

Aplicações dos Fundos de Pensão e os Ambientes Institucionais – A Influência da Regulação e das Estruturas de Corporate Governance e Algumas Indicações para o caso do Brasil

Vanessa Petrelli Corrêa

Professora do Departamento de Economia e do Mestrado em Desenvolvimento Econômico da Universidade Federal de Uberlândia. Doutora em Teoria Econômica pelo Instituto de Economias (IE)/Universidade de Campinas (Unicamp).

Edson Roberto Vieira

Mestrando em Desenvolvimento Econômico pela Universidade Federal de Uberlândia.

Resumo

Mostra que a atuação dos fundos de pensão, para além da regulação à qual estão sujeitos, depende das estruturas predominantes de financiamento, propriedade e controle das firmas. Seguimos a hipótese teórica de que as diferenças verificadas entre a atuação dos fundos de pensão em diversos países não se centram unicamente na questão das diferentes legislações. A atuação deles nos mercados de capitais está condicionada pelas estruturas de *corporate governance* de seus mercados de origem e dos mercados em que atuam. Estas estruturas indicam a conformação e a amplitude do mercado de capitais do país em estudo. A legislação básica desses mercados, aliás, relaciona-se com esses fatores estruturais. Levanta estas questões, dando algumas indicações a respeito do tema para o caso do Brasil.

Palavras-Chave:

Corporate Governance; Corporate Finance; Fundos de Pensão; Financiamento de Longo Prazo.

1 - INTRODUÇÃO

Quando analisamos a questão dos movimentos financeiros a partir dos anos 80, uma das questões fundamentais a destacar se relaciona ao fato de que os bancos deixaram de ser os principais detentores da liquidez, cedendo lugar aos investidores institucionais.

O crescimento explosivo desses investidores a partir do fim dos anos 70 coincide com o movimento que desembocou no processo de ampla mobilidade de capitais e de desregulamentação de mercados. Esses agentes são os principais atores privados do processo e a lógica de aplicação dos vultosos montantes acumulados por eles dá a tônica das finanças na atualidade, observando-se que os fundos de pensão podem ser indicados como os principais atores entre os investidores institucionais, levando-se em conta os montantes que transacionam.

Posto que os fundos de pensão constituem os mais importantes detentores de liquidez da atualidade, sendo importantes aglutinadores de capitais e de aplicadores, um dos grandes debates do presente sugere que eles poderiam servir de alavancadores para financiamentos de longo prazo. Esta seria uma perspectiva importante para países como o Brasil, em que há uma incapacidade institucional de gerar recursos estáveis de longo prazo.

A perspectiva é de que o estímulo à previdência complementar poderia ser um passo importante para o estabelecimento de políticas duradouras, de um planejamento de longo prazo e de uma visão menos limitada de futuro, podendo os fundos de pensão conciliar as necessidades de política social – representadas pelos aspectos previdenciários – com as financeiras, via recursos para investimentos. Essa possibilidade se coloca porque os fundos de pensão, por suas características específicas, aglutinam recursos com temporalidade de ingresso relativamente definida e previsível, podendo ser apli-

cados em ativos de longo prazo.

Vários estudos foram desenvolvidos especialmente na primeira metade dos anos 90, buscando analisar o comportamento dos fundos de pensão em diversos países: DAVIS (1993 e 1995); FARNETTI (1996); FOLKERTS-LANDA & ITO (1995); FREITAS (1998). A conclusão é que não há um padrão comum de atuação entre os mesmos. Verifica-se que, a depender dos ambientes institucionais a que estão inseridos, os fundos têm performances distintas. É possível detectar dois extremos opostos em termos de lógica de aplicação, pelo menos até meados dos anos 90: de um lado estão os países anglo-saxões, que têm os fundos mais poderosos e mais rentáveis, mas com uma lógica de aplicações mais especulativa; de outro, os fundos de pensão alemães que, a despeito de não possuírem o poderio dos seus pares anglo-saxões, aplicam fortemente em títulos de longo prazo, constituindo-se em alavancadores do investimento produtivo.

Esses estudos têm indicado que os requisitos e as regras para as aplicações em ativos – fixados pelos órgãos de supervisão – são um importante condicionante da distribuição das aplicações desses agentes. O que se observa é que, se os mercados são poucos regulados, a tendência dos fundos de pensão é a de aplicações que possibilitem uma alta rentabilidade e permitam uma rápida reestruturação de *portfolio*. Em um ambiente livre de restrições, a lógica dominante é a especulativa e esta pode gerar distorções nos padrões de financiamento das economias capitalistas globalizadas.

O que queremos destacar em nosso trabalho é que a atuação dos investidores institucionais depende das estruturas predominantes de financiamento, propriedade e controle das firmas nos mercados nos quais atuam, sendo que a própria regulação está intrinsecamente ligada à lógica dessa estruturação. A partir dessa perspectiva utilizaremos a literatura que trata

da análise de *corporate governance* que, a nosso ver, apreende os aspectos indicados acima, na medida em que trata da questão do controle corporativo e dessa relação com as estruturas de financiamento.

2 - A ATUAÇÃO DOS FUNDOS DE PENSÃO E O SISTEMA DE CORPORATE GOVERNANCE

Existem vários tipos de classificação possíveis quanto aos sistemas de *corporate governance*. Uma delas é a que analisa o mercado de controle corporativo, ou seja, “os mecanismos de mercado por meio dos quais o controle e a propriedade das empresas são negociados” (RABELO, 1997). Essa análise permite que se monte a classificação dos mercados de capitais a partir da forma de controle dominante na maioria das empresas. De acordo com essa classificação, elas podem estar sujeitas a dois tipos de controle: interno ou externo.

No modelo de controle interno, este é exercido por meio de um sistema de propriedade interligado dentro do setor corporativo não-financeiro, e o mercado de capitais do país em questão apresenta um número relativamente pequeno de empresas listadas em bolsa. As grandes corporações são os atores mais importantes (maiores acionistas), e geralmente têm um interesse controlador nas outras empresas em que investem. São elas as grandes investidoras, sendo pequeno o espaço para a atuação de outros agentes, dentre os quais os fundos de pensão. Nesses sistemas, o poder das grandes corporações é muito grande e a legislação que rege a atuação dos acionistas minoritários é, via de regra, extremamente falha. Esse mercado trabalha essencialmente apresentando pouca liquidez, sistemas complexos de propriedade cruzada de ações entre corporações e baixa negociação do controle e da propriedade das corporações, o que limita o papel do mercado de capitais enquanto *locus* de alavancagem de capital.

