

I

Introdução

Após a série de escândalos corporativos iniciados com a Enron, em setembro de 2001, nos quais foi possível identificar diversas formas de abuso por parte daqueles que detinham o poder decisório em nome das empresas, o tema “Governança Corporativa” – GC ganhou mais expressão no mundo, passando a fazer parte das principais preocupações de investidores, empresas e governos.

De acordo com La Porta, Lopes-de-Silanes, Shleifer e Vishny - LLSV (2000a), GC pode ser considerada como o conjunto de mecanismos por meio dos quais investidores *outsiders* (acionistas ou credores) se protegem contra expropriação por parte dos investidores *insiders* (executivos ou acionistas controladores). Os primeiros não têm garantia de que seus recursos serão tratados pelos últimos com a devida diligência (*duty of care*) e, principalmente, com lealdade (*duty of loyalty*).

Expropriação passa a ser uma questão importante a partir do momento em que há separação entre propriedade e controle, conforme detalhado na chamada “teoria da agência”.

A relação de agência é um contrato sob o qual uma ou mais pessoas (os principais) contratam outra (o agente) para executar algum tipo de serviço em seu nome, o que envolve alguma delegação de autoridade para o agente. Como veremos ao longo deste estudo, se ambas as partes são maximizadoras de utilidade, há boa razão para acreditar que o agente nem sempre agirá no melhor interesse do principal, mas, sim, conforme seus próprios interesses.

Vale notar que, os controladores, apesar de terem recursos próprios investidos na empresa, o que os qualificaria como principais, exercem também papel de agente em relação aos minoritários. Para efeito deste estudo, tendo em vista a possibilidade de o controle ser exercido com parcela relativamente pequena do capital total das

empresas brasileiras, os controladores serão considerados apenas como agentes.

Na ausência de incentivos adequados, não há garantia de retorno do investimento realizado na empresa e, portanto, esses recursos podem ser considerados como custo afundado para acionistas e credores (*outsiders*). Aqui, vale ressaltar que esse conceito não se refere apenas à natureza de custo afundado *per se*: caso houvesse os incentivos adequados (contratos, leis ou auto-regulação), o investimento seria naturalmente recuperado, seja por meio de pagamento de juros/principal, no caso de dívida, ou dividendos/lucros, no caso de participação acionária.

Nas empresas que não contemplam mecanismos que garantam o retorno do investimento, o investidor entra em relação de dependência *ex post vis a vis* os controladores e executivos da empresa que, dessa forma, perdem o incentivo a considerar os interesses daqueles que já investiram. Em suma, na ausência de motivação no momento anterior ao investimento, os *insiders* fazem com que os *outsiders* incorram em elevado risco moral. Pensando em termos de um jogo estratégico, o investidor fica refém após sua entrada, ou seja, na seqüência do jogo.

Cabe notar que, no que se refere aos demais *stakeholders* (como empregados e fornecedores), isso não ocorre, pois, mesmo após a contratação de seus serviços, eles se mantêm importantes para a operação da empresa, isto é, mesmo após aportarem seu capital *latu sensu* (capital financeiro, humano, intelectual,...) na companhia.

Apesar de não serem financiadores de capital propriamente dito, os *stakeholders* são provedores de serviços e, portanto, renovam, em prazo relativamente mais curto (condizente com o ciclo de produção e vendas), sua exposição ao risco da empresa, ou seja, incorrem no risco de não terem seus serviços ou bens adequadamente remunerados. Logo, embora em menor escala, já que seu horizonte é, em geral, mais curto do que o dos investidores, eles também financiam a empresa e podem incorrer em custos afundados: trabalhadores e fornecedores, por exemplo, podem não receber seus pagamentos e direitos. Esta, no

entanto, seria uma situação-limite, pouco plausível em contexto de normalidade e, portanto, pode-se considerar que não há custo afundado para esses agentes.

Dentre as diferentes formas de expropriação, pode-se citar: (i) venda (compra) de bens e serviços abaixo (acima) do preço de mercado, ou seja, o uso de preço de transferência para transferir renda entre corporações com diferentes estruturas de controle; (ii) investimento excessivo ou insuficiente; (iii) nepotismo em posições executivas, acarretando gestão incompetente ou remuneração excessiva; e (iv) resistência a *takeovers* com potencial geração de valor para a empresa.

