

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
FACC – FACULDADE DE ADMINISTRAÇÃO E CIÊNCIAS CONTÁBEIS

**FUNDOS DE PENSÃO ESTATAIS COMO INSTRUMENTOS POLÍTICO-
ECONÔMICOS: ANÁLISE DO IMPACTO NA RENTABILIDADE DAS EMPRESAS**

DIEGO GOMES LOPES

Rio de Janeiro

2013

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
FACC – FACULDADE DE ADMINISTRAÇÃO E CIÊNCIAS CONTÁBEIS

**FUNDOS DE PENSÃO ESTATAIS COMO INSTRUMENTOS POLÍTICO-
ECONÔMICOS: ANÁLISE DO IMPACTO NA RENTABILIDADE DAS EMPRESAS**

DIEGO GOMES LOPES

Monografia apresentada Faculdade de
Administração e Ciências Contábeis (FACC)
da Universidade Federal do Rio de Janeiro,
como requisito parcial para a obtenção do
título de Bacharel em Administração

Orientadora: Prof.^a Dr.^a Ana Carolina Pimentel
Duarte da Fonseca

Rio de Janeiro

2013

DIEGO GOMES LOPES

**FUNDOS DE PENSÃO ESTATAIS COMO INSTRUMENTOS POLÍTICO-
ECONÔMICOS: ANÁLISE DO IMPACTO NA RENTABILIDADE DAS EMPRESAS**

Monografia apresentada Faculdade de Administração e Ciências Contábeis (FACC) da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como requisito parcial para a obtenção do título de Bacharel em Administração

Orientadora: Prof.^a Dr.^a Ana Carolina Pimentel Duarte da Fonseca

Aprovada em: _____ de _____ de _____ .

COMISSÃO EXAMINADORA

Orientadora: Ana Carolina Pimentel Duarte da Fonseca

Professor Leitor: José Luis Felício dos Santos de Carvalho

RESUMO

Quando se estuda a respeito da postura ideal dos governos em relação à economia, é possível se deparar com teorias que apoiam desde um nível mínimo de interferência (*laissez faire*) até posturas político-econômicas menos liberais. No caso do Brasil, desde o primeiro governo do ex-presidente Fernando Henrique Cardoso até a atual gestão da Presidente Dilma Rousseff, tem sido possível notar um aumento no nível de interesse do governo em ditar os rumos da economia do país. Dentre as principais ferramentas utilizadas para tal, este trabalho se focará na utilização dos grandes Fundos de Pensão estatais (Previ, Petros e Funcef) como instrumentos político-econômicos em que, ao adquirir participações acionárias de grandes grupos empresariais brasileiros, assumem em contrapartida o direito de influenciar nas decisões estratégicas de tais companhias. Neste sentido, o objetivo deste trabalho é o de apurar de que forma a influência dos interesses governamentais na gestão de tais empresas pode interferir no desempenho das mesmas. O estudo foi realizado a partir de referências bibliográficas e análise de indicadores de desempenho das empresas listadas no Índice Bovespa. A revisão teórica encontrou posicionamentos a favor e contra a presença dos Fundos de Pensão no quadro de acionistas das grandes empresas brasileiras. Já na etapa de análise dos indicadores de desempenho, notou-se, através da estatística descritiva, que o grupo de empresas que fazem parte portfólio dos fundos de pensão analisados apresentam alguns índices de desempenho ligeiramente superiores quando comparadas às empresas listadas no Índice Bovespa que não receberam investimentos dos Fundos de Pensão durante o período analisado.

Palavras-chave: Fundos de pensão, governança corporativa, desempenho.

ABSTRACT

When studying about the ideal attitude of governments in relation to the economy, it is possible to read about contradictory theories that supports since a minimum level of interference (*laissez faire*) to less liberal political-economic methodologies. In Brazil, since the government of former President Fernando Henrique Cardoso to the current administration of President Dilma Rousseff, it has been possible to observe an increase in the level of government activity in order to influence the direction of the economy. Among the main tools used by the Brazilian government to do so, this paper will focus on the usage of large state pension funds (Previ, Petros and FUNCEF) as political and economic instruments that, by acquiring stakes in major Brazilian business groups, they become able to make relevant influence in many strategic decisions of such companies. The aim of this work is to determine how the governmental influence in the management of such companies may interfere their performance. The study was conducted from references and analysis of performance indicators of companies listed on Bovespa Index. The literature review found positions for and against the presence of Pension Funds in the context of major shareholders of Brazilian companies. At the stage of analysis of performance indicators, it was executed by descriptive statistics and the group of companies included in the portfolio of pension funds analyzed have some performance indices slightly higher when compared to companies listed on the Bovespa Index that did not received investments of pension funds during the period.

Key words: Pension funds, corporate governance, company performance.

AGRADECIMENTOS

Agradeço a Universidade Federal do Rio de Janeiro pela oportunidade de me graduar em uma instituição de renome, que contribuiu em larga escala para o crescimento do meu conhecimento e maturidade profissional.

Agradeço a professora orientadora Ana Carolina Pimentel Duarte da Fonseca pelas valiosas contribuições durante todo o trabalho, sempre de forma muito dedicada e interessada na busca de soluções para que este material fosse redigido com a maior qualidade possível.

Agradeço aos meus pais Ronaldo e Regina pelo apoio emocional proporcionado durante toda a minha vida. Agradeço também pela formação de caráter, que me permitem hoje ultrapassar esta etapa de minha vida.

Agradeço a minha noiva, Raquel, pela parceria em todos os momentos e por me dar todo o apoio emocional e motivação necessária para dedicar noites e fins de semana na elaboração desta monografia.

Agradeço ao meu irmão e amigos por entenderem a minha ausência durante este período devido à dedicação necessária para a realização deste curso.

Por fim, agradeço aos meus colegas de trabalho pela contribuição com informações importantes que permitiram a realização deste estudo, incluindo a recomendação de materiais de leitura que culminaram na definição do tema abordado.

