

## IV

### Ativismo e Performance: algumas considerações

Assim como apontado em diversos estudos que procuraram relacionar ativismo e *performance* das empresas (medida, estritamente, pelo valor de suas ações no mercado), os casos analisados não permitiram estabelecer correlação direta entre essas variáveis. Este fato sugere, no entanto, que, mais do que concluir que ativismo é inócuo em termos de performance, caberia concentrar esforços na definição de uma métrica mais adequada para aferir essa relação.

A indeterminação entre ativismo e performance pode ser abordada sob duas óticas.

Primeiramente, em mercados de baixa liquidez, o valor (que vem do *fair value* extraído do FCD) criado não é “comunicado” (*signaled*) ao mercado pela via da liquidez. A negociação de parte das ações do portfólio de investidores institucionais no mercado secundário poderia conferir liquidez e, portanto, preço ao valor criado em empresas de baixa liquidez.

Baixa liquidez acarreta informação imperfeita/assimétrica para o mercado sobre o valor criado pela GC, pois o preço, que é o sinalizador, não reflete toda essa informação. Logo, caberia complementar GC em mercados de baixa liquidez com intervenções que façam com que haja sinalização para o mercado do valor por ela criado. Uma delas é o *market making*, estratégia de comunicação, pela via da negociação/liquidez, de valor, visando à formação de preço em bases sistemáticas. O aumento do número de transações tenderia a levar o preço do ativo a uma convergência com o seu valor justo.<sup>1</sup>

As boas práticas de GC, tais com *disclosure*, *fairness* e *accountability*, são, na verdade, um mecanismo/instrumento de

---

<sup>1</sup> Trata-se aqui do binômio “Valor e Liquidez”. Para um aprofundamento sobre a matéria, cf. “Cartas Dynamo” – diversas publicações – disponíveis em [www.dynamo.com.br](http://www.dynamo.com.br), site corporativo da Dynamo Administração de Recursos Ltda.

transmissão/comunicação (para o preço) da real situação da empresa, evitando/mitigando os riscos moral e de seleção adversa observados em ambiente de assimetria de informações que dão á margem ao chamado problema de agência, especialmente grave em contexto de regulação/proteção imperfeita.

Para que houvesse impacto no mercado, o ativismo por parte do investidor institucional, além de poder romper a inércia para o “problema de ação coletiva” (pelo incentivo a incorrer nos custos do ativismo em função dos grandes direitos a fluxos de caixa) e configurar-se como solução para o problema de agência, que envolve a questão do *free riding* por parte dos demais *outsiders*, poderia avançar no sentido de uma ação possível de *market making*.

O ativismo não se encerraria, nesta perspectiva, portanto, apenas na criação do valor: estender-se-ia a um *market making* de criação de saída para o *fair value*, transmitindo ao mercado a informação necessária para ele (mercado) precificar o valor gerado pelo monitoramento ativo<sup>2</sup>.

Outra implicação desse ativismo seria a “realização do valor”: ao aumentar a negociação dos ativos, haveria tendência à convergência do preço para o valor justo (o mercado tenderia a formar preço em bases mais consistentes), com redução da volatilidade (maior chance de saída ao preço justo). Menor volatilidade, ou risco, implicaria menor desconto e, logo, maior valor seria percebido. Um maior número de transações facilita também o processo de convergência porque os agentes “aprendem” a operar os ativos (*learning by doing*).

Os benefícios do ativismo serão tanto mais mensuráveis/percebidos quanto maior for o aprofundamento das ações rumo à etapa posterior da cadeia de valor representada pela formação de mercado secundário/liquidez para os ativos objeto de ação de GC.

---

<sup>2</sup> “Fatos Relevantes” das empresas CCR (Bovespa NM) e Suzano, divulgados no primeiro semestre de 2004, dando conta da contratação de banco para atuar como *market maker* das empresas é um exemplo de sinalização de alinhamento dos vetores GC e *market making* no sentido da exponenciação das ações na cadeia de valor para o acionista (binômio Valor e Liquidez).

No caso de haver acordos de acionistas, estes poderiam ser utilizados como instrumentos para aumentar o *enforcement* do monitoramento e a liquidez (*market signaling*) poderia ser alcançada pela negociação das ações não afetadas pelo acordo.

Uma outra perspectiva passível de adoção para o entendimento da dualidade constatada entre valor e preço de mercado de ativos submetidos a ações de GC por grandes minoritários no Brasil, é a da possível não adequação da métrica de mensuração de valor (preço de mercado) às características de baixa liquidez e concentração desses ativos, diferentemente do caso de estruturas de mercado acionário mais maduras/pulverizadas, como a norte-americana, objeto de ampla discussão na literatura internacional de GC.