Assim como na teoria de opções reais, não basta um projeto apresentar valor presente líquido positivo para que haja decisão de investir: a potencial irreversibilidade do investimento faz parte das questões estratégicas a serem consideradas pelo investidor. Assim, a probabilidade de expropriação por parte dos *insiders*, afeta, *ex ante*, o cálculo de viabilidade econômica e, portanto, a decisão de investir. Quanto maior for a perspectiva de expropriação, maior o peso desse componente no cálculo do investidor, pois integra o conjunto das irreversibilidades potenciais, ou seja, das possíveis perdas de flexibilidade estratégica de alocação alternativa de recursos.

Em contexto de jogo dinâmico, a irreversibilidade, obviamente, só ocorre após a realização do investimento (ou seja, *ex-post*), o que fortalece os *insiders* e aumenta a probabilidade de expropriação dos *outsiders*, pois o jogo é desigual. Mas, *ex-ante*, essa irreversibilidade não é dada: cabe ao financiador/*outsider* calcular a probabilidade de ser expropriado *a posteriori* (e suas implicações) para tomar a decisão de investir. Bons mecanismos de GC, ou seja, incentivos contra a expropriação, reduzem, *ex ante*, a probabilidade de o investimento se tornar irreversível e, portanto, os potenciais custos afundados. Em outras palavras, boas regras de GC atribuem flexibilidade ao investimento, agregando valor à opção de investir no projeto/empresa. Em seu cálculo, o financiador avaliará, *ex ante*, as irreversibilidades em ambiente de incerteza, marcado por assimetria de informações entre ele e os *insiders*.

Legislação e *enforcement* adequados, assim como mecanismos de monitoramento e exercício do direito de voto são importantes instrumentos para evitar expropriação, ou seja, para impedir que os *insiders* usem os lucros da empresa em benefício próprio e em detrimento do retorno dos *outsiders*.

Nesse contexto, os investidores institucionais surgem como importantes agentes para o desenvolvimento do mercado de capitais, pois o volume de recursos por eles administrados lhes confere, em geral, maior capacidade de fiscalizar e interferir nos rumos da companhia.

Vale lembrar que maiores direitos sobre fluxos de caixa tendem a conferir aos investidores institucionais o incentivo necessário para incorrer no custo de ativismo. De um lado, “investir” em monitoramento implica custear a contratação de advogados, técnicos qualificados, etc..., mas, por outro lado, espera-se que o retorno financeiro dessa ação seja proporcional à parcela investida na empresa, resultando na sua valorização. Aqueles com direito a baixo percentual do fluxo de caixa não têm incentivo a arcar com o custo do monitoramento, pois o retorno esperado é pequeno, ou seja: não faz sentido financiar ativismo com o pequeno *payout* que lhes cabe. Em suma, trata-se de problema clássico de ação coletiva, no qual os pequenos minoritários são “caroneiros” ou *free riders*.

Essa maior proximidade entre propriedade (direitos sobre significativo percentual dos fluxos de caixa) e controle (poder de voto e gestão propriamente dita), associada à responsabilidade fiduciária desses investidores para com seus quotistas ou participantes¹ (este último, no caso dos fundos de pensão - FP), lhes permite exigir a implementação de boas práticas de GC nas empresas que compõem seus portfólios e, conseqüentemente, contribuir para melhorar a rentabilidade e a sustentabilidade das empresas no médio e longo prazos.

Conforme observado em Jensen e Meckling (1976), a limitação à expropriação é dada pela propriedade residual do *equity* pelos executivos, o que aumentaria o interesse destes por dividendos em detrimento de

¹Participantes são os beneficiários de planos de previdência complementar.

mordomias². Os autores consideram os direitos financeiros como “direitos contratuais”, que dão aos investidores direitos ao fluxo de caixa da empresa. Já Hart (1995) distingue direito contratual de “direito residual de controle”, que dá ao investidor *outsider* o poder de pressionar pelo recebimento de seus recursos³.

No Brasil, assim como na grande maioria dos países latino americanos, nos quais a estrutura de controle é bastante concentrada, o funcionamento do mercado de capitais assenta-se na relação entre acionistas controladores (*insiders*) e minoritários (*outsiders*), que, no contexto deste estudo, refere-se não apenas aos acionistas, mas, também, aos credores.

Nesse contexto, como operações entre partes relacionadas têm grande potencial de acarretar expropriação, o papel dos investidores institucionais é de extrema importância: na condição de acionistas relevantes, são capazes de se contrapor ao poder dos acionistas controladores e criar mecanismo de pesos e contrapesos no processo decisório das empresas.

Os investidores institucionais também participam de blocos de controle de empresas, notadamente daquelas privatizadas, e, portanto, poderiam ser considerados, nessas situações, como controladores. Vale ressaltar, no entanto, que, no caso dos fundos de pensão, em função de restrições legais, estes são minoritários por excelência⁴. Esta é a hipótese considerada neste estudo.