SUMÁRIO

Sumário

1 – INTRODUÇÃO	1
2 – PROBLEMA DE PESQUISA.....	4
2.1 – OBJETIVO PRINCIPAL	4
2.2 – OBJETIVOS INTERMEDIÁRIOS.....	4
2.3 – DELIMITAÇÃO DO ESTUDO.....	5
2.4 – RELEVÂNCIA DO ESTUDO.....	6
3 – REFERENCIAL TEÓRICO	10
3.1 – TEORIA DA AGÊNCIA E GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	10
3.2 – EVOLUÇÃO DA POSTURA DO GOVERNO EM RELAÇÃO À PARTICIPAÇÃO DO ESTADO NA ECONOMIA.....	12
3.3 – FUNDOS DE PENSÃO COMO FERRAMENTAS POLÍTICO-ECONÔMICAS	16
4 – METODOLOGIA	21
5 – ANÁLISE DE DADOS: O IMPACTO DA INFLUÊNCIA DOS FUNDOS DE PENSÃO NO DESEMPENHO DA EMPRESAS INVESTIDAS	24
6 – CONCLUSÃO	29
7 – REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	31
ANEXO.....	33

1 – INTRODUÇÃO

De acordo com estudos realizados por Rodrik (2002; 2006), Diniz (2007) e Condé (2009), é possível observar que os países adotantes das doutrinas neoliberais vinham apresentando resultados econômicos e sociais pouco satisfatórios entre o final dos anos 90 e o início dos anos 2000. Dentre os tais países citados como exemplos de baixo desempenho, os autores citam alguns Latino Americanos tais como: a Argentina, que passou por momentos turbulentos principalmente em 2002; o Brasil, que apesar de conter a inflação, ainda não havia entrado em uma espiral de maior crescimento econômico; e o Chile, que foi capaz de aumentar a liberalização comercial, porém incapaz de deter a ampliação da pobreza e desigualdade social.

Ao comparar tais resultados com os de países que não adotaram a cartilha neoliberal, Condé (2009) demonstra que atuações mais expressivas foram obtidas pela China, Coréia e Taiwan, que segundo o autor, decidiram adotar regimes político-econômicos próprios que englobavam, cada um de sua maneira, a oferta de subsídios governamentais, o fortalecimento de conglomerados incentivados pelo Estado e a criação de zonas especiais de importação.

Diante deste cenário, partidários do neoliberalismo passaram a perder espaço político para um novo regime de governo que combatia a negação do Estado e contrariava os ideais de receituário único e a passividade política (DINIZ, 2007). Complementando o mesmo argumento, Lazzarini (2011 p.34) justifica que a crise financeira de 2008, “causada pela insolvência de diversos bancos internacionais (...) foi a gota d’água para que vozes contrárias à globalização e às reformas liberais tomassem força como há muito não se via”.

No caso do Brasil, Condé (2009) observou que o mesmo ocorreu a partir da era Lula, iniciada em 2003 quando, segundo o autor, a ruptura do modelo de gestão anterior se iniciou a partir das medidas de congelamento do processo das privatizações, em sua participação ativa

no debate sobre a previdência do setor público e na criação de programas sociais, dando início a um processo que traria ao governo brasileiro uma postura mais central e visivelmente mais interessada em ditar os rumos da economia.

Diante da postura mais ativa do Estado em relação à economia, Brey (2011) indica que as principais ferramentas à disposição dos governantes para tal fim seriam: disponibilidade de crédito, regulamentação setorial, custo de capital e interferência na concorrência. Já Lazzarini (2011) observa também a utilização dos Fundos de Pensão de empresas estatais neste processo, no qual, segundo o autor, entre os anos de 1997 e 2008, o volume de investimentos dos fundos de pensão estatais variou de R\$27,3 para R\$127,5 bilhões e, segundo Almeida (2011), seu portfólio de empresas investidas atingiu em 2009 a proporção de 19% do total de companhias listadas na BM&F Bovespa.

Todavia, ao analisar tal conjuntura sob a ótica das empresas investidas por tais fundos, é relevante ponderar que, apesar de tal sociedade trazer consigo vários benefícios que podem facilmente ser imaginados, “a contrapartida direta da capitalização recebida pela empresa é a maior incerteza na sua gestão” (LAZZARINI, 2011 p.112). Em outras palavras, Almeida (2011) compreende que, na posição de representantes do Estado na sociedade, os Fundos de Pensão sempre tentam influenciar a gestão de tais empresas priorizando os interesses do governo, colocando em primeiro plano alguns fatores tais como geração de empregos e controle da inflação, em detrimento dos resultados operacionais de tais companhias.

Diante deste cenário, é relevante analisar de que maneira estes fatores positivos e negativos influenciam a gestão das empresas investidas por tais Fundos de Pensão, com o objetivo de responder à seguinte pergunta: “De que forma a presença de Fundos de Pensão estatais como acionista impacta o desempenho das empresas listadas em bolsa?”

O estudo foi realizado a partir de referências bibliográficas e análise de indicadores de rentabilidade das empresas listadas no Índice Bovespa. Todos os dados foram coletados utilizando a base de dados da Economática, e a etapa da análise de rentabilidade foi estruturada de forma a comparar indicadores de rentabilidade tais como: lucro por ação, dívida total líquida, liquidez corrente, margem líquida, rentabilidade do ativo e valor de mercado. A base de dados utilizada foram as empresas listadas no Índice Bovespa, que foram divididas em dois grupos para fins de comparação, sendo eles: o grupo das empresas que são investidas por Fundos de Pensão atualmente e o grupo das empresas não-investidas por Fundos de Pensão.

2 – PROBLEMA DE PESQUISA

Ao considerar o contexto abordado no capítulo anterior, é possível notar que os Fundos de Pensão das empresas estatais possuem elevada relevância no cenário econômico brasileiro. Entretanto, ao analisar as motivações políticas dos Fundos de Pensão, é possível compreender até que ponto os objetivos políticos de um país podem se contrapor aos interesses de geração de valor dos acionistas. Diante deste cenário, define-se a seguinte formulação do problema:

De que forma o desempenho de uma empresa pode ser impactado com a chegada de um grande fundo de pensão estatal em seu quadro de acionistas?

2.1 – OBJETIVO PRINCIPAL

Mediante a definição do problema, constitui-se como objetivo principal: a apuração de quais impactos podem ser notados no desempenho das empresas brasileiras que possuem Fundos de Pensão de empresas estatais em seu quadro de acionistas.

2.2 – OBJETIVOS INTERMEDIÁRIOS

Como objetivos intermediários, apresentam-se as seguintes questões de pesquisa que nortearão todo o estudo.

- Descrever a evolução da postura do Governo brasileiro em relação à sua participação ativa na economia;
- Apurar de que formas o Governo brasileiro vem utilizando os Fundos de Pensão de empresas estatais para exercer influência na economia;
- Apresentar a evolução do volume financeiro investido pelos Fundos de Pensão durante o período de análise;
- Analisar se há diferenças entre o desempenho das companhias investidas pelos Fundos de Pensão e as que não possuem tais instituições em seu quadro de acionistas.