Contrariamente, os sistemas de controle externo apresentam um grande número de empresas listadas em bolsas de valores. A forma hierárquica de controle vai diretamente dos investidores individuais (ou indiretamente, via instituições) para as empresas. O mercado de capitais é extremamente líquido, há pouca propriedade cruzada de ações e o controle e a propriedade das corporações são freqüentemente negociados. A própria legislação que rege esses mercados garante maior transparência e que os direitos dos acionistas minoritários sejam mais respeitados. A possibilidade de atuação de outros agentes que não as grandes corporações é muito maior, sendo que aí os investidores institucionais têm mais espaço para atuar, na medida em que esses mercados têm maior liquidez. Um dos problemas desse tipo de sistema é que podem ocorrer comportamentos de gerência contrários aos interesses dos acionistas-proprietários, observando-se que a própria diluição da propriedade dificulta ações individuais dos acionistas.

Outra classificação possível que se agrega à citada acima para a compreensão da atuação dos fundos de pensão e de seu papel sobre os mercados financeiros diz respeito à análise da forma pela qual as empresas alavancam seu capital e seu impacto sobre o controle da empresa (DAVIS, 1995).

Nessa classificação, de um lado temos o controle direto via débito – aquele em que há grande relacionamento entre banco e empresa, no qual o sistema bancário financiador tem participação direta na determinação dos rumos da empresa e tem acentuada participação no controle acionário, tendo recebido parte do ganho de fundador. Nesse esquema, os bancos de investimento têm um relevante papel de coordenação, participando diretamente tanto como acionistas, quanto como credores.

Assim, tendo em vista essas características, as empresas desenvolvem um relacionamento de longo prazo com um pequeno número de credores.

res. Existe forte esquema de alianças interempresas e dessas com bancos, o que se explica pela posse cruzada de ações entre corporações. Ademais, outro fator importante a esse respeito é que o Estado também se configura como um ator central na alocação de recursos.

Podemos perceber que os acionistas corporativos são aqueles que dominam a empresa e que têm amplo poder. Por outro lado, são os próprios bancos credores – detentores de parcelas consideráveis do total de ações da empresa – os responsáveis pelo monitoramento da gerência. Dessa forma, o papel dos outros acionistas, como os fundos de pensão, tem um peso muito menor. A própria estratégia dos fundos de pensão fica dificultada porque há falta de informações financeiras detalhadas e eles têm restrições de voto. Resumidamente, nesses mercados há forte concentração da propriedade, sendo os fundos dominados pelas grandes corporações relacionadas diretamente com o sistema bancário financiador. A articulação de posse e controle determina uma relação duradoura desses acionistas majoritários com a empresa, o que dá um espaço menor de participação para os investidores institucionais e para o predomínio da lógica de curto prazo. Aliás, é justamente nesses mercados que a própria atuação livre dos investidores institucionais fica cerceada por uma legislação de aplicação e de *funding* mais restritiva.

Do outro lado dessa classificação está o controle de mercado via *equity* – aquele em que predomina grande atividade de aquisições hostis (*takeovers*). Nesses mercados a direção das empresas não está nas mãos dos acionistas e o controle é obtido através da ameaça de uma aquisição hostil, que funciona como restrição a medidas tomadas pelos executivos que não estão de acordo com os interesses dos acionistas. A tradução do descontentamento desses últimos com a gerência se concretiza pela negociação das ações. Neste sentido, esta é considerada uma das formas de resolução de conflitos entre gerência e acionistas.

Os investidores institucionais podem ter um papel de controle importante nesse sistema, sendo exercido de forma indireta. No entanto, a onda de aquisições hostis parece ter se esgotado no final da década de 80, o que torna questionável que a alocação “eficiente” seja conseguida por esse mecanismo. No caso dos sistemas de controle externo não há espaço para esse tipo de controle corporativo.

Para visualizar concretamente essas questões e articular a configuração do mercado de capitais de um determinado país com a lógica de atuação dos fundos de pensão, tomaremos como exemplo os casos extremos citados no início deste artigo: de um lado, o da Alemanha; de outro, o dos Estados Unidos.

3 - SISTEMA DE CORPORATE GOVERNANCE NA ALEMANHA E ATUAÇÃO DOS FUNDOS DE PENSÃO

Podemos dizer que no caso da Alemanha predomina o controle interno e o controle direto via débito. Nesse país, em 85,4% das empresas há um acionista (geralmente uma corporação) que detém mais de 25% das ações. Em mais da metade das firmas, há um único acionista majoritário (TABELA 1).

Claramente as corporações são os atores mais importantes (maiores acionistas) e, geralmente, têm um interesse controlador nas outras empresas em que investem. São elas as grandes investidoras. Os fundos de pensão têm menor participação, até porque não há espaço para uma maior atuação dos mesmos nesses mercados. Esta é uma perspectiva importante para indicar o que queremos destacar: o fato de que não é meramente a legislação orientadora dos limites de aplicações dos fundos germânicos que inibe a sua atuação no mercado de capitais.

A própria organização do mercado é que limita atuações outras, que não a das grandes

TABELA 1
POSIÇÕES ACIONÁRIAS SUPERIORES A 25% EM 171 COMPANHIAS INDUSTRIAIS E
COMERCIAIS LISTADAS EM BOLSA NA ALEMANHA OCIDENTAL

I. Companhias com estrutura acionária dispersa ^a	14,60%
II. Companhias com pelo menos um grande acionista, sendo este:	85,4%
· Outra empresa alemã	27,50%
· grupo familiar	20,50%
· um <i>trust</i> /investidor institucional	12,90%
· companhia estrangeira	9,90%
· um banco	5,80%
· empresa de seguro	1,80%

FONTE: FRANKS & MAYER apud RABELO (1997).

a. Companhias nas quais inexistem acionistas com pelo menos 25% do capital volante. b. Inclui empresas *holding* estrangeiras.

corporações e dos grandes bancos. O fato é que durante a maior parte deste século os bancos, as seguradoras e os grandes conglomerados alemães construíram grandes participações acionárias nas indústrias do país (como é o caso da farmacêutica Shering). Grandes bancos como o Deutsche Bank receberam ações como forma de pagamento de empréstimos, articulando um grande poder sobre as corporações e uma forte relação banco/indústria.

