO BRASIL. Página eletrônica. Brasil. Disponível em: <<http://www.previ.com.br/quemsomos/relatorio2011/index.html>>. Acesso em: 01/03/2013.

PREVIC- SUPERINTENDÊNCIA NACIONAL DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR. Pagina eletrônica. Brasil. Disponível em: <<http://www.previdenciasocial.gov.br/previc.php>>. Acesso em: 05 de janeiro de 2013.

PUNSUVO, F. R.; KAYO, K. E.; BARROS, L. O Ativismo dos Fundos de Pensão e a Qualidade da Governança Corporativa. *Revista de Contabilidade e Finanças*, v. 18, n. 45, p. 63-72, 2007

SILVA, F. M. *Governança e Performance Empresarial no Brasil*. Dissertação de mestrado. Riode Janeiro: Pontifícia Universidade Católica, 2004.

VALADARES, S.; LEAL, R. Ownership and control structure of Brazilian companies. *Revista Abante*, v. 3, n. 1, p. 29-56, 2000.

VERGARA, S. C. *Projetos e Relatórios de Pesquisa em Administração*. São Paulo: Atlas, 2005.

VALIA - FUNDAÇÃO VALEDO RIO DOCEDE SEGURIDADE SOCIAL. Página eletrônica. Brasil. Disponível em: <<https://www.valia.com.br>>. Acesso em: 01/03/2013.

7

Apêndice

APÊNDICE A – Descrição das Variáveis

Variável	Descrição
IGC	Índice IGCBRA
IGC1	Subíndice Transparência
IGC2	Subíndice Conselho de Administração
IGC3	Subíndice Conflito de Interesses
IGC4	Subíndice Direito dos Acionistas
ADR	<i>American Depositary Receipt</i> - Variável Binária (0,1) Indica se a empresa é listada ou não no mercado americano.
NM	Segmento de Governança da BM&FBovespa. Variável Binária (0,1). Indica se a empresa está listada ou não em algum nível do segmento de governança da BM&FBovespa.
ALAV	Alavancagem da Empresa (Dívida Bruta/Ativos Totais)
DIVYLD	Dividend Yield
QTOBIN	Q de Tobin (Valor de Mercado/Valor Patrimonial)
ROA	Retorno sobre o Ativo (Lucro Líquido/Ativos Totais)
TAM	Tamanho da Empresa (Logaritmo Natural dos Ativos Totais)
VOLA	Volatilidade das Ações da Empresa na BM&FBovespa

APÊNDICE B – Amostra das Empresas com Participação dos FP

Amostra das Empresas com Participação de Fundos de Pensão em 2011

Amostra das Empresas com FPs em 2011	PREVI		PETROS		FUNCEF		VALIA		FUNCESP	
	Ordinária	Preferencial	Ordinária	Preferencial	Ordinária	Preferencial	Ordinária	Preferencial	Ordinária	Preferencial
AMBEV	X	X								
AMERICA LATINA LOGÍSTICA	X				X					
BANCO DO BRASIL	X									
BIC MONARK	X									
BOMBRIL		X								
BRF - BRASIL FOODS S.A.	X		X				X			
BRMALLS							X			
CELESC	X	X								
CEMIG	X									
COELBA	XX	XX								
COSERN	XX	XX								
CPFL Energia S/A	XX		XX						XX	
DASA			X							
EMBRAER	X									
FIBRIA CELULOSE S.A.		X								
FORJAS TAURUS S.A.	X	X								
FRAS-LE	X		X							
Gafisa S.A.					X					
GERDAU S.A.	X									
IGUATEMI	XX		X							
Indústrias ROMI			X							
ITAU UNIBANCO	X	X								
ITAUSA		X	X	X						
JEREISSATI PARTICIPAÇÕES	X	X								
JHSF ON							X			
KEPLER WEBER	X									
LOG-IN Logística			X							
LUPATECH			X							
MAGAZINE LUIZA	X									
MARCOPOLO			X							
MARISOL		X								
METALÚRGICA GERDAU		X								
PARANAPANEMA	X		X							
RANDON	X	X								
SUZANO PAPEL E CELULOSE		X								
TELE NORTE LESTE PART.	XX		XX		XX					
TOTVS			X							
TUPY	X									
ULTRAPAR PART.	X									
USIMINAS	X	X								
VALE	XX									
WEG	X									

Legenda:

Empresas com região hachurada possuem FPs no Controle

X - Empresas que possuem participação de FPs por via direta

XX - Empresas que possuem participação de FPs por via indireta

Amostra das Empresas com Participação de Fundos de Pensão em 2008

Amostra das Empresas com FPs em 2008	PREVI		PETROS		FUNCEF		VALIA		FUNCESP	
	Ordinária	Preferencial	Ordinária	Preferencial	Ordinária	Preferencial	Ordinária	Preferencial	Ordinária	Preferencial
AMBEV	X	X								
AMERICA LATINA LOGÍSTICA	X				X					
ARACRUZ		X								
BANCO DO BRASIL	X									
BIC MONARK	X									
BOMBRIL		X								
BRASIL TELECOM	XX									
BRF - BRASIL FOODS S.A.	X		X				X			
BRMALLS							X			
CELESC	X	X								
CEMIG	X									
COELBA	XX	XX								
COSERN	XX	XX								
COTEMINAS	X	X								
CPFL Energia S/A	XX		XX						XX	
DASA			X				X			
DURATEX		X								
EMBRAER	X									
FORJAS TAURUS S.A.	X	X								
FRAS-LE	X		X							
GERDAU S.A.	X									
IGUATEMI	XX		X							
Indústrias ROMI			X							
ITAU UNIBANCO	X	X								
ITAUSA		X	X	X						
JEREISSATI PARTICIPAÇÕES	X	X								
KEPLER WEBER	X									
LOG-IN Logística			X							
LUPATECH			X							
MARCOPOLO			X							
MARISOL		X								
METALÚRGICA GERDAU		X								
PARANAPANEMA	X		X							
PETROBRÁS	X									
RANDON	X	X								
RASIP	X	X								
SADIA S/A	X	X								
SUZANO PAPEL E CELULOSE		X								
TEKA	X	X								
TELE NORTE LESTE PART	XX		XX		XX					
TUPY	X									
ULTRAPAR PART.	X									
USIMINAS	X	X								
VALE	XX								XX	
VCP		X								
WEG	X									

Legenda:

Empresas com região hachurada possuem FPs no Controle

X - Empresas que possuem participação de FPs por via direta

XX - Empresas que possui participação de FPs por via indireta

Amostra das Empresas com Participação de Fundos de Pensão em 2005

Amostra das Empresas com FPs em 2005	PREVI		PETROS		FUNCEF		VALIA		FUNCESP	
	Ordinária	Preferencial	Ordinária	Preferencial	Ordinária	Preferencial	Ordinária	Preferencial	Ordinária	Preferencial
ACESITA	X	X	X							
ALPAGARTAS	X	X								
AMBEV	X	X								
ARACRUZ		X								
BANCO DO BRASIL	X									
BIC MONARK	X									
BRASIL TELECOM	XX									
BRF - BRASIL FOODS S.A.	X	X	X	X			X	X		
CELESC	X	X								
CEMIG	X									
CIA HERING		X								
COELBA	XX	XX								
CONFAB		X								
COSERN	XX	XX								
COTEMINAS	X	X	X	X	X	X				
CPFL Energia S/A	XX		XX						XX	
DURATEX		X								
EMBRAER	X									
FORJAS TAURUS S.A.		X								
FRAS-LE	X		X							
GERDAU S.A.		X								
INEPAR	X									
IPIRANGA PET	X	X								
IPIRANGA REF		X								
ITAU UNIBANCO	X	X								
ITAUSA	X									
JEREISSATI PARTICIPAÇÕES	X	X								
KEPLER WEBER	X									
MARCOPOLO		X								
METALÚRGICA GERDAU	X	X								
PARANAPANEMA	X	X	X							
RANDON	X	X								
RASIP	X	X								
SADIA S/A	X	X								
SUZANO PAPEL E CELULOSE		X								
TEKA	X	X								
TELE NORTE CELULAR	X	X								
TELE NORTE LESTE PART	XX		XX		XX					
TELEMIG PART	X	X								
TUPY	X									
USIMINAS	X	X								
VALE	XX								XX	
VCP		X								
WEG	X									