Adicionalmente, uma característica importante do mercado acionário brasileiro é a possibilidade de acionistas minoritários (preferencialistas e ordinaristas) indicarem representantes para os

²Observe-se, entretanto, que, na grande maioria dos escândalos corporativos observados a partir de 2001, os executivos eram “*residual claimants*”, pois possuíam cláusulas de *stock options*. Ou seja, nesses casos, a propriedade residual do *equity* pelos executivos, ao invés de alinhar interesses, culminou por exacerbar a relação de agência.

³O direito residual de controle refere-se ao poder do proprietário de um ativo em contingências não especificadas contratualmente. Ou seja, o dono do ativo tem o poder de decidir sobre o seu uso em qualquer forma não conflitante com a legislação ou contrato vigente. Cf Hart (1995, p.30).

⁴ De acordo com a Resolução nº 3.121/03, do Conselho Monetário Nacional, os FP não podem deter mais de 20% do capital social de uma empresa.

Conselhos de Administração – CA das empresas, o que reforça o poder de monitoramento dos “grandes minoritários”, como é o caso dos FP: o elevado volume de recursos lhes permite concentrar significativa parcela do capital das empresas investidas, aumentando sua capacidade de intervenção.

Cabe mencionar que, nos EUA, só após os escândalos corporativos do início deste século, o órgão regulador do mercado de capitais (SEC - *Securities and Exchange Commission*) propôs facultar aos acionistas a possibilidade de indicar nomes para compor as listas de membros dos Conselhos de Administração das empresas, a serem escolhidos em votação nas Assembléias Gerais. Até então, essa era prerrogativa apenas dos *Chief Executive Officers* – CEOs, que, enquanto representantes dos interesses da companhia, escolhiam os nomes daqueles que, posteriormente, teriam a incumbência de monitorar seus atos na gestão da empresa.

Ainda no esteio da crise corporativa americana, vale ressaltar a Lei Sarbanes-Oxley, editada em julho de 2002. Esta, dentre outros mecanismos de incentivo às boas regras de GC, tornou obrigatória a presença de membros independentes nos Conselhos de Administração e nos comitês de auditoria (*audit committees*) das empresas.

Os fundos de pensão foram importantes agentes do processo de privatização brasileiro no início dos anos 90 e, em geral, fizeram uso de Acordos de Acionistas – AA, nos quais buscaram garantir contratualmente direitos, como o de indicar membros nos Conselhos de Administração e Fiscal. Esses AA, portanto, podem ser considerados como uma forma de garantir os “direitos contratuais” abordados em Jensen e Meckling (1976).

No caso dos AA brasileiros, esses contratos foram utilizados como forma de explicitar e delimitar o poder de cada um dos grupos integrantes do bloco de controle e, no caso dos FP, limitar o potencial de expropriação por parte dos acionistas controladores (e não dos executivos, como ocorre nos EUA), garantindo-lhes a prerrogativa de monitorar de perto as empresas investidas, notadamente por meio de seus representantes nos CAs.

Este fato, associado à aplicação adequada da Lei das SA, que, em seu artigo 115, define que o interesse da companhia deve estar acima de qualquer outro (inclusive de seus sócios) e atribui à pessoa física do conselheiro a responsabilidade de zelar para que as decisões dos executivos e dos Conselhos de Administração sejam nesse sentido, criou condições bastante profícuas para o exercício de ativismo por parte dos FP.

Conforme abordado por Hawley e Williams (2000), ao cumprir com sua responsabilidade fiduciária, monitorando e incentivando boas práticas de GC nas empresas em que têm participação acionária, os administradores de recursos de terceiros geram externalidade positiva, que é o desenvolvimento do mercado de capitais como um todo.

Nesse contexto, o objetivo desta tese é analisar, no Brasil, em que medida os fundos de pensão, enquanto importantes investidores institucionais, podem evitar expropriação em operações envolvendo partes relacionadas.

Por embutirem interesses específicos que, via de regra, contrastam com aqueles da empresa, essas operações têm enorme potencial de expropriação e, portanto, requerem especial atenção de minoritários em países com estrutura de controle concentrada.

Procurar-se-á avaliar, com base em estudos de caso, se esse monitoramento implica potencial aumento de valor para as empresas e quais os eventuais percalços para que esse ganho, de fato, se concretize. Como conseqüência, a importância e a eficácia da legislação, assim como seu *enforcement* por parte do judiciário e de órgãos reguladores (notadamente a CVM), serão avaliadas em alguns dos casos.