À medida que a Alemanha prosperou após a Segunda Guerra Mundial, essas ações tiveram seu valor enormemente aumentado, tendo atingido atualmente valores astronômicos. Mas ainda continuam nas mãos dos detentores originais, pois impostos de 50% dos ganhos de capital tornaram impossível vendê-las sem entregar uma grande parte dos lucros ao governo. Como resultado dessa articulação, em 1993 as empresas não-financeiras detinham na Alemanha 39% do estoque de ações do país, ficando os bancos com 14%, enquanto a participação dos fundos de pensão era praticamente nula (OECD, 1995).

Outro fato esclarecedor da performance desse mercado e que denota o poder das grandes corporações é a fraca legislação de proteção aos acionistas minoritários. Os mecanismos legais existentes contra a opressão dos controladores

(*no oppressed minority*) são limitados (LA PORTA et al., 1998). Podemos citar como fator limitador dos direitos dos minoritários a não-cumulatividade dos seus votos, fato que minimiza a capacidade de persuasão desses agentes frente à gerência. Além do mais, na Alemanha as ações são bloqueadas antes que a Assembléia de Acionistas ocorra, impedindo sua negociação por vários dias durante o período (*share block before meeting*).

Então, levando-se em conta esta configuração, o aparato regulatório restritivo que determina as diretrizes de aplicação das carteiras dos fundos de pensão (máximo de 20% em participações, 5% em imóveis, 4% no exterior, 10% em auto-investimento) faz parte da organização lógica desse mercado e, assim, não é o único explicador da performance desses fundos. De fato, pode-se perceber que o mercado de capitais alemão, por seu próprio desenho institucional, não é um mercado de alta liquidez, e isto por si só já limita a atuação de investidores institucionais.

O resultado desse desenho institucional é que os fundos de pensão alemães não dirigem predominantemente seus recursos para a compra de ações. O forte de suas aplicações está direcionado para a compra de títulos de lon-

go prazo – alavancadores do investimento produtivo. De acordo com dados do EURO-MONEY (1992), podemos ver que naquele ano, por exemplo, 46,9% das aplicações dos fundos de pensão germânicos estavam investidos em *bonds*, contra 18,9% em ações. Cabe salientar que a existência dessas especificidades também está ligada ao tipo de organização institucional de alavancagem de recursos na Alemanha, estando articulada ao histórico papel do Estado e dos bancos de investimento domésticos no oferecimento de recursos para a industrialização a partir de créditos de longo prazo.

Sem dúvida, a manutenção dessa estrutura depende da atuação do Estado alemão, tanto para delimitar os limites de aplicações dos fundos quanto para garantir que os ativos dos mercados de capitais permaneçam essencialmente nas mãos de corporações, de bancos e de seguradoras do país. Como se percebe, o papel de alavancador de longo prazo é possível, mas não é uma consequência direta da possibilidade de os fundos de pensão poderem trabalhar com horizontes de aplicação de mais longo prazo.

Aliás, a própria configuração do mercado alemão – tratado aqui como um caso de sucesso na alavancagem de investimentos produtivos através da articulação com os fundos de pensão – não necessariamente se mantém na atualidade. A pressão dos mercados internacionais e mesmo de grandes aplicadores alemães é pela desregulamentação, no intuito de que a medida possibilite mais liberdade a seus agentes na busca da máxima valorização.

Os movimentos da economia alemã estão a indicar este caminho “rumo ao mercado”. Podemos citar, por exemplo, a recente proposta do chanceler Schröder de extinguir os impostos de 50% que incidem sobre os ganhos de capital e que são cobrados quando da venda das ações (REFORMA, 2000). A partir dessa extinção, os bancos, seguradoras e conglomerados poderão

vender suas participações acionárias em empresas sem pagar tais impostos. Isto, por seu turno, deve impactar em grande medida sobre a liquidez das ações no mercado de capitais alemão.

Conforme salientamos anteriormente, os bancos alemães receberam ações como forma de pagamento a seus financiamentos. À medida que a Alemanha foi prosperando, essas participações passaram a ter um valor enorme, mas os impostos de 50% dos ganhos de capital tornaram impossível a venda das ações. Como consequência, as posições acionárias continuaram a ser mantidas nas mãos dos bancos e seguradoras. No entanto, tendo em vista as possibilidades de aplicações alternativas, os detentores dessas ações passaram a pressionar o governo visando a eliminação das barreiras existentes. Na verdade, a suspensão do imposto não só permitiria a livre negociação dos recursos como também propiciaria consideráveis ganhos para as grandes empresas graças à valorização histórica dessas ações. Por outro lado, também há uma pressão internacional para a abertura do mercado alemão, no sentido de possibilitar uma maior participação de investidores estrangeiros.

Como essas participações em ações envolvem montantes elevadíssimos, isto deve direcionar para algumas mudanças na configuração do mercado de capitais, levando esses recursos a saírem da Alemanha e se dirigirem para outros países. Paralelamente, as próprias corporações podem decidir vender unidades que não se coadunem com sua atividade principal. O movimento conjunto pode aumentar o número de ações negociadas do mercado germânico, e empresas estrangeiras ou grandes fundos de pensão estrangeiros poderão comprar essas ações que anteriormente não eram acessíveis. Isto, por sua vez, pode levar a *takeovers* hostis, em que novos detentores de grandes lotes de ações tentem forçar as empresas alemãs a fusões e à promoção de reestruturações. Outra possibilidade é que empresas bem colocadas no mercado caiam nas mãos de estrangeiros.

Logo, o que se está querendo destacar é que a própria classificação existente quanto à conformação dos mercados de capitais não é estanque e que a pressão é constante para a desregulamentação. Assim, várias ações além da descrita estão levando a própria Alemanha a modificar o perfil de sua estrutura de financiamento.

4 - ESTRUTURA DE CORPORATE GOVERNANCE NOS PAÍSES ANGLO-SAXÕES E A ATUAÇÃO DOS FUNDOS DE PENSÃO

De acordo com a classificação básica dos sistemas de *corporate governance* podemos dizer que nos países anglo-saxões predominam o controle externo e o controle via *equity*.