APÊNDICE C – Carteiras Teóricas do Índice Brasil 100 - IBrX

Carteira Teórica IBrX 100- Índice Brasil 100 Posição: 30/12/2011

Ação	Tipo	Part.(%)	Ação	Tipo	Part.(%)
PETROBRÁS	PN	9,21	LOJAS AMERIC	PN INT	0,40
ITAUNIBANCO	PN EJ N1	8,03	TELEMAR	PN	0,40
VALE	PNA N1	7,71	KLABIN S/A	PN N1	0,38
PETROBRÁS	ON	6,62	BANRISUL	PNB N1	0,37
BRADESCO	PN N1	6,03	BRASKEM	PNA N1	0,37
VALE	ON N1	5,34	ELETROPAULO	PN N2	0,36
AMBEV	PN	5,23	MRV	ON NM	0,36
ITAÚSA	PN EJ N1	2,67	BR PROPERT	ON NM	0,35
BRASIL	ON EJ NM	2,19	LOCALIZA	ON NM	0,35
BRF FOODS	ON EJ NM	2,10	ENERGIAS BR	ON NM	0,34
BMFBOVESPA	ON NM	2,02	HYPERMARCAS	ON NM	0,33
OGX PETROLEO	ON NM	1,79	USIMINAS	ON N1	0,32
TELEF BRASIL	PN	1,45	HRT PETROLEO	ON NM	0,31
ULTRAPAR	ON NM	1,36	ANHANGUERA	ON NM	0,31
BRADESCO	ON N1	1,35	COSAN	ON NM	0,31
CEMIG	PN N1	1,33	BRASIL TELEC	PN	0,30
GERDAU	PN N1	1,31	LIGHT S/A	ON NM	0,29
CIELO	ON NM	1,19	TAM S/A	PN N2	0,29
CCR SA	ON NM	1,12	MULTIPLAN	ON N2	0,28
SID NACIONAL	ON	1,12	FIBRIA	ON NM	0,28
REDECARD	ON EJ NM	1,04	AES TIETÊ	PN	0,27
JBS	ON NM	1,01	MMX MINER	ON NM	0,25
SANTANDER BR	UNT ED N2	1,01	ODONTOPREV	ON EJ NM	0,24
SOUZA CRUZ	ON EJ	0,92	PORTO SEGURO	ON EJ NM	0,22
TIM PART S/A	ON NM	0,92	DURATEX	ON NM	0,22
EMBRAER	ON NM	0,90	ECORODOVIAS	ON NM	0,21
BR MALLS PAR	ON NM	0,82	AMIL	ON NM	0,19
CPFL ENERGIA	ON NM	0,82	COPASA	ON INT N	0,19
BRADSPAR	PN N1	0,75	MARCOPOLO	PN N2	0,19
CETIP	ON EJ NM	0,72	GAFISA	ON NM	0,19
PDG REALT	ON NM	0,70	MARFRIG	ON NM	0,18
NATURA	ON NM	0,66	MPX ENERGIA	ON NM	0,17
P.AÇUCAR-CBD	PN N1	0,65	SUL AMERICA	UNT N2	0,17
TRACTEBEL	ON NM	0,65	IOCHP-MAXION	ON NM	0,17
CESP	PNB N1	0,64	ROSSI RESID	ON NM	0,14
LOJAS RENNER	ON EJ NM	0,63	GERDAU	ON N1	0,13
SABESP	ON NM	0,63	SUZANO PAPEL	PNA EJ N	0,13
ELETROBRÁS	PNB N1	0,63	GOL	PN ES N2	0,13
ITAUNIBANCO	ON EJ N1	0,62	BROOKFIELD	ON NM	0,12
TOTVS	ON EJ NM	0,53	TELEMAR	ON	0,12
USIMINAS	PNA N1	0,52	EVEN	ON NM	0,11
GERDAU MET	PN N1	0,50	LLX LOG	ON NM	0,11
DASA	ON NM	0,50	RANDON PART	PN N1	0,11
TRAN PAULIST	PN N1	0,48	PARANAPANEMA	ON N1	0,10
CYRELA REALT	ON NM	0,45	CONFAB	PN N1	0,09
CIA HERING	ON NM	0,43	BR BROKERS	ON NM	0,07
ALL AMER LAT	ON NM	0,43	B2W VAREJO	ON NM	0,06
ELETROBRÁS	ON N1	0,42	PANAMERICANO	PN N1	0,04
COPEL	PNB N1	0,42	V-AGRO	ON NM	0,03
WEG	ON EJ NM	0,42	POSITIVO INF	ON NM	0,01