De acordo com LLSV (2000a), países de *civil law*, como é o caso brasileiro, tendem a ter um sistema de GC “inferior” àquele dos países de *common law*, onde o arcabouço legal é baseado em jurisprudência. Nos primeiros, os responsáveis pela aplicação da lei não utilizam o chamado *sniff test*, quer dizer, considerações de justiça (*fairness*) em suas decisões e acabam por permitir práticas muitas vezes “legais” de expropriação, também conhecidas como *tunneling* (LLSV, 2000b).

Outro elemento a ser considerado é a importância de mecanismos de controle e incentivo para que esses investidores exerçam sua responsabilidade fiduciária e, efetivamente, monitorem as empresas investidas, conforme tratado em “*Who watches the watchers*”, de Monks e Minow (1996). Como será observado, muitas vezes esse sistema de pesos e contrapesos (*checks and balances*) pode ser obtido por meio de mecanismos internos de GC que permitam aos quotistas e/ou participantes monitorarem os processos decisórios no âmbito desses *watchers* (gestores de recursos de terceiros).

A presente tese está estruturada em cinco capítulos. Após esta introdução, o segundo capítulo apresentará as condições de contorno referentes ao ativismo de Fundos de Pensão, enquanto importantes investidores institucionais no mercado acionário brasileiro. Esse capítulo está subdividido em cinco seções.

A primeira seção (2.1) discutirá aspectos da teoria econômica pertinentes ao papel dos investidores institucionais como potenciais agentes indutores das boas práticas de GC em contexto de assimetria de informações. Uma vez abordada a relevância teórica dos investidores institucionais como agentes capazes de mitigar o risco de expropriação nas empresas investidas, o estudo tratará a questão no contexto brasileiro.

A segunda seção (2.2) abordará, de forma sucinta, o arcabouço regulatório do mercado acionário brasileiro, de sua estrutura familiar na época da primeira lei societária até os dias de hoje, com ênfase na abordagem de conflitos de interesses e abuso de poder. O contexto de medidas indutoras das boas práticas de GC, como o Novo Mercado da Bovespa, o Programa de GC do BNDES e a Lei Sarbanes-Oxley, também será apresentado.

A terceira seção (2.3) tratará do aparato regulatório pertinente aos investimentos dos Fundos de Pensão, com especial atenção para os instrumentos incentivadores do ativismo desses agentes (Leis Complementares nº 108/01 e 109/01 e a recém-editada Resolução CMN nº 3.121/03), bem como para os dispositivos de *enforcement* destes

normativos, pela aplicação de penalidades administrativas, constantes do Decreto nº 4.942/03.

A quarta seção (2.4) apresentará, com base em trabalho desenvolvido em 2001 e 2002 pelo fundo de pensão dos funcionários da Petrobras – PETROS, mecanismos de auto-regulação em Entidade Fechadas de Previdência Complementar - EFPC, com ênfase no incentivo ao ativismo dessas instituições. Utilizando a terminologia agente-principal, serão abordados instrumentos utilizados para mitigar os riscos moral e de seleção adversa sob dois prismas. De um lado, será tratada a chamada “Governança Corporativa Interna”, ou seja, mecanismos visando mitigar o risco de expropriação considerando as EFPC como “agentes” responsáveis pela gestão dos recursos dos participantes. De outro lado, considerando essas entidades como “principais”, o mesmo será feito levando em conta a sua relação com seus agentes, tanto na contratação de serviços de terceiros como no monitoramento de suas participações acionárias.

A última seção (2.5) avaliará a importância dos FP no mercado acionário brasileiro, com ênfase no papel dessas instituições no processo de privatização iniciado nos anos 90.

No terceiro capítulo serão apresentados estudos de casos no intuito de identificar quais as questões abordadas na literatura de GC mais relevantes para o mercado brasileiro. No capítulo, organizado em três seções, estruturadas segundo diferentes resultados de ações de GC, buscar-se-á avaliar o papel dos FP como agentes indutores das boas práticas e capazes de criar valor para as empresas em operações envolvendo partes relacionadas. Isso permitirá identificar algumas formas de expropriação no Brasil e em quais situações grandes investidores institucionais foram capazes de assegurar a adequação dessas transações (tanto no que diz respeito ao preço pago quanto à qualidade do serviço/produto adquirido).

O quarto capítulo apresentará algumas observações a respeito da relação entre ativismo e *performance*, considerando estudos empíricos e sua aplicação para o mercado brasileiro.

O quinto capítulo conclui o estudo, sistematizando os resultados de forma a contrastá-los com a literatura de GC e permitir avaliar questões relevantes para o desenvolvimento das boas práticas de GC no mercado acionário brasileiro.