No que tange ao controle externo, pode-se observar que no Reino Unido apenas 16% das empresas têm um acionista com mais de 25% das ações e que em apenas 6% das empresas há um acionista majoritário (TABELA 2). A estrutura dispersa de propriedade facilita a atuação de outros atores nesse mercado em que há uma ampla liquidez e constante negociabilidade das ações. Ou seja, o domínio da lógica dos investidores institucionais nos países anglo-saxões vincula-se com a forma específica predominante do controle de capital. A lógica desses

TABELA 2
MAIORES ACIONISTAS NAS 200 PRINCIPAIS EMPRESAS LISTADAS EM BOLSA NO REINO UNIDO (1990)

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

FONTE: FRANKS & MAYER apud RABELO (1998).

mercados não é ditada pelas grandes corporações ou pelo sistema bancário, mas pelos investidores institucionais e pelos agentes individuais, que não têm relação direta com a empresa. A diluição da propriedade, por sua vez, facilita a rápida reestruturação de *portfolios* e explica o alto nível de atividade das bolsas nos países com esse tipo de estrutura.

Os investidores institucionais – especialmente fundos de pensão – e os “indivíduos” são os agentes que concentram a compra de ações nesses mercados. Nos Estados Unidos, um destaque especial vai para a participação da categoria “indivíduos”, que em 1993 detinha 49% do estoque de ações do país (OECD, 1995). O papel das famílias, enquanto pequenos aplicadores, é muito importante nesse mercado de capitais, o que corrobora o fato de que a estrutura de propriedade é extremamente diluída. Aliás, junto a esta configuração ressalta a questão de que a regulação referente aos acionistas minoritários garante a sua participação efetiva como “acionistas”. Nos Estados Unidos eles têm mecanismos legais que os protegem contra opressões dos controladores, podendo incluir o direito de desafiar as decisões tomadas pela administração e indesejáveis para eles, ou o direito de obrigar a companhia a recomprar as ações dos minoritários reticentes a essas decisões. Podemos citar ainda como mecanismo de proteção aos minoritários a existência de leis que lhes dão o direito de fundir seus votos em um único representante (LA PORTA *et al.*, 1998), o que não ocorre em muitos países.

A par do papel dos aplicadores individuais, é importante frisar também a importância dos fundos de pensão nesses mercados. Eles têm ampla participação nos mesmos e agem como grandes capitalistas, contrariamente aos “indivíduos” que têm menor poder por estarem diluídos. Nesses mercados, prevalece o controle via *equity*, observando-se que os fundos de pensão raramente têm interesse controlador nas empresas nas quais investem. Assim, a partir dessa configuração, é possível observar que em mercados

de capitais como o existente nos países anglo-saxões as ações têm ampla liquidez e o espaço para a atuação dos fundos de pensão é grande. Essa participação elevada também se explica pelo fato de o próprio aparato que regula as aplicações dos fundos de pensão desses países ser extremamente liberal, não definindo limites máximos e mínimos de aplicação.

Definido o espaço para a atuação desses agentes no mercado de capitais, cabe observar que a aplicação nos mesmos se explica por conta da alta rentabilidade possível de ser aí auferida, tendo-se em conta que a liquidez desse tipo de aplicação permite uma rápida reestruturação dos *portfolios* por parte desses agentes. O que queremos destacar é que a forma de atuação dos fundos de pensão envolve uma lógica eminentemente de curto prazo. Esta não se explica meramente pela análise da alta participação das ações no *portfolio* desses fundos, mas pela análise de como esses *portfolios* são montados.

A grande questão que se coloca em termos da aplicação em ações por parte desses investidores é que a decisão não é efetuada levando em conta apenas a atividade das empresas e tomando por base a rentabilidade anual. Na análise realizada por esses fundos quando da aplicação de seus recursos ressalta sobretudo a verificação dos rendimentos trimestrais, tendo como base uma análise essencialmente de curto prazo – a ditadura do *Quarterly Report*.

Ademais, nessa ótica é possível verificar que um rápido ajustamento do *portfolio* é promovido pelos administradores como resposta às mudanças nos retornos relativos das várias categorias de ativos. Isto, por sua vez, tem forte impacto sobre o preço dos ativos e sobre os investimentos, tendo em vista que essas instituições mobilizam volumes de recursos de grande magnitude e que, neste sentido, este viés “curto-prazista” pode afetar sobremaneira os preços das ações no mercado. Ou seja, a

própria afirmação de que esses fundos procurariam ações de ótima qualidade e títulos do governo deve ser relativizada. Na verdade, os administradores desses fundos de pensão têm deixado de lado esse tipo de aplicações e ido ao encontro de instrumentos especializados, como ativos securitizados e bônus de baixa qualidade com rendimento elevado, além de operações de *leverage-by-out* e aplicações em fundos de empresas emergentes – *venture capital*. Verifica-se que esses agentes estão em busca de altos retornos correntes, mesmo que isso implique em riscos elevados. Além do mais, eles são também importantes para o desenvolvimento e expansão das operações de opções, de futuros com índices de ações e outros instrumentos financeiros sintéticos ou derivativos (especialmente os norte-americanos).

Nesta perspectiva quisemos destacar que a forma de atuação dos fundos de pensão não se relaciona unicamente com as decisões unilaterais tomadas por eles em termos de sua política de aplicações. Ela se vincula a aspectos institucionais ligados à forma de organização dos mercados financeiros nos quais esses agentes atuam e às estruturas de propriedade e controle das corporações. Ou seja, as distintas estruturas de *corporate governance* e de *corporate finance* vigentes estão ligadas ao desenvolvimento e à forma de atuação dos fundos de pensão em cada país.

5 - ESTRUTURA DE CORPORATE GOVERNANCE NO BRASIL E ATUAÇÃO DOS FUNDOS DE PENSÃO: ALGUMAS INDICAÇÕES PRELIMINARES

Como principais características do mercado de capitais brasileiro podemos citar: (i) alto grau de concentração da propriedade das ações (notadamente daquelas com direito a voto); (ii) altos custos de manutenção da estrutura de ca-

TABELA 3

PARTICIPAÇÃO RELATIVA DO MAIOR ACIONISTA NO TOTAL DE AÇÕES NO BRASIL (EM %)

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

FONTE: Elaboração a partir de dados de SIQUEIRA (1998).**TABELA 4**

PARTICIPAÇÃO RELATIVA DO MAIOR ACIONISTA NO TOTAL DE AÇÕES COM DIREITO A VOTO NO BRASIL (EM %)

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

FONTE: Elaboração a partir de dados de SIQUEIRA (1998).

pital aberto; (iii) proteção precária aos acionistas minoritários; e (iv) baixa liquidez.