Julgamos que tal linha de argumentação possa vir a constituir terreno profícuo para futuras pesquisas sobre o valor do ativismo no Brasil.

Centraremos nossa reflexão sobre a matéria, por ora, em alguns contrapontos que poderão nortear essas investigações, ao mesmo tempo em que visam fundamentar a tese aqui defendida sobre a criação de valor com GC, no Brasil.

Acreditamos que, em última instância, a não aferição em mercado do valor da GC, nos casos estudados, pode estar associada à existência de problema de medição, especialmente presente em situação de baixa liquidez (ou falta de preço) para o valor criado. Não se trataria, como abordado em Romano (2001), de um *misdirection* do ativismo do investidor institucional, na busca de alinhamento de interesses entre acionistas e *management*.

Preços e valor do fluxo de caixa descontado (FCD) são, ali, métricas tratadas indistintamente e, de acordo com a autora, a falta de foco no ativismo dos investidores institucionais torna a ação de GC inócua e, portanto, não é possível capturar criação de valor.

Da hipótese que aqui esposamos, qual seja, a da deficiência do poder explicativo da métrica (preço) para o fenômeno existente (valor da GC, captado pela escala FCD) decorreria, como possível estratégia para

obtenção de convergência de valores e preços (ou seja, para tornar pertinente a aplicação da métrica “preço de mercado”), a necessidade de indução de ações de *market making*, principalmente em mercados, como o brasileiro, com baixas pulverização e negociação dos ativos listados.

Deixamos, portanto, uma proposição a ser oportunamente passível (ou não) de comprovação: o teste de mercado, especialmente para ações de baixa liquidez (que é, no final das contas, apenas um teste da realização/conversão do potencial valor da GC) só será aplicável com razoável significância (ou passará a captar a criação de valor), quando essa liquidez for criada.

Sem isso, corre-se o risco de, como se diz, “jogar o bebê junto com a água”. Ou de se confundir o fenômeno com a (má) escala de medição.

Até lá, não se pode dizer, rigorosamente, que não houve ganho com GC: ele ficaria cristalizado no ativo, como um valor potencial a ser levado a vencimento (*bought and hold to maturity*) em papel que não é marcado a mercado (*marked to market - MtM*).

A depender do *Asset Liability Management* - ALM do investidor, ou seja, do perfil intertemporal de solvência e de liquidez de seu passivo relativamente àquele de seu ativo, a restrição de liquidez nem seria relevante no curto e médio prazos. Ele poderia “carregar” essa iliquidez (até com um prêmio) mais para a frente, medindo seu sucesso pelo valor justo (ou seja, o *fair value* calculado pelo FCD) decorrente das boas práticas de GC.

A rejeição, com base em testes de mercado, dos ganhos de GC fica, portanto, enviesada, principalmente se considerarmos que ela deve ser presumivelmente mais presente, ou bem sucedida, exatamente em ativos de controle mais concentrado, ou menos líquidos.

Estar-se-ia aplicando uma métrica (teste de preço) para medir algo que “não tem preço”. Ou, alternativamente, que tem preço “contaminado”, quer dizer, mal sinalizado, e, portanto, informativamente assimétrico.

Tal dilema poderia ser parcialmente<sup>3</sup> resolvido utilizando-se outra métrica (*fair value*) e, claro, desenhando-se estratégia para realização financeira de GC via, por exemplo, *market making*, como já comentamos, dentro de um cronograma (para saída/desinvestimento) compatível com as necessidades de liquidez (aquela que for a especificamente necessária e não uma genérica “qualquer liquidez”) dos investidores (por exemplo, dentro do prazo de duração de fundo de investimentos, criando valor com GC e trabalhando uma perspectiva de saída em 05 ou 10 anos<sup>4</sup>, de acordo com os requisitos de ALM).

Investidores institucionais, julgamos, podem aplicar lógica similar para avaliar e precificar o valor da GC em suas participações de baixa liquidez. Com isso, podemos dialogar com a teoria e “tropicalizá-la” para a nossa realidade de mercado concentrado, refutando não o valor da GC, mas a aplicação ainda prematura de uma métrica que está correlacionada ao próprio fenômeno (ou ausência dele, na escala de precisão da métrica) que se quer mensurar (medida de preço de “ativos sem preço”).