2.3 – DELIMITAÇÃO DO ESTUDO

Considerando que uma premissa especialmente importante deste estudo é o fato de que o governo brasileiro utiliza-se do poder que possui junto aos Fundos de Pensão de empresas estatais para interferir na gestão das empresas sob sua área de influência, é importante ressaltar estudos de Crisóstomo e González (2006), Gillan e Starks (1998) e Jesus (2004) nos quais tais autores argumentam que a capacidade de influenciar a gestão das empresas investidas exigiria níveis de investimentos elevados, indicando que os Fundos de Pensão Previ, Petros e Funcef seriam as únicas instituições com relevante capacidade de controlar e influenciar as decisões estratégicas das empresas investidas. Dentre as três instituições citadas, o portfólio de empresas investidas pela Funcef não foi analisado, uma vez que tal instituição não disponibiliza demonstrativos de investimentos em sua página na internet.

Como os Fundos de Pensão são instituições que realizam seus investimentos priorizando o retorno no longo prazo (SANTANA, 2008), foi estipulado como parâmetro para a análise de dados o período de 8 anos e, sendo assim, nem todas as empresas listadas no Índice Bovespa foram analisadas.

Também não foram consideradas questões referentes às relações entre empresa e governo de ordem subjetiva tais como relacionamentos pessoais entre políticos e executivos das empresas, troca de favores entre representantes governamentais e executivos de tais empresas, assim qualquer outra prática que não possa ser considerada dentro de um arcabouço legal.

2.4 – RELEVÂNCIA DO ESTUDO

A atuação dos Fundos de Pensão brasileiros tem sido estudada nos últimos anos por muitos autores, sendo possível encontrar bibliografias que tangenciam o tema tanto do ponto de vista político quanto do econômico. Para citar alguns destes, Jesus (2004), elaborou um estudo de caso sobre a Previ e a forma como tal instituição estruturou seu modelo de Governança Corporativa (que desde então é utilizado de forma compulsória em toda empresa da qual a instituição se torna sócia), enquanto Lazzarini (2011), por sua vez, escreveu o livro “Capitalismo de Laços: Os donos do Brasil e suas conexões”, no qual conclui que atualmente os Fundos de Pensão de empresas Estatais são os atores mais centrais da economia brasileira, dando destaque principalmente à Previ, Petros e Funcef. Adicionalmente, Almeida (2011) elaborou o estudo “Fundos de Pensão e Governança Corporativa no Brasil”, que se refere à forma com que tais organizações fazem uso de modernas práticas de governança corporativa para garantir seu direito de influenciar a estratégia das empresas que fazem parte de seu portfólio de investimentos. Não menos relevantes, Condé (2009), Diniz (2007), Crisóstomo e González (2006) e Rodrik (2006) também desenvolveram estudos recentes sobre a questão dos fundos de pensão, assim como diversos outros autores que são citados ao longo deste trabalho.

De uma forma geral, todos os autores mencionados no parágrafo anterior concordam entre si ao traduzir os benefícios (disponibilidade de crédito a baixo custo) e os principais danos (interferências na gestão) recorrentes das relações entre empresas e fundos de pensão, porém até então, não foram encontrados estudos que avaliem a questão da rentabilidade das empresas investidas por tais instituições de forma conclusiva.

No que tange aos resultados obtidos pelos trabalhos estudados até então, Crisóstomo e González (2006) analisaram empresas com a presença de fundos de pensão como seus

acionistas principais, com objetivo de comparar o desempenho de tais empresas com os mesmos indicadores de empresas que não possuíam fundos de pensão em seu quadro de acionistas. Ao fim de tal trabalho, não encontraram diferenças significativas entre o desempenho das empresas investidas pelos fundos de pensão em comparação com as demais empresas estudadas, porém, os autores argumentam que os índices de rentabilidade do patrimônio líquido de empresas com fundos de pensão como acionista principal são em média superiores aos mesmos índices das empresas sem participação de fundos de pensão, indicando resultado levemente favorável à presença de tais instituições no capital social das empresas.

Por sua vez, Almeida (2011) comparou as práticas de governança corporativa entre companhias com ou sem fundos de pensão em seu quadro de acionistas, concluindo que as empresas que são investidas por tais fundos realmente apresentam melhores práticas de governança corporativa. Ao se aprofundar mais na questão, o mesmo autor relembra que tal característica poderia ser vista como benéfica, uma vez que segundo estudo de Gillan e Starks (2007), a implementação de melhores práticas de governança corporativa além de melhorar o monitoramento das companhias, também pode contribuir com a melhoria de seu desempenho e elevação do valor de mercado. Contudo, o próprio Almeida (2011) também critica a presença de tais instituições no capital social das empresas ao lembrar que, apesar das características positivas decorrentes da melhoria da governança, a presença dos fundos de pensão como acionista de uma empresa pode fazer com que a mesma seja influenciada a priorizar projetos políticos em suas estratégias de negócios, em detrimento ao desenvolvimento de iniciativas de maior rentabilidade. Segundo o autor, alguns dos objetivos governamentais terceirizados para as empresas investidas seriam questões tais como: a manutenção do nível de emprego em uma determinada região do país e a definição de preços de determinados produtos com objetivo de não pressionar a inflação.

Em resumo, após revisar um grande número de trabalhos sobre o assunto em questão, é possível compreender que ainda há muitos pontos de divergência em relação à atuação dos fundos de pensão no Brasil. Enquanto há estudos que sinalizam a presença de tais organizações no capital social das empresas de forma positiva, muitos outros acusam tais instituições de inserirem interesses públicos em questões que deveriam ser estritamente privadas.

No entanto, esta dicotomia entre os interesses públicos e privados acaba se tornando ainda mais impactante devido ao enorme poder político e econômico que atualmente se encontra sob a gestão da Previ, da Petros e da Funcef. De acordo com o relatório anual de 2012 da Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar (ABRAPP, 2012), tais instituições eram responsáveis por gerenciar, em julho de 2012, montantes de investimentos na ordem de R\$285 bilhões, dos quais grande parte foi utilizada na aquisição de 82 empresas de médio e grande portes que, por sua vez, totalizam receitas anuais na ordem de R\$1.174 bilhões. Considerando que o Produto Interno Bruto brasileiro foi de R\$4.403 bilhões em 2012 (IBGE, 2012), é possível compreender o nível de importância que Previ, Petros e Funcef conquistaram na economia brasileira.