Carteira Teórica IBrX 100- Índice Brasil 100 Posição: 30/12/2008

Ação	Tipo	Part.(%)
PETROBRÁS	PN EJ	13,21
PETROBRÁS	ON EJ	10,91
VALE R DOCE	PNA N1	8,81
ITAUBANCO	PN N1	6,65
VALE R DOCE	ON N1	6,48
BRADESCO	PN N1	6,29
ITAÚSA	PN N1	2,91
UNIBANCO	UNT N1	2,90
AMBEV	PN	2,68
BMF BOVESPA	ON NM	2,27
SID NACIONAL	ON	1,89
GERDAU	PN N1	1,75
CEMIG	PN N1	1,64
TELEMAR	PN	1,52
BRASIL	ON EJ NM	1,50
USIMINAS	PNA EJ N1	1,18
EMBRAER	ON NM	1,17
REDECARD	ON EJ NM	1,17
GERDAU MET	PN N1	0,98
ELETOBRÁS	ON N1	0,94
ELETOBRÁS	PNB N1	0,85
ULTRAPAR	PN N1	0,80
BRADESPAR	PN N1	0,79
CPFL ENERGIA	ON NM	0,74
PERDIGÃO S/A	ON NM	0,72
TRACTEBEL	ON NM	0,70
TRAN PAULIST	PN N1	0,67
BRASIL T PAR	PN EJ N1	0,64
ALL AMER LAT	UNT N2	0,63
VIVO	PN	0,62
SOUZA CRUZ	ON EJ	0,62
SABESP	ON NM	0,58
P.AÇUCAR-CBD	PN N1	0,57
BRASIL T PAR	ON EJ N1	0,57
CESP	PNB N1	0,51
CCR RODOVIAS	ON NM	0,50
NET	PN N2	0,48
WEG	ON EJ NM	0,45
COPEL	PNB N1	0,45
USIMINAS	ON EJ N1	0,43
ELETROPAULO	PNB EJ N2	0,43
TELEMAR	ON	0,42
GVT HOLDING	ON NM	0,41
BRASIL TELECOM	PN EJ N1	0,40
NOSSA CAIXA	ON EJ NM	0,39
NATURA	ON NM	0,38
CYRELA REALT	ON NM	0,36
LOJAS RENNER	ON EJ NM	0,35
LOJAS AMERIC	PN INT	0,35
SUZANO PAPEL	PNA INT N1	0,33

Ação	Tipo	Part.(%)
TELESP	PN	0,31
V C P	PN N1	0,31
TIM PART S/A	PN	0,30
JBS	ON NM	0,29
KLABIN S/A	PN N1	0,28
SADIA S/A	PN N1	0,27
TELEMAR N L	PNA EJ	0,27
TAM S/A	PN N2	0,25
GAFISA	ON NM	0,25
ENERGIAS BR	ON NM	0,23
GERDAU	ON N1	0,23
ARACRUZ	PNB N1	0,23
DASA	ON NM	0,22
B2W VAREJO	ON NM	0,21
COSAN	ON NM	0,21
PORTO SEGURO	ON NM	0,20
FOSFÉRTIL	PN	0,19
BRASKEM	PNA N1	0,19
DURATEX	PN N1	0,17
PDG REALT	ON EJ NM	0,17
CELESC	PNB N2	0,15
LUPATECH	ON NM	0,15
COMGÁS	PNA	0,14
TIM PART S/A	ON	0,14
CONFAB	PN N1	0,13
LOCALIZA	ON EJ NM	0,13
BR MALLS PAR	ON NM	0,12
LIGHT S/A	ON NM	0,12
MRV	ON NM	0,10
GOL	PN N2	0,10
MAGNESITA SA	ON NM	0,10
MARFRIG	ON NM	0,10
RANDON PART	PN N1	0,09
EQUATORIAL	ON EJ NM	0,08
OHL BRASIL	ON NM	0,06
ROSSI RESID	ON NM	0,06
ETERNIT	ON NM	0,06
UNIPAR	PNB N1	0,06
LOG-IN	ON NM	0,06
MMX MINER	ON NM	0,05
CYRE COM-CCP	ON NM	0,04
TECNISA	ON NM	0,04
AGRA INCORP	ON NM	0,03
POSITIVO INF	ON NM	0,03
LLX LOG	ON NM	0,03
TENDA	ON NM	0,02
CC DES IMOB	ON NM	0,02
KEPLER WEBER	ON	0,02
FER HERINGER	ON NM	0,01
ABYARA	ON NM	0,01
ECODIESEL	ON NM	0,00