Este, via de regra, é um desenho que se apresenta nos países da América Latina. O baixo desenvolvimento do mercado de capitais nessas economias mostra que a estrutura de propriedade se concentra em grupos industriais que levantam no mercado uma porção pouco significativa de seu capital. Isto tem conexão com o próprio padrão de acumulação desses países. Neles, a estrutura de investimento se organiza essencialmente a partir de grandes empresas multinacionais, empresas estatais e de empresas nacionais familiares que estão abrindo seu capital apenas mais recentemente.

No que se refere às estruturas de *corporate governance* presentes no Brasil, dados apresentados por SIQUEIRA (1998) revelam que, de uma amostra de 278 empresas registradas em bolsa no Brasil, apenas 21% têm estrutura de controle que pode ser considerada dispersa – o maior acionista detém menos de 20% do contro-

le; 48% delas se encontram numa categoria em que o controle de propriedade é considerado dominante – o maior acionista detém entre 20% e 50% do controle; em 31% o controle é majoritário – o maior acionista detém mais de 50% do controle (TABELA 3).

Apesar desses dados já indicarem um perfil concentrado para este mercado, o que de fato ilustra o desenho da estrutura do controle corporativo no Brasil é a concentração do controle das ações com direito a voto (ordinárias), *vis-à-vis* ações sem direito a voto (preferenciais). A atual Lei das Sociedades Anônimas – que, por sinal, é de 1976 –, permite que as ações preferenciais respondam por até dois terços do capital da empresa, facilitando a capitalização da mesma sem que o proprietário perca o controle.

Levando em consideração esta perspectiva, verifica-se que o perfil que caracteriza de fato o controle da empresa é muito mais concentrado do que o indicado acima. Considerando-se a participação relativa do maior acionista no total de

ações com direito a voto (TABELA 4), observa-se que, das empresas analisadas, 21% têm controle disperso, 24,82% o têm dominante e 67,63% possuem controle majoritário. Esses dados deixam patente o contraste da estrutura de governança brasileira em relação à vigente nos Estados Unidos. Neste último país, a concentração das ações ordinárias nas mãos dos três principais acionistas é de 12%, ao passo que no Brasil é de 63% (INVESTIDOR ..., 1999).

Além da questão da concentração da propriedade, outro fato a destacar é que há baixa negociabilidade das ações em bolsa. Este fato relaciona-se também com o próprio aparato regulatório que rege o mercado de capitais nacional e que influencia no viés de sua atuação. Pode-se citar, por exemplo, algumas regulações que beneficiam os grandes controladores, como o incentivo fiscal de ganho de capital quando a ação é vendida em bolsa; o Imposto de Renda (IR) menor na distribuição de dividendos de companhias abertas; a dedução do IR a pagar correspondente à parcela do capital que tivesse sido aplicado na subscrição de empresa aberta; Fundo-157 – para o qual era destinado o valor do imposto a pagar; e o investimento compulsório para investidores institucionais, que eram obrigados a destinar um percentual de suas carteiras para a compra de ações.

Para auferir as vantagens desse mercado, várias empresas abrem seu capital e não negociam suas ações em bolsa. Tendo em vista a organização da estrutura de financiamento nacional, várias dessas empresas se financiavam através da alavancagem de recursos via créditos de longo prazo direcionados por um banco público – o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES). Apesar de se configurar aparentemente como uma “estrutura de controle interno”, não há um movimento de concentração de capitais e de forte propriedade cruzada; tampouco os bancos nacionais se ligam diretamente a essas corporações, visto que eles não atuam na alavancagem de recursos ao investimento.

Até recentemente, uma das características desse mercado era o domínio do volume de negócios registrados em bolsa em torno daquelas que eram efetivamente as grandes empresas nacionais: as estatais. Elas eram as *blue chips* do mercado de capitais brasileiro e, assim, as ações mais importantes do mercado lhes estavam vinculadas – com destaque especial para a Telebrás, seguida mais atrás pela Eletrobrás, Petróleo do Brasil (PETROBRÁS) e outras. Esse perfil prevaleceu até o processo paulatino de privatizações que se exacerbou nos últimos anos. Para atestar tal fato, a TABELA 5 mostra que em 1997 a maioria das empresas líderes em volume de negócios eram estatais. Do volume médio de negócios diários na Bolsa de Valores do Estado de São Paulo (BOVESPA), 79,02% estavam vinculados às estatais. Após as privatizações as mesmas empresas continuaram a ser as líderes. De qualquer forma, após a privatização da Telebrás o setor privado passou a ser o principal responsável pelas ações mais negociadas. Em 1999, 64% do volume das 20 maiores empresas negociadas estavam vinculados a empresas privadas.

Ao analisar o problema da liquidez desse mercado e da negociabilidade das ações em bolsa, é importante observar alguns movimentos que se têm apresentado nos últimos anos, levando em conta a questão da abertura financeira, do aparecimento de novas formas de alavancagem de recursos que passam pelo mercado de capitais e do processo de privatização.

Várias empresas abriram o capital, sobretudo a partir da década de 90, e não apenas com o propósito de negociar suas ações em bolsa. Além desse objetivo, elas o fizeram como condição para ter acesso a empréstimos bancários que têm como garantia as ações emitidas pela empresa. Nessa esteira, um grande número lançou American Depositary Receipts (ADRs) com o intuito de conseguir recursos mais baratos no exterior. Entre 1992 e 1998, 76 empresas brasileiras participaram de programas de emissão de ADRs. No mesmo período, cerca de 41 empresas fize-

TABELA 5

BOVESPA: MOVIMENTO DAS EMPRESAS LÍDERES EM VOLUME DE NEGÓCIOS NA MÉDIA DIÁRIA (EM R\$ MILHÕES)

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

FONTE: INVESTIDOR ... (1999)

ram registro no Brasil para emitir ações Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

Cabe observar ainda que algumas empresas foram criadas por conta das privatizações visando participar do processo de venda das estatais. São Companhias de Propósito Específico – *Special Purpose Companies* (SPE) –, criadas para atender exigências da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) no processo de privatização. Várias dentre elas não concluíram o negócio e passaram a existir apenas juridicamente.