Desta forma, ao exercer sua influência nas estratégias das empresas investidas, tais fundos de pensão podem gerar consequências de grandes proporções (positivas ou negativas) para as mesmas, assim como para todos os envolvidos em tais relações, sejam os colaboradores de tais empresas, seus acionistas minoritários e até mesmo a sociedade de uma forma geral.

O estudo foi organizado tendo a Introdução e Definição do Problema como primeiros capítulos, seguidos pela etapa de Referencial Teórico. Em seguida, o quarto capítulo tratou da metodologia do trabalho e o quinto capítulo baseou-se na estatística descritiva, na qual foram

apresentados os índices de desempenho das empresas analisadas, assim como sua evolução ao longo dos anos.

No sexto capítulo foram apresentadas as conclusões do estudo e, por fim, o sétimo capítulo apresenta as Referências Bibliográficas.

3 – REFERENCIAL TEÓRICO

3.1 – TEORIA DA AGÊNCIA E GOVERNANÇA CORPORATIVA

A Teoria da Agência é um conceito que, segundo Jesus (2004), foi introduzido na literatura financeira por Jensen e Mechling (1986) em um trabalho publicado a respeito dos conflitos que podem aparecer toda vez que alguém delega a um terceiro (o agente), o direito de desempenhar funções ou realizar determinada tarefa em seu nome. Segundo Brey (2011), a Teoria da Agência ganhou força à medida que as empresas passavam por processos de profissionalização em todo o mundo e, em muitos dos casos, os proprietários das empresas passaram a não ser mais seus gestores e, com o passar do tempo, notou-se que alguns interesses particulares dos gestores era conflitantes com os interesses dos acionistas, uma vez que todo recurso aplicado com o conforto e mordomias para os gestores saem do lucro que os acionistas poderiam ter.

Em relação ao mesmo assunto, Almeida (2011) e Crisóstomo e González (2006) afirmam que os direitos que um sócio possui de interferir nas estratégias de sua empresa não significam que a empresa executará suas determinações, principalmente nos casos em que os anseios dos acionistas vão de encontro aos interesses da alta gestão da empresa. A solução para tais conflitos, segundo os autores, foi a implementação de modernas práticas de governança corporativa, permitindo aos acionistas um maior controle sobre seus ativos.

Segundo Jesus (2004), os conceitos de governança corporativa começaram a ser estruturados no início da década de 1990, após casos em que empresas de grande porte tais como Guinness, IBM e General Motors quase foram à falência sem que os Conselhos de Administração de tais companhias tivessem a oportunidade de tomar qualquer medida para impedir tal acontecimento. Como consequência de tais eventos, seus acionistas (particularmente os investidores institucionais) iniciaram uma série de pesquisas com o intuito

de proteger seus direitos, tendo como resultado a estruturação do conceito de governança corporativa, que Leal e Saito (2003) definem como “um conjunto de regras, práticas e instituições que determinam como os gestores devem agir visando os interesses das partes envolvidas na empresa, principalmente os acionistas”.

Além deste conceito apresentado por Leal e Saito, há muitas outras formas de explicar o conceito de governança. Para o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, governança corporativa

“é o sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre proprietários, conselho de administração, diretoria e órgãos de controle. As boas práticas de governança corporativa convertem princípios em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor da organização, facilitando seu acesso ao capital e contribuindo para a sua longevidade.”

Segundo a mesma instituição, há dois modelos principais de governança corporativa: o sistema *Outsider* e o sistema *Insider* (IBCG, 2013), que se diferenciam principalmente pela estrutura de propriedade das empresas e no objetivo central das empresas que recebem suas influências. Neste caso, o sistema *Outsider* seria mais comum em empresas de origem inglesa e norte-americana, apresentando como principais características a estrutura de propriedade dispersa (muitos investidores com pequenos volumes de ações) e foco na geração de valor ao acionista, enquanto o sistema *Insider* é mais comum em empresas de origens japonesa e europeia, se caracterizando pela estrutura de propriedade mais concentrada e foco na geração de valor aos *stakeholders*, principalmente aos funcionários de tais companhias.

No Brasil, o primeiro código sobre governança corporativa foi elaborado em 1999 pelo IBCG e, em 2002, a Comissão de Valores Mobiliários lançou uma cartilha visando orientar administradores, conselheiros, acionistas (controladores e minoritários) e auditores independentes sobre as questões que afetam o relacionamento entre os mesmos (IBCG, 2013).

Outra contribuição que trouxe maior destaque para a utilização das práticas de Governança partiu, da Bolsa de Valores de São Paulo, com a criação de categorias especiais em que cada companhia pode se incluir de forma facultativa. As regras para que uma companhia torne-se apta para se incluir em uma destas listagens vão além das obrigações que já possuem perante a Lei das Sociedades Anônimas, tendo como objetivo facilitar a avaliação de tais companhias por parte de seus futuros acionistas (BM&F BOVESPA, 2012). A instituição acredita que tais regras resultam em maior atratividade de tais empresas em relação aos investidores em potencial, uma vez que promovem a divulgação de informações mais completas em relação à saúde financeira de tais companhias, além de assegurar direitos e garantias aos acionistas.

3.2 – EVOLUÇÃO DA POSTURA DO GOVERNO EM RELAÇÃO À PARTICIPAÇÃO DO ESTADO NA ECONOMIA

Independentemente do fato de o Estado ter desempenhado um papel essencial no processo de acumulação e desenvolvimento capitalistas, Chang (2002) ressalta que a partir dos anos 80 surgiu uma nova ideologia que afirmava que a utilização das estratégias de livre mercado, combinada com a centralização de um conceito de globalização estritamente econômico, fez com que o Estado começasse a ser visto como um vilão responsável por prejudicar o crescimento econômico e intensificar problemas de distribuição de renda.

Em consequência desta nova visão, começaram a surgir pressões para a adoção de políticas restritivas à participação estatal na economia (seja contra a propriedade de ativos ou conta o papel de regulador), que culminaram na criação de reformas econômicas de cunho liberal e resultaram no que John Willianson (1990) denominou por “Consenso de Washington”, um conjunto que descrevia as medidas econômicas pelas quais o Estado poderia

utilizar para interferir na economia. Segundo Condé (2009), as medidas estabelecidas pelo Consenso de Washington seriam: disciplina fiscal, controle dos gastos públicos, reforma tributária, liberalização financeira, taxa de câmbio flexível, liberalização comercial, privatização, liberdade ao capital externo e defesa da propriedade intelectual.