Carteira Teórica IBrX 100- Índice Brasil 100 Posição: 29/12/2005

Ação	Tipo	Part.(%)
PETROBRÁS	PN	12,51
PETROBRÁS	ON	9,50
VALE R DOCE	PNA N1	7,50
BRADESCO	PN N1	6,78
ITAUBANCO	PN EJ N1	6,29
VALE R DOCE	ON N1	6,04
AMBEV	PN *EDJ	3,76
UNIBANCO	UNT N1	3,72
ITAÚSA	PN EJ N1	2,69
BRADESCO	ON N1	2,49
TELEMAR	PN	2,27
EMBRAER	PN EJ	1,99
CEMIG	PN * N1	1,82
GERDAU	PN N1	1,75
SID NACIONAL	ON	1,67
ARCELOR BR	ON N1	1,33
USIMINAS	PNA	1,29
CAEMI	PN	1,15
ARACRUZ	PNB EJ N1	0,90
GERDAU MET	PN N1	0,86
P.AÇUCAR-CBD	PN * N1	0,82
ELETRORÁS	PNB*	0,81
ELETRORÁS	ON *	0,81
BRASIL T PAR	PN * N1	0,80
GOL	PN N2	0,74
BRADSPAR	PN N1	0,71
TIM PART S/A	PN *	0,71
TRACTEBEL	ON EJ NM	0,70
TELEMAR	ON	0,68
BRASKEM	PNA N1	0,64
USIMINAS	ON	0,58
SADIA S/A	PN N1	0,55
V C P	PN EJ N1	0,54
TELEMAR N L	PNA EJ	0,54
BRASIL	ON	0,51
NATURA	ON NM	0,50
SABESP	ON *EJ NM	0,48
CCR RODOVIAS	ON NM	0,48
SOUZA CRUZ	ON EJ	0,48
CPFL ENERGIA	ON NM	0,47
NET	PN N2	0,45
KLABIN S/A	PN N1	0,43
COPEL	ON EJ	0,42
TRAN PAULIST	PN *EJ N1	0,42
LOJAS AMERIC	PN *I05	0,40
TELESP CL PA	PN	0,40
COPEL	PNB*	0,39
EMBRATEL PAR	PN *	0,38
TELESP	PN	0,38
BRASIL TELECOM	PN * N1	0,37

Ação	Tipo	Part.(%)
WEG	PN N1	0,36
EMBRAER	ON EJ	0,35
PERDIGÃO S/A	PN N1	0,34
AES TIETÊ	PN *	0,34
TELE CTR OES	PN	0,34
BRASIL T PAR	ON * N1	0,27
SUZANO PAPEL	PNA EJ N	0,25
ULTRAPAR	PN N1	0,22
TELEMIG PART	PN *	0,21
ACESITA	PN	0,21
GERDAU	ON N1	0,21
DASA	ON NM	0,21
IPIRANGA PET	PN	0,21
TELESP	ON	0,21
TIM PART S/A	ON *	0,20
CEMIG	ON * N1	0,20
DURATEX	PN N1	0,17
UNIPAR	PNB EJ N1	0,17
COTEMINAS	PN *	0,17
ELETROPAULO	PN * N2	0,16
CONTAX	PN ED	0,15
CONFAB	PN N1	0,14
FOSFÉRTIL	PN *	0,14
CELESC	PNB N2	0,13
RANDON PART	PN N1	0,13
PORTO SEGURO	ON NM	0,12
COMGÁS	PNA *	0,12
TELEMIG PART	ON *	0,12
RIPASA	PN N1	0,12
CRT CELULAR	PNA	0,12
IPIRANGA REF	PN	0,10
GRENDENE	ON NM	0,10
CESP	PN *	0,09
MARCOPOLO	PN N2	0,08
COELCE	PNA *EJ	0,08
COPEL	ON *	0,07
SUZANO PETR	PN N2	0,06
MAGNESITA	PNA *	0,06
PARANAPANEMA	PN	0,06
CONTAX	ON	0,05
ETERNIT	ON EJ N2	0,04
LIGHT	ON * NM	0,04
BOMBRIL	PN	0,04
ACESITA	ON	0,04
FERBASA	PN	0,03
TELE LEST CL	PN	0,03
TELE CTR OES	ON	0,02
TELE NORT CL	PN *	0,01
MUNDIAL	PN ES	0,01
ALL AMER LAT	PN N2	0,01
INEPAR	PN	0,01