A métrica, como qualquer escala, tem um grau de precisão. Nossa criação de valor com GC em ativos de liquidez restrita, tem, presumimos, significância, ou expressão, inferior ao grau de precisão da escala (que é, portanto, imprecisa): isso não significa, porém, que o fenômeno a ser medido não existe.

Ou se usa uma outra escala mais precisa/fina (FCD) e/ou deixa-se para utilizar a escala imprecisa (preço) quando seu grau de precisão (função da liquidez) for compatível com o fenômeno (valor da GC) a ser medido.

---

<sup>3</sup> Vale ressaltar que o valor captado neste estudo, que reflete a diferença, em termos de FCD, observada no valor da empresa antes e depois da aquisição de ativos ou serviços de partes relacionadas, dificilmente seria totalmente incorporada no valor de mercado da empresa. Considerando-se, por exemplo, o caso de uma aquisição, a eventual perda de valor da empresa associada ao uso indevido do fluxo de caixa da companhia, para viabilizar pagamento acima do “justo”, dificilmente estaria incorporado ao preço antes da operação. Em outras palavras, ainda que não haja dúvidas quanto à preservação de valor advinda do ativismo, sua quantificação, em geral, só ocorre com base em informações que o mercado, via de regra, não possui (assimetria de informações) e, portanto, não incorporou ao preço.

<sup>4</sup> Uma estratégia nessa linha é aquela concebida e executada, por exemplo, no Brasil, pelos gestores de Fundos da Dynam Administração de Recursos Ltda.

A leitura de trabalhos como o de Romano (2001) nos deixa mais convencidos da razoabilidade da hipótese de que o problema de (não) mensuração do valor da GC no Brasil possa ser uma questão de métrica inadequada (preço).

Aquele eixo de pesquisa aponta, como já abordamos, para "foco mal-direcionado", baseando-se numa linha de investigação que testa/afere uma ausência de correlação entre GC e valor em mercados onde há pulverização do controle e boa regulação/proteção aos acionistas - onde a oposição (problema de agência) se dá entre o *management* e estes acionistas.

Para Karpoff (2001), os resultados das pesquisas são discrepantes em função das métricas utilizadas: aqueles que enfatizam mudanças na estrutura de governança das empresas-alvo tendem a considerar ativismo como ferramenta de "sucesso" para melhorar a performance da empresa; enquanto os que enfatizam métricas como valor das ações e lucro tendem a considerar que o resultado é desprezível.

No Brasil, como temos discutido, a polarização deste confronto se dá entre acionistas controladores e minoritários.

Ou seja, a não correlação apontada na pesquisa norte-americana (ou seja, aquilo que a escala não mediu), refere-se a um objeto de medida (ativismo em GC e valor em mercados pulverizados - possivelmente não correlacionados) que não é o mesmo que a mesma escala (preço) quer medir no Brasil (ativismo em GC e valor em mercados concentrados - possivelmente correlacionados no FCD, embora, ainda não, no preço).

De outra forma: a métrica (preço de mercado) não mediria o valor da GC para o dual *management* x acionistas por falta de foco da GC (a métrica seria a adequada para medir o fenômeno, mas este - ou seja, o valor da GC - não seria significativo).

A mesma métrica seria inadequada para medir o valor da GC para o dual controladores x minoritários (deveria, entendemos, ser o FCD), embora o fenômeno (valor) possivelmente seja significativo (apenas não seria "testável" com esta escala). Este enfoque permite, acreditamos, conciliar os referenciais internacionais com nossa evidência empírica.

Segundo Romano (2001), "[...] it is the thesis of this Article that the problem with shareholder activism is that governance reforms that institutions are proposing have no significant cash flows effects." (p.179) e "[...] financial economists have not been able to identify a positive performance (ou seja, preço, nos termos do artigo) effect of shareholder activism because much of that activism is, in fact, misdirected" (p. 180).

Vale mencionar que o valor criado pelo monitoramento ativo que incentiva a adoção de boas regras de GC, impondo maior alinhamento de interesses entre *insiders* e *outsiders* é, em geral, algo mais abstrato e de difícil percepção pelo mercado. Após os escândalos corporativos recentes, todavia, há maior percepção a respeito do benefício dessas regras, ainda que de difícil quantificação. Em outras palavras: qual o valor a ser atribuído a um bom sistema de GC pelos *stakeholders* da Enron hoje, ou seja, *ex post* concordata da empresa? Certamente muito elevado.

Ou seja, grande parte do valor de um bom sistema de GC pode ser atribuído à redução da probabilidade de *downside* associada a expropriação. O mesmo ocorre em operações envolvendo partes relacionadas que, como vimos nos casos apresentados, apresentam elevado potencial de expropriação.