Assim, seguindo esta linha de argumentação, ficam patentes as discrepâncias existentes entre o processo de abertura de capital e a efetiva participação regular dessas empresas no mercado de capitais. De 1994 a julho de 1999, 367 empresas brasileiras abriram capital. Desse total, 165 não emitiram qualquer papel no período, conforme registros da Associação Brasileira das Companhias Abertas (Abrasca). Um dos fatos interessantes a relatar é que a última abertura de capital relevante do setor produtivo ocorreu em junho de 1997.

TABELA 6
OFERTA PÚBLICA (EM R\$ MILHÕES) - MERCADO PRIMÁRIO

	1995	1996	1997	1998	1999*
Debêntures conversíveis	911,20	1.333,00	1.477,00	3.355,90	520,00
Debêntures simples	5.963,70	7.211,40	6.040,70	6317,50	2.185,82
Ações	1.920,00	1.178,02	3.965,21	4.112,10	359,27
Notas promissórias	1.116,70	499,30	5.147,00	12.904,90	1.331,00

FONTE: EMISSÃO ... (1999)

* De janeiro a abril.

Os fatores acima relatados, longe de tornar o mercado mais líquido, acabaram por tornar seu perfil ainda mais problemático. A tendência verificada recentemente (período 1997 a julho de 1999) é a do fechamento de empresas – especialmente as do setor produtivo. Das que obtiveram registro na CVM antes de 1994, 133 fecharam o capital. Em 1999, num universo de 896 empresas listadas em bolsa, apenas 99 companhias são do setor produtivo (BOLSAS ..., 1999). Assim, os dados revelam que, em linhas gerais, o índice de fechamento de capital das empresas tem superado o índice de abertura.

Podemos indicar algumas causas básicas para essa tendência de fechamento. A primeira é que várias empresas estariam fechando o capital por uma questão de custo. Contudo, a nosso ver, a questão não é somente esta. A causa central tem vínculo com as distorções que apontamos acima, atingindo as empresas que não transacionam efetivamente na bolsa e que abriram seu capital por motivos outros. Estão fechando o capital várias empresas que estavam listadas com o objetivo de lançar ADRs e que não estavam mais conseguindo fazer esse tipo de transação. Por outro lado, no cenário recente em que o mercado externo estava fechado à maior parte das companhias brasileiras, só as empresas sob a pressão de compromissos vencendo e sem a possibilidade de usar o caixa para liquidá-los é que buscavam recursos. Em geral,

as empresas têm optado por fechar seu capital por estarem passando por reestruturações internas e porque não decidiram buscar capital no mercado. Permanecer assim implica um custo a mais. A TABELA 6 deixa patente que esse processo tem reduzido o volume de todos os tipos de papéis de empresas, afetando sobretudo as emissões primárias de ações.

Outro fator relacionado com o fechamento de empresas refere-se à compra de companhias brasileiras por estrangeiros (MINORITÁRIOS, 1999). De 1994 até o primeiro semestre de 1999, 916 empresas brasileiras foram compradas por firmas estrangeiras. Entre 1995 e 1998, 140 empresas fecharam o capital (CVM). Isto ocorre porque as multinacionais que compram as empresas nacionais (inclusive em processo de privatização), conseguem trazer recursos mais baratos do que os captáveis no mercado brasileiro. Com acesso a recursos mais baratos nos Estados Unidos, por exemplo, por vezes considera-se impropriedade manter o capital aberto no Brasil em função dos custos.

Nesses casos, fica patente a questão relativa ao descaso com os acionistas minoritários no Brasil. No momento em que o controlador decide fechar o capital da empresa, o minoritário recebe valores considerados insuficientes mas acaba induzido a vender sua participação. A questão é que o processo de compra proposto pela

controladora reduz o total de ações no mercado e, a partir daí, o minoritário acha que não vai conseguir negociar seus papéis quando desejar. Desta forma, acaba preferindo vender suas ações ao controlador – mesmo com perdas. Isto acaba redundando no chamado “fechamento branco”, assim denominado porque o controlador, de posse da maioria das ações vendidas pelos minoritários, até não precisa fechar o capital da empresa, uma vez que praticamente não necessita mais distribuir dividendos ou dar conta de seus atos, tendo em vista que restam pouquíssimas ações no mercado. Esta não é uma prática apenas brasileira, posto que os prêmios para obter o controle de uma companhia existem em todos os países. A diferença é que os prêmios pagos no Brasil são muito mais altos, o que mostra a força do controle corporativo em nosso país.

Assim, o que se verifica é que o mercado de capitais nacional vem se tornando cada vez mais concentrado e menos líquido a despeito da participação de investidores estrangeiros, de investidores institucionais e das novas formas de alavancagem de capital que passam pelo mercado de capitais.

No que tange ao papel dos fundos de pensão nacionais e à sua articulação com o mercado de capitais, observa-se que eles podem afetar a própria organização institucional do financiamento, ao influir sobre a expansão dos mercados de capitais e, eventualmente, por ter impactos sobre a democratização do capital. Esses fundos são tidos como importantes atores para minorar a ló-

gica de curto prazo e a volatilidade dos capitais internacionais (DAVIS, 1995) e como possíveis alavancadores de longo prazo.

De fato, os fundos de pensão locais representam hoje um importante componente da economia do país, acumulando um patrimônio superior a R\$ 90 bilhões. Se analisarmos as últimas décadas, fica patente que a previdência complementar cresceu sobremaneira (TABELA 7).

No entanto, mesmo considerando esse crescimento, é preciso destacar a baixa taxa de crescimento da previdência complementar fechada nos últimos anos, considerando-se a expansão do número de assistidos. A incerteza quanto ao ambiente regulatório é um dos fatores afetando essa questão, sendo importante observar que a previdência privada complementar está passando por importantes mudanças no período recente e que esses fatores funcionam como um desestímulo à criação de planos fechados de previdência pelas empresas. Ademais, o próprio desenho do sistema está mudando. Em primeiro lugar, tendo em vista o processo de privatização, vários dos principais fundos nacionais vinculados a empresas estatais passaram a estar vinculados a empresas privadas.