Todavia, foi possível notar que a adoção de tais medidas gerou resultados perturbadores, principalmente na América Latina, onde Rodrik (2002) afirmou que o baixo crescimento econômico, a insegurança provocada pelas crises financeiras e o aumento da pobreza e desigualdades sociais se tornariam argumentos relevantes para justificar o insucesso das medidas econômicas definidas pelo Consenso de Washington. Anos mais tarde, o mesmo Rodrik (2006) acrescenta que até o Banco Mundial reconhece as desvantagens e erros da estratégia única (medidas defendidas pelo Consenso de Washington), cujos resultados foram muito diversos, na medida em que foram adotadas por países que se encontravam em contextos diferentes. Ainda em relação ao Banco Mundial, o autor informa que a instituição também admite que tenha havido exagero sobre a exigência de um papel menor ao Estado e, finalmente, conclui que haveria então a necessidade de que fossem identificados obstáculos ao crescimento e promovidas políticas personalizadas para cada país, sem seguir sempre o mesmo receituário.

Ao estudar sobre o mesmo tema, Diniz (2007) também defendeu uma teoria mais alinhada com o ambiente que contrariava o receituário único, a negação do Estado e a passividade política. De forma geral, tais argumentos podem nos ajudar a compreender as razões pelas quais o Estado brasileiro tem adotado uma postura mais interessada em ditar os rumos da economia no nosso país. Neste sentido, Condé (2009) compara as principais diretrizes da gestão dos ex-presidentes Fernando Collor de Melo, Fernando Henrique Cardoso e Luiz Inácio Lula da Silva.

Segundo o autor, nosso país iniciou sua era Neoliberal na década de 90 a partir das propostas de liberalização econômica defendidas por Fernando Collor, das quais podem ser enumeradas: a redução dos impostos de importação, abertura do mercado interno para produtos importados e o início do processo de privatização que incluiu a venda da Vale SA (na época, Companhia Vale do Rio Doce) e da Companhia Siderúrgica Nacional, assim como o fim do monopólio da Petrobras em atividades de Exploração e Produção de Petróleo em território nacional.

Em seguida, a era Fernando Henrique Cardoso, ainda segundo Condé (2009), foi caracterizada pelos processos de privatização, que reduziram significativamente o volume de ativos sob a gestão direta do governo, e pela estratégia de isolamento do Ministério da Fazenda e do Banco Central de forma a lhes proporcionar total liberdade no manejo da política econômica.

Já em relação ao início do Governo Lula (2003 – 2006 e 2007 – 2010), o autor observou um estilo de gestão menos alinhado ao modelo predominante na última década, demonstrando estar alinhado com as tendências internacionais de enfraquecimento do movimento neoliberal mencionadas no início do capítulo.

Neste contexto, Condé (2009) pondera que apesar de Lula ter optado por dar continuidade a muitas das ideologias preconizadas por seu sucessor (tais como: câmbio flutuante, autonomia relativa do Banco Central, juros elevados, metas de inflação e restrições fiscais), o governante gradativamente passou a adotar medidas contrárias às defendidas pelo Consenso de Washington, dentre elas: a interrupção no processo de privatização, a participação ativa no debate sobre a previdência do setor público, a postura agressiva em relação ao incentivo às exportações e a criação de programas assistencialistas de cunho social.

Apesar concordar com a ideia de que o governo brasileiro tem realmente se esforçado nos últimos anos para aumentar sua centralidade na economia, Lazzarini (2011) discorda de

que essa tendência tenha se iniciado na era Lula, argumentando que todo o processo de privatização foi planejado de forma a favorecer o governo. De acordo com Lazzarini, a prioridade de todos os 165 processos de privatização ocorridos entre 1990 e 2002 foram executados com o objetivo de gerar caixa aos cofres públicos, resultando na geração de US\$87 bilhões e, contradizendo as críticas que recebia da oposição (relacionadas ao suposto esvaziamento da máquina pública), FHC conduziu todo o processo de privatização de uma forma que mantinha o BNDES e os Fundos de Pensão de empresas estatais como atores centrais nos consórcios vencedores dos leilões de privatização, incluindo cláusulas que proporcionavam a tais agentes relevante poder de influência nos consórcios constituídos, independentemente de sua participação acionária. Ainda segundo Lazzarini (2011), a influência dos fundos de pensão e do BNDES mais que triplicou entre 1996 e 2009.

No que tange ao estilo de gestão da atual presidente Dilma Roussef, não foram encontrados artigos científicos que tenham analisado sua postura em relação ao assunto. O único autor estudado que se posicionou sobre o tema foi Lazzarini (2011), que cita o seguinte trecho do discurso proferido pela própria Dilma durante o anúncio oficial de sua candidatura:

“Alguns ideólogos chegavam a dizer que quase tudo seria resolvido pelo mercado. O resultado foi desastroso. Aqui, o desastre só não foi maior – como em outros países – porque os brasileiros resistiram a esse desmonte e conseguiram impedir a privatização da Petrobras, do Banco do Brasil, da Caixa Econômica Federal ou de Furnas”.

Segundo Lazzarini (2011), tal discurso o leva a suspeitar que a governante é partidária da adoção de uma postura mais ativa do governo em relação à economia, demonstrando alinhamento com a tendência citada neste capítulo.

3.3 – FUNDOS DE PENSÃO COMO FERRAMENTAS POLÍTICO-ECONÔMICAS

Ao analisar todo o arcabouço histórico que contribuiu para a adoção de posturas mais ativas do Estado em relação à economia, é possível compreender que os recentes movimentos políticos no Brasil não são frutos exclusivamente da filosofia de alguns dos nossos governantes, mas reflexo de uma tendência mundial que prega a importância do papel do Estado para a promoção de um crescimento mais sustentável sob os aspectos econômico e social (RODRIK, 2006; DINIZ, 2007).

Entretanto, apesar de tais mudanças ideológicas e das visíveis diferenças entre os modelos de gestão de nossos últimos presidentes, Lazzarini (2011) aponta uma característica que não apenas se manteve ativa, mas se intensificou desde a era FHC até os dias atuais: a utilização dos Fundos de Pensão de empresas estatais como ferramentas político-econômicas.