Em mercados com elevado grau de concentração acionária e baixa liquidez, como é o caso brasileiro, utilizar o preço de mercado das empresas para avaliar o valor do ativismo é especialmente equivocado. Tal valor, como esperamos ter comprovado nos cases que estudamos, pode ser captado em análise criteriosa do *cash flow*.

Joh, S.W. (2003) reconhece que a assimetria de informações e a ineficiência dos mercados de capitais, corroboram, empiricamente, a validade de se adotar métricas alternativas ao preço de mercado (no caso, o lucro contábil) para a mensuração da criação e destruição de valor para o acionista decorrente de distintos padrões de governança corporativa. Vale a transcrição a seguir:

"[...] When controlling shareholders' control rights exceed their ownership rights they have an incentive to expropriate firm resources, as their private

*benefits exceed their costs. Furthermore, expropriation is more likely when the disparity between control and ownership is large and when their position is secure.*

De acordo com o autor, há três razões para se utilizar medidas contábeis, e não preço de mercado das ações, para mensurar *performance* corporativa.

*“First, researchers have shown **some market inefficiencies** (grifo nosso) even in the most developed countries (De Bondt and Thaler, 1985, 1987; Lo and MacKinlay, 1988; Conrad and Kaul, 1998). Developing countries also show stock market inefficiency. **Thus, stock prices in Korea are not likely to reflect all available information** (grifo nosso)*

*Second, Mossman et al. (1998) show that a firm’s accounting profitability is more directly related to its financial survivability than its stock market value is. Many studies use accounting measures to predict bankruptcy (Altman, 1968; Takahashi et al., 1984) or financial distress (Hoshi et al., 1991).*

*Third, accounting measures **allow us to evaluate the performance of privately held firms as well as that of publicly traded firms** (grifo nosso) [...].”*

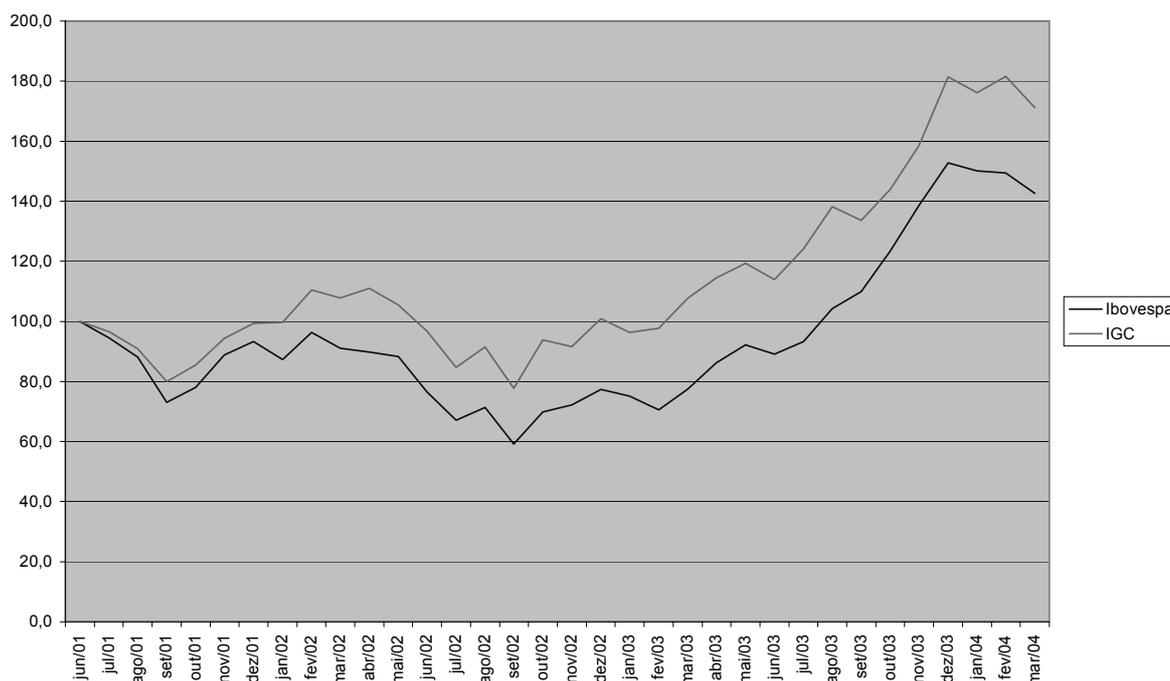
Mesmo considerando as dificuldades aqui discutidas acerca da mensuração em mercado do sucesso de intervenções específicas de GC, vale registrar que desde junho de 2001 a Bovespa calcula o IGC – Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada.