Mesmo considerando a relativa estagnação do crescimento dos fundos de pensão, é preciso observar que aqui, como no resto do mundo, eles são os principais detentores de liquidez e que suas aplicações vêm crescendo sobrema-

TABELA 7
QUANTIDADE DE ENTIDADES FECHADAS DE PREVIDÊNCIA PRIVADA (EFPPs), DE PATROCINADORAS E VALOR DOS ATIVOS

ANO	Nº de EFPPs	Nº de Patrocinadoras	Valores em R\$ Milhões
1995	309	1.579	57.461
1996	326	1.680	71.672
1997	339	1.883	86.861
1998	352	2.127	90.757
Julho 1999	358	2.197	95.032

FONTE: Boletim Estatístico da Secretaria de Previdência Complementar – agosto de 1999

TABELA 8

CARTEIRA CONSOLIDADA DOS FUNDOS DE PENSÃO POR TIPO DE APLICAÇÃO (EM R\$ MILHÕES)

	Dez/94	%	Dez/95	%	Dez/96	%	Dez/97	%	Dez/98	%
Ações	18.177	39	16.923	30	22.162	31	24.724	28,5	17.465	19
Imóveis	6.692	14	8.548	15	9.225	13	9.038	10,4	9.684	11
Dep. a prazo	5.334	12	8.367	15	6.891	9,6	6.623	7,6	8.818	9,3
F. de Inv. RF.	5.779	12	6.826	12	12.064	17	16.729	19,3	20.648	23
F. de Inv. RV.	Nd		Nd		1.832	2,6	9.302	10,7	9.214	10
Emp. Partic.	887	1,9	1.067	1,9	1.592	2,2	1.623	1,9	1.740	1,9
Financ. imob.	2.145	4,6	3.328	5,8	3.688	5,1	3.923	4,5	4.021	4,4
Debêntures	862	1,9	2.992	5,2	3.446	4,8	3.384	3,9	3.229	3,8
Tit.públicos	1.771	3,8	2.557	4,4	4.115	5,7	3.240	3,7	5.918	8,5
Outros	1.201	2,6	1.445	2,5	1.704	2,4	1.878	2,2	2.382	2,6
Oper.c/ patroc.	3.642	7,8	5.408	9,4	4.954	6,9	6.396	7,4	7.637	8,4
Total	46.490	100	57.461	100	71.672	100	86.867	100	90.757	100

FONTE: Site na Internet www.abrapp.org.br

neira nos últimos anos. Seus investimentos passaram de 1,6% do Produto Interno Bruto (PIB) em 1985 para 11% em 1999 (ABRAPP). O fato de esses agentes serem grandes investidores em um país onde a centralização de capitais nacionais é fraca – demonstra a sua importância. No que tange à sua atuação, verifica-se a alegação constante de que o aparato regulatório constrangeria as movimentações dos mesmos, ao indicar limites máximos de aplicações (80% em renda fixa, 50% em renda variável, 3% em investimentos agrícolas, 10% para fundos de investimento imobiliário, etc.).

No entanto, seguimos a perspectiva de que essa regulação está em consonância com a proteção que se dá aos grandes capitais no Brasil. Ou seja, ela não é restritiva no fundamental, pois permite altíssimos percentuais de aplicação em renda fixa e em renda variável, num país onde os juros são mantidos em patamares altíssimos.

Conforme observamos, a atuação dos fundos de pensão domésticos depende do desenho do mercado de capitais, no qual não há liquidez ampla. De qualquer forma, o processo de privatização permitiu a alta participação

dos fundos nesses mercados, uma vez que se verificou a mudança do controle estatal para o controle privado.

Em termos gerais, o aparato regulatório não tem limitado a atuação desses fundos rumo a uma performance que privilegie o curto prazo. O que se verifica é que as aplicações dos fundos de pensão nacionais nos últimos anos têm sido fortemente centradas em renda variável e em renda fixa (TABELA 8). Na verdade, o movimento das aplicações no mercado de capitais está em constante comparação com o das outras aplicações possíveis. Nesse esquema, quando os juros caem, os *commercial papers* (notas promissórias), as debêntures e as ações podem competir com os títulos do governo. A questão é que, com os juros mais baixos, os emissores de debêntures podem oferecer um prêmio maior sobre as taxas pagas pelos títulos do governo federal e assim conseguem compensar o investidor institucional pelo risco maior e pela menor negociabilidade. Se isto não ocorre e se os títulos públicos oferecem alta rentabilidade e baixo risco, os fundos de pensão e de renda fixa se retraem e correm em busca de segurança maior, de maior liquidez e dos altos juros pagos pelo governo

ou mesmo pelos Certificados de Depósito Bancário (CDBs) ou Certificado de Depósito Interbancário (CDIs) dos grandes bancos.

De 1994 até o primeiro semestre de 1997, apesar dos juros altos dos papéis de renda fixa, os títulos do governo eram pré-fixados e a alta rentabilidade das bolsas de valores, articulada ao processo de privatizações, estimulou as aplicações no mercado de capitais. Entretanto, a partir da metade de 1997, os fundos de pensão mais uma vez voltaram suas aplicações para renda fixa com títulos pós-fixados. O mercado de capitais tem assistido a saída desses investidores, assim como a dos investidores estrangeiros.

6 – CONCLUSÃO

Mesmo que existam estudos sugerindo possíveis papéis para os fundos de pensão que os articulem com padrões de financiamento mais estáveis, a lógica de aplicação dos mesmos não é distinta da dos demais agentes. De um lado, o tipo de aplicação desses fundos depende dos mercados em que atuam e dos limites institucionais aí presentes – conformação esta que não muda por decretos, pois faz parte da própria dinâmica intercapitalista do país em questão. Por outro lado, verifica-se que os fundos de pensão sem regulações restritivas tendem a não se diferenciar dos demais aplicadores do mercado. No caso brasileiro, verifica-se que as aplicações dos fundos de pensão nacionais centram-se em ativos altamente rentáveis e de rápida negociabilidade. Isto é, se esses agentes forem deixados “ao sabor do mercado” suas aplicações tendem a convergir para os movimentos especulativos de curto prazo e, assim, não se direcionam para aplicações que se destinam mais diretamente ao financiamento do investimento. Isto se dá em nossa perspectiva por vários fatores:

i. A existência de fundos de investimento (de renda fixa) lucrativos e de baixo risco, fato articulado às altas taxas de juros internas e, conseqüentemente, à alta rentabilidade dos

títulos nacionais (inclusive e, especialmente, os públicos). Não só a aplicação no mercado de capitais (de renda variável e extremamente dependente das expectativas dos agentes) está sempre a concorrer com esses outros ativos, mas também com aplicações de prazos mais largos. Ademais, o próprio direcionamento para esses títulos está ligado a uma legislação que permite fortes aplicações nesses tipos de ativos, sendo este um dos fatores a indicar essa performance.