Conforme mencionado no capítulo anterior, os Fundos de Pensão das empresas estatais foram utilizados pela primeira vez por Fernando Henrique Cardoso durante o processo de privatização iniciado em sua primeira gestão. Neste período, FHC vinha sofrendo críticas devido à possibilidade iminente de vender empresas nacionais ao capital internacional e a solução encontrada para reconquistar a confiança da opinião pública foi desenvolver uma estratégia que utilizava os Fundos de Pensão de empresas estatais na formação de consórcios mistos com empresas privadas (LAZZARINI, 2011). Devido ao relevante apoio financeiro recebido pelo BNDES, os consórcios liderados pelos Fundos de Pensão foram capazes de estruturar as propostas vencedoras em grande parte dos leilões de privatização (SANTANA, 2012). Neste modelo, Lazzarini (2011) constata que, apesar de em alguns casos os consórcios vencedores incluírem a participação de empresas estrangeiras, as sociedades sempre eram estruturadas de forma a manter os Fundos de Pensão em posição de destaque, com direito a

um número relevante de cadeiras nos conselhos de administração, independentemente do volume de ações de tais empresas que estariam sendo adquiridas pelos fundos.

De acordo com Lazzarini (2011), as próprias características dos FP's se encaixaram perfeitamente com as intenções do governo neste momento, uma vez que se tratavam de instituições altamente capitalizadas, que eram geridas por profissionais eleitos pelos funcionários das próprias estatais e por outros executivos que eram apontados pelo governo. Essa relação de intimidade com o Estado somada ao grande volume de recursos disponível para a realização de novos investimentos contribuiu para a consolidação de tais entidades como ferramentas de grande valor para o Estado, mesmo após o fim do período de privatizações.

De forma a compreender a intensidade de sua atuação, Lazzarini (2011) destaca que, entre 1997 e 2008, o valor dos investimentos em ativos de risco realizados pelos fundos de pensão analisados saiu de R\$27,3 bilhões e atingiu a marca de R\$127,5 bilhões. Em 2012, segundo a Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar (ABRAPP), tais instituições eram responsáveis por gerenciar R\$285 bilhões (volume total de ativos), dos quais grande parte foi utilizada na aquisição de participação acionária em 82 empresas, cujas receitas anuais atingiram no ano de 2012 a marca de R\$1.174 bilhões (VALOR ECONÔMICO, 2012). Considerando que o Produto Interno Bruto brasileiro no ano de 2012 foi de R\$4.403 bilhões (IBGE, 2012), é possível compreender o nível de relevância que Previ, Petros e Funcef adquiriram na economia brasileira.

Todavia, Almeida (2011) pondera que a enorme capilaridade dos fundos de pensão na economia brasileira, por si só não atenderia às expectativas governamentais, sendo necessário que todo o investimento realizado nas empresas que constam nos portfólios de tais fundos resultasse efetivamente na influência direta sobre as estratégias de negócios das empresas investidas. Crisóstomo e González (2006), por sua vez, complementam tal raciocínio ao

afirmar que, em muitos casos os interesses dos acionistas podem ser conflitantes com as expectativas dos executivos de tais empresas. Nestes casos, existe a possibilidade de que as demandas do acionista não sejam atendidas, resultando em evento denominado Conflito de Agência.

De forma a permitir maior controle por parte dos fundos na gestão das empresas investidas, a solução adotada foi, segundo Gillian e Starks (1998), a estruturação de modernas práticas de governança corporativa em cada empresa que viesse a ser investida pelos Fundos de Pensão. Neste sentido, Jesus (2004) e Brey (2011) afirmam que a estratégia de adotar práticas de governança corporativa atingiu os resultados esperados, fazendo com que os Fundos de Pensão adquirissem relevante capacidade de controlar e influenciar as estratégias das empresas que fazem parte de sua carteira de investimentos. Almeida (2011) corrobora tal argumento ao dizer que os fundos de pensão que possuem empresas públicas como patrocinadores sempre buscam a melhoria da governança das empresas para que eles possam exercer o ativismo.

Entretanto, apesar de todo o cenário apresentado nos parágrafos anteriores indicar certa legitimidade em relação à atuação dos fundos de pensão na economia brasileira, o que tem sido visto na prática é uma grande dúvida em relação às consequências reais de sua interferência para a gestão das grandes empresas brasileiras, e até mesmo para o crescimento do país

Como principais aspectos positivos relacionados à atuação dos fundos de pensão no país, Lazzarini (2011) aponta que a própria característica do mercado de crédito no Brasil contribui para que a presença dos fundos de pensão (e conseqüentemente, do grande volume de capital que os mesmos dispõem) no quadro de acionistas de tais empresas seja vista de forma positiva, uma vez que a disponibilidade de crédito para o setor privado no país é baixa em comparação com outros países, e a presença de um sócio altamente capitalizado pode

facilitar o processo de obtenção de crédito e até mesmo viabilizar projetos com longos períodos de maturação, sem que tais empresas precisem se submeter às pressões temporárias e de curto prazo comuns no mercado financeiro. O mesmo autor complementa que a disponibilidade de crédito em nosso país é um fator capaz de gerar diferencial competitivo, uma vez que, enquanto o volume de recursos à disposição do setor privado brasileiro atingiu volume equivalente a 56% do PIB em 2008, o mesmo indicador foi registrado nos patamares de 190% nos Estados Unidos, 109% na Coreia do Sul, 108% na China e 85% no Chile.

Além do fator crédito, Camilo, Marcon e Bandeira-de-Mello (2012) apontam outros argumentos positivos para a relação entre empresas e fundos de pensão, tais como a aproximação com outras empresas investidas pelos mesmos fundos, o que permitiria o estabelecimento de parcerias estratégicas ou até mesmo o desenvolvimento de negócios com tais empresas.

Ainda em relação ao mesmo tema, Almeida (2011) enfatiza que a busca pela melhoria nas práticas de Governança Corporativa por parte dos Fundos de Pensão nas empresas investidas pelos mesmos pode ser vista como um fator positivo relacionado à sua presença no capital social de tais empresas. O autor fundamenta tal argumento ao citar outros estudos, como por exemplo o de Gillan e Starks (2007), no qual os autores afirmam que a implementação de boas práticas de governança corporativa melhora o monitoramento das companhias e pode contribuir com a melhoria do desempenho e aumento do valor de mercado de tais companhias.

Entretanto, assim como já foi dito neste capítulo, a atuação da Previ, da Petros e da Funcef também é alvo de inúmeras críticas. Lazzarini (2011) compreende que o objetivo central do Estado é o desenvolvimento macroeconômico do país e, desta forma, pode, em muitos momentos, utilizar as empresas investidas pelos fundos de pensão como ferramentas para promoção de políticas públicas sem que se tenha uma expectativa tão intensa na

expansão comercial ou na melhoria de índices de rentabilidade de tais companhias. Diante desde mesmo argumento, o autor cita, já nas primeiras páginas de seu livro, o exemplo da Vale, no qual menciona a pressão que o governo exerceu a partir dos fundos de pensão que possuíam ações da companhia para que a mesma investisse na construção de usinas siderúrgicas, mesmo diante de um cenário em que o investimento em siderurgia naquele momento seria uma aposta “cujo retorno é incerto, mas, inegavelmente, rende votos” (Lazzarini, 2011, p. 5).