O IGC tem por objetivo medir o desempenho de uma carteira teórica composta por ações de empresas que apresentem bons níveis de governança corporativa. Tais empresas devem ser negociadas no Novo

Mercado – NM (peso 2 no índice) ou estar classificadas nos Níveis 1 - N1 (peso 1) ou 2 – N2 (peso 1,5) da BOVESPA<sup>5</sup>.

O Gráfico 5, a seguir, apresenta a evolução da série do IGC comparativamente ao Ibovespa no período junho/2001 a fevereiro/2004.

**Gráfico 5 - IGC x Ibovespa – 2001/2004**



Fonte dos dados primários: Economática, março/2004.

Constata-se, pelo exame do gráfico 5 acima, que o IGC, ao longo do período de análise considerado, teve um desempenho superior ao do Ibovespa, considerando a média dos retornos geométricos (13,8% a.a. e 21,6% a.a. para Ibovespa e IGC, respectivamente)<sup>6</sup>.

<sup>5</sup> Para um detalhamento das regras vigentes no Novo Mercado da Bovespa, e níveis intermediários, veja a seção 2.3 deste estudo.

<sup>6</sup> De forma a medir o retorno total de sua carteira teórica, o IGC também é ajustado para todos os proventos (dividendos, bonificações, desdobramentos, grupamentos, subscrições) distribuídos pelas companhias emissoras das ações integrantes de seu portfólio, além de estar sujeito a ajustes especiais em caso de cisão, ofertas públicas de aquisição de ações e incorporação.

Mesmo não pretendendo nos afastar do caráter qualitativo e focado em casos (não agregado) de nosso estudo, ajustando as médias dos retornos das duas séries às suas respectivas volatilidades (desvios-padrão dos retornos mensais, convertidos à base anual, de 32,0% a.a. para o Ibovespa e de 29,3% a.a. para o IGC – razoavelmente próximos), obtivemos coeficientes de variação da ordem de 2,3 para o Ibovespa e de 1,4 para o IGC, em base anual, no período considerado, indicando que a este último índice, esteve associado menor grau de risco por unidade de retorno. Uma análise simples da correlação entre as séries resultou em  $R^2$  de 0,84.

A única empresa dentre os casos aqui apresentados que figura no IGC é a “Nova Empresa” petroquímica do Caso 1 que, mesmo assim, está classificada no nível 1 (N1) da Bovespa e, portanto, tem o menor peso do índice.

É interessante lembrar que, conforme discutido na seção 2.2, a grande maioria (28) das empresas que compõem o IGC está no N1, restando aos segmentos Novo Mercado - NM e nível 2 - N2 apenas cinco empresas no total.

Considerando que estes dois últimos níveis correspondem a padrões mais rigorosos de governança relativamente ao N1, é interessante ter como pauta de pesquisa futura o comportamento do IGC caso haja uma migração relativa de empresas para N2 e NM.

Podemos utilizar a análise comparativa do IGC e do Ibovespa como referência para alguns aspectos que discutimos sobre a validação (ou não), pelo mercado, das ações de GC empreendidas nos casos apresentados.

Mesmo que do ponto de vista específico dos casos não possamos aferir o valor criado pelo teste de mercado, o fato de o IGC apresentar o desempenho observado (e nosso Caso 1, em princípio, está apenas diluído nele, não tem peso para explicar a evolução do índice) indica ser possível que, em alguma medida não mensurada aqui, o mercado tenha precificado favoravelmente ações de GC levadas a efeito nas empresas

integrantes do índice, o que estaria sendo refletido nos retornos das ações dele componentes e, principalmente, na menor volatilidade relativa desses retornos.

Caso essa dinâmica seja, de fato, verificável, estará confirmando uma prescrição dos modelos de ativismo relativa à redução da volatilidade e da percepção de risco dos ativos, com a conseqüente incorporação desse fenômeno em sua precificação por conta de *market signaling* eficiente de boas práticas de GC, sendo o veículo de comunicação o IGC.

Ter-se-ia, em termos teóricos, redução de seleção adversa por correção de assimetria de informação, via sinais de boa GC agregados no índice. Tal desenvolvimento poderia implicar a transferência de externalidades positivas do ativismo de grandes minoritários para o mercado de capitais, propiciando, por exemplo, a captura desses benefícios por investidores que adotem estratégias passivas de aplicação em índices.