ii. A estrutura de governança corporativa existente, que limita a atuação dos fundos de pensão no mercado de capitais. Aqui, as estruturas de propriedade são concentradas, com relativamente poucas ações negociadas em bolsa (especialmente as das empresas estatais ou ex-estatais), sendo que a própria legislação relativa aos acionistas é um dos fatores a mais a dificultar o acesso e a expansão desse mercado. Portanto, a expansão desse mercado não é meramente uma questão de modificar a legislação.

iii. A inexistência de ativos nacionais de longo prazo para que esses fundos apliquem e de uma articulação política neste sentido. A despeito dessa questão, nossa hipótese é que a criação desses ativos não é suficiente. Mesmo a nova legislação dos fundos de pensão que está sendo promulgada – dadas as colocações acima – não dirigirá os recursos para esses financiamentos. Na verdade, ela indica limites para as aplicações em ativos, mas não direciona mínimos, o que seria fundamental para que algumas das propostas em curso pudessem se efetivar. Isto só ocorreria se houvesse uma política pública direcionadora.

Abstract:

This paper shows that the pension funds financial performance depends on the predominant structures of financing, ownership and control

of the firms. We follow the theoretical hypothesis according to which the differences verified between the performance of the pension funds in different countries are not based only on different legislations. Their performance in the capital market is also conditioned by corporate governance structures, which are related to their market origin and legislation. Those structures denote the configuration and amplitude of the capital market in the country being studied. The basic legislation of those markets is connected with those structural factors. We raise these matters in this paper, giving some relevant indications to the subject in the case of Brazil.

Key-Words:

Corporate Governance; Corporate Finance; Pension Funds; Long Run Financing.

7 - BIBLIOGRAFIA CONSULTADA

AGLIETTA, M. **Macro-économie financière**. Paris: Editions La Découverte, 1995.

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. **Annual report**. 62. nd. Basle, 1992.

BLAKE, D. **Pension schemes and pension funds in the United Kingdom**. Oxford: Clarendon Press, 1995.

BOLSAS perdem poder de seduzir companhias. **Gazeta Mercantil**, 28 jul. 1999, p. C-1.

CHESNAIS, François. Mondialisation financière et vulnérabilité systémique. In: CHESNAIS, François (Org.). **La mondialisation financière**. Paris: Syros, 1996.

CORRÊA, V. P., VIEIRA, E. R. Fundos de pensão, regulação e a discussão de “*corporate governance*”. In: SEP, .1999, Porto Alegre. **Anais ...** Porto Alegre, 1999.

CRESPO, M. Shot in the arm: why pension reform in Latin America will boost the fortunes of U.S. institutions investing there. **Financial World**, v. 163, n. 7, p. 102-105, 1994.

DAVIS, E. P. **Pension funds: retirement-income security and capital market – an international perspective**. Oxford: Clarendon, 1995.

_____. **The structure, regulation, and performance of pension funds in nine industrial countries**. Washington: The World Bank, 1993. (Policy Research Working paper, 1229).

EMISSÃO de títulos de empresas cai 70% no ano. **Gazeta Mercantil**, 7 jun. 1999. p. B-1.

EUROMONEY. **European pension survey**. London: Euromoney Publication, 1992.

FARNETTI, R. Le rôle des fonds de pension et d’investissement collectifs anglo-saxons dans l’essor de la finance globalisée. In: CHESNAIS, F. (Org.). **Mondialisation financière et vulnérabilité systémique**. Paris: Syros, 1996.

FOLKERTS-LANDAU, ITO. **International capital markets: developments, prospects and policy issues**. Washington D.C.: International Monetary Fund, 1995. (World Economic and Financial Survey).

FRANKS, J., MAYER, C. **Corporate control: a comparison of insider and outsider system**. Local : London Business School and University of Oxford, 1994 (Mimeogr.).

FREITAS, M. C. P. Os fundos de pensão e o financiamento da Infra-estrutura. In: REZENDE, Fernando (Org.), PAULA, Tomás Bruginski de (Org.). **Infra-estrutura: perspectivas de reorganização/financiamento**. Brasília: IPEA, 1998.

INVESTIDOR estrangeiro quer mudanças na lei das S.A. **Gazeta Mercantil**, 23 set. 1999, p. B-1.

JENSEN, M. C. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. **American Economics Review**, v. 76, n. 2, p. 323-329, 1986.

LA PORTA, R. et al. Law and finance. **Journal of Political Economy**, v. 106, n. 6, p. 1113-1155, dez. 1998.

MATIJASCIC, M. **Fundos de pensão e rearticulação da economia brasileira**. Campinas: Instituto de Economia, 1994. (Texto para Discussão, 40).

MINORITÁRIOS mobilizam-se para evitar perdas. **Gazeta Mercantil**, 23 ago. 1999, p. B-4.

OECD. (1994). Financial market and corporate governance. **Financial Market Trends**, Paris, n. 62, p. 13-35, feb.1995.

PINHEIRO, A . C. Os fundos de pensão e o financiamento do desenvolvimento: o papel do BNDES. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v. 1, n. 2, p. 47-76, 1994.

RABELO, F. M. **Fundos de pensão, mercados de capitais e corporate governance**: lições para os mercados emergentes. São Paulo: UNICAMP, 1997. Texto apresentado no Seminário “Fundos de Pensão: novo fator de desenvolvimento na América Latina” em São Paulo. (Mimeogr.).

REFORMA fiscal anima setor privado na Alemanha. **Gazeta Mercantil**, 17 jul. 2000, p. A-11.

SHARMA, K. Pension funds and the development of capital markets. **Latin Finance**, n. 53, p. 58-61, dec. 1993.

SIQUEIRA, T. V. Concentração da propriedade nas empresas de capital aberto. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v. 5, n. 10, p. 37-62, dez. 1998.

Recebido para publicação em 24.AGO.2000.