O mesmo tipo de argumentação também é exposto por Thomsen e Pedersen (2000) ao afirmam que o governo prioriza objetivos sociais e políticos em sua agenda, enquanto as empresas priorizam objetivos ligados à maximização da riqueza. Tangenciando o mesmo ponto de vista, Almeida (2011) concorda que os fundos de pensão podem priorizar objetivos políticos na gestão das empresas investidas, rebaixando a importância da rentabilidade de seus projetos para um patamar secundário. Segundo o autor, alguns dos objetivos do governo junto às empresas podem estar relacionados a questões tais como: a manutenção do nível de emprego em uma determinada região do país e a manutenção de preços de determinados produtos com objetivo de não pressionar a inflação.

Em resumo, o estabelecimento de uma relação de sociedade com o governo pode apresentar vários aspectos positivos e negativos para a gestão das empresas que aceitam tal união. Entretanto, é importante desenvolver uma análise mais aprofundada sob a ótica dos indicadores de desempenho organizacional, com foco em compreender se há alguma diferença nos resultados das empresas que possuem Fundos de Pensão no quadro de acionista das companhias.

4 – METODOLOGIA

Para a etapa de análise quantitativa, este trabalho foi estruturado de forma a se descobrir quais mudanças positivas ou negativas poderiam ser encontradas nos principais índices de desempenho das grandes empresas brasileiras após a entrada de um Fundo de Pensão no quadro de acionista das mesmas. A base de dados definida foram as empresas listadas no Índice Bovespa em 31 de dezembro de 2012 (BM&F BOVESPA, 2013), e, com objetivo de determinar quais empresas seriam estudadas em maior profundidade, este trabalho dedicou-se a descobrir quais das empresas citadas acima receberam investimentos durante o período de análise. Tal estudo foi desenvolvido através da comparação entre relatórios apresentados anualmente pela Previ e Petros das empresas investidas (denominada “Demonstrativos de Investimentos”). Como a FUNCEF não disponibiliza tais informações em sua página na internet, não foi possível analisar a variação de seu portfólio ao longo dos anos.

É relevante mencionar que para a comparação dos Demonstrativos de Investimentos, foi necessário também analisar as empresas que foram fundidas ou trocaram de nome durante o período de análise, de forma a não permitir que tais acontecimentos prejudicassem a confiabilidade do estudo desenvolvido.

Como forma de determinar quais empresas haviam sido incluídas recentemente no portfólio dos fundos de pensão, comparou-se os Demonstrativos de Investimentos de tais instituições ano a ano, desde 2003 (primeiro ano em que tanto a Previ quanto a Petros passaram a disponibilizar os Demonstrativos de Investimentos), até o ano de 2008. O limite superior foi definido como o ano de 2008 em virtude das características de longo prazo dos investimentos realizados pelos Fundos de Pensão, uma vez que não seria interessante analisar empresas que sofrem a influência dos Fundos de Pensão por um período inferior a 5 anos.

Após finalizar a análise dos Demonstrativos de Investimentos de tais instituições, notou-se que entre 2003 e 2008 a Previ e Petros realizaram novos investimentos em apenas quatro companhias, sendo elas: Grupo Pão de Açúcar (2004), Lojas Americanas (2004), CCR Rodovias (2006) e Cyrela Realty (2007). Devido ao reduzido tamanho da amostra, compreendeu-se que tal estudo não seria o mais indicado para se avaliar os impactos da influência dos Fundos de Pensão.

Com o objetivo de permitir a viabilidade deste estudo, tal metodologia foi adaptada de forma a permitir comparações entre os índices de desempenho de dois grupos de empresas: o grupo das empresas que não possuem Fundos de Pensão em seu quadro de acionistas; e o grupo de empresas que fizeram parte do portfólio de tais instituições durante todo o período de análise, independentemente do momento em que tais FP's realizaram tais investimentos. Como forma de ampliar o tamanho da amostra, o período de análise foi estendido para o ano de 2005, uma vez que um grande número de companhias passou por processos de abertura de capital nos anos de 2004 e 2005. Sendo assim, atingiu-se o número total de 30 empresas analisadas, dentre as quais 9 delas nunca fizeram parte do portfólio dos Fundos de Pensão durante o período analisado, enquanto as outras 21 tiveram tais instituições como acionistas desde 2005 até o ano de 2012.

Os índices considerados na análise foram selecionados de forma a avaliar características como lucratividade, nível de endividamento e valor de mercado. Tais critérios foram analisados através dos cinco índices, que seguem definidos abaixo de acordo com as descrições apresentadas pela Economática, software de onde tais dados foram extraídos:

- Lucro por Ação: Divisão entre o Lucro Líquido e o número total de ações;
- Dívida Total Líquida: Nível de endividamento, calculado a partir da subtração entre a dívida total bruta (financiamentos de curto e médio prazos + debêntures de curto e longo prazos) e o volume de recursos no caixa e em investimentos de curto prazo da companhia.

- Liquidez Corrente: Divisão entre o Ativo Circulante e o Passivo Circulante, representa a capacidade de uma empresa honrar seus compromissos no curto prazo.
- Rentabilidade do Ativo: Divisão entre o Lucro Líquido e o Ativo Total,
- Valor de Mercado: Multiplicação entre a cotação de fechamento da ação e a quantidade de ações da empresa

As análises foram desenvolvidas utilizando estatística descritiva, e, como não foram desenvolvidos estudos estatísticos em relação à confiabilidade da amostra, os índices apresentados não podem ser apresentados como conclusivos.

A análise dos dados foi elaborada de duas formas principais, a primeira em relação aos índices médios apresentados por cada um dos grupos analisados, com foco em comparar ano a ano qual dos grupos analisados obteve melhores desempenhos; enquanto a segunda forma de análise foi baseada na evolução apresentada por cada grupo no longo prazo.

É relevante mencionar que para os índices de Dívida Total Líquida e Valor de Mercado, foram utilizados dados depreciados, calculados a partir do IPCA.

5 – ANÁLISE DE DADOS: O IMPACTO DA INFLUÊNCIA DOS FUNDOS DE PENSÃO NO DESEMPENHO DA EMPRESAS INVESTIDAS

Conforme mencionado no capítulo anterior, a etapa de estatística descritiva foi desenvolvida com objetivo de comparar o desempenho das empresas investidas por Fundos de Pensão e o desempenho das empresas que não fazem parte do portfólio de tais instituições. De acordo com os dados analisados, foi possível notar que o grupo das empresas investidas por Fundos de Pensão apresentou resultados ligeiramente superiores em três dos cinco índices analisados, enquanto que em um dos índices houve superioridade do grupo das empresas não investidas por Fundos de Pensão, e, no último índice, os dois grupos apresentaram desempenhos equivalentes, sem que fosse possível encontrar indícios de melhor desempenho de um lado em comparação com o outro.

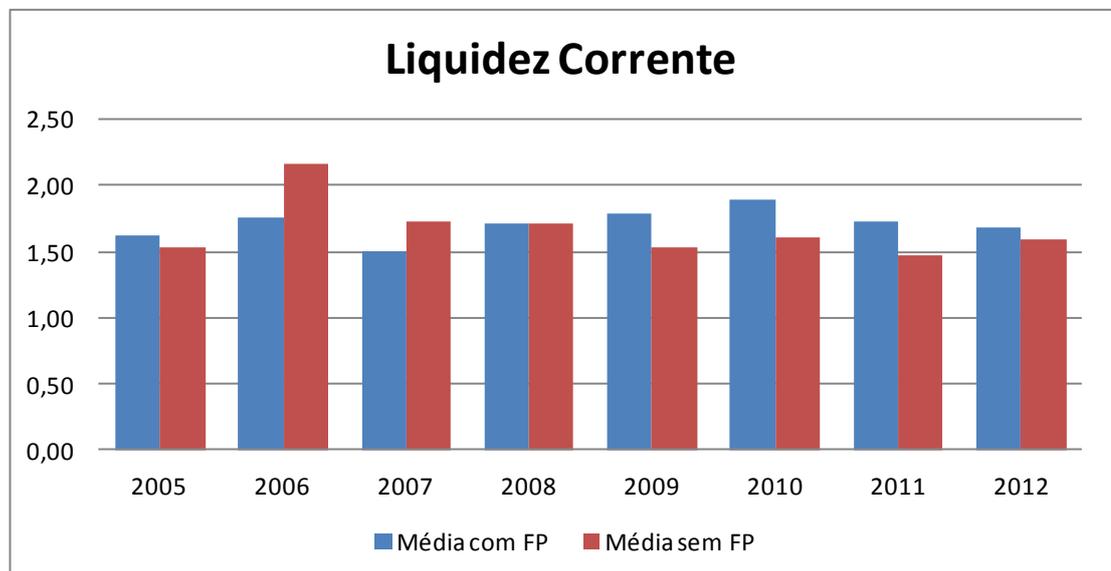


Gráfico 1 – Liquidez Corrente
Fonte: Economática

No Gráfico 1, são apresentados índices de Liquidez Corrente para os dois grupos analisados entre os anos de 2005 e 2012. Dentre todos os aspectos analisados, o índice de Liquidez Corrente foi o único que se manteve no mesmo patamar para os dois grupos de

empresas ao longo do tempo. Apesar da variação mais intensa apresentada no ano de 2006, principalmente pelo grupo de empresas não investidas pelos FP's, nota-se que, em média, as empresas presentes neste estudo mantiveram seus índices de Liquidez corrente entre 1,5 e 2,0.

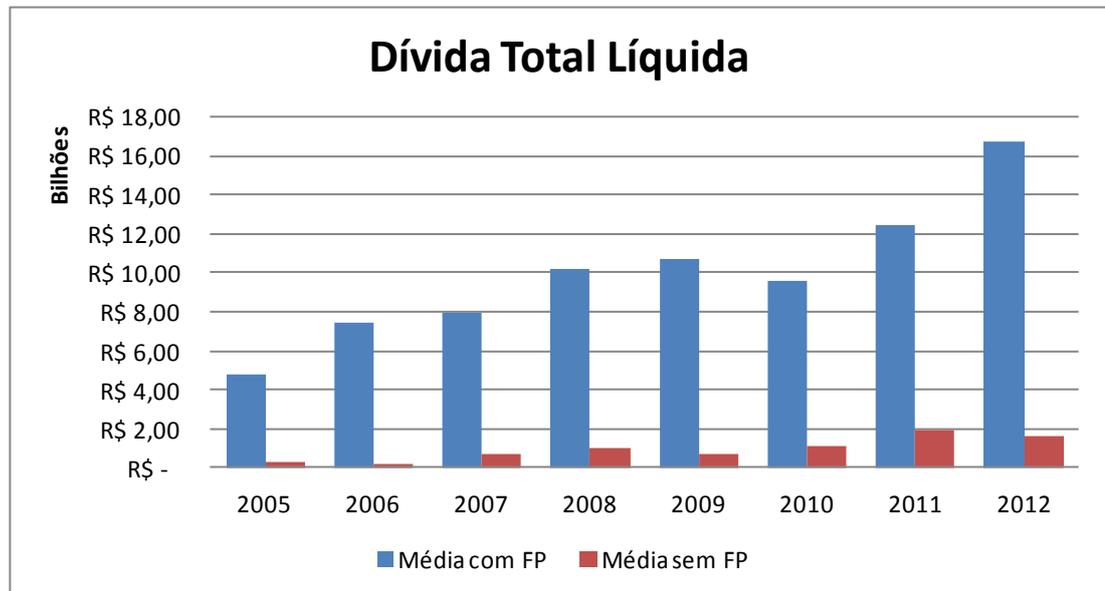


Gráfico 2 – Dívida Total Líquida (Valores atualizados de acordo com inflação no período)
Fonte: Economática

Em relação ao nível de endividamento das companhias, observa-se que, historicamente, o grupo das empresas investidas por Fundos de Pensão apresenta índices de Dívida Total Líquida mais elevado, assim como pode ser visto no Gráfico 2. Todavia, é importante ressaltar que a evolução de tais índices no longo prazo tem sido mais relevante para o grupo das empresas que não são investidas pelos Fundos de Pensão. Neste quesito, é possível verificar que entre os anos de 2005 e 2012, o grupo das empresas que não são investidas por Fundos de Pensão ampliou seu volume de dívidas em oito vezes, enquanto o grupo das empresas investidas pelos Fundos de Pensão apresentou, em média, volume de dívidas cinco vezes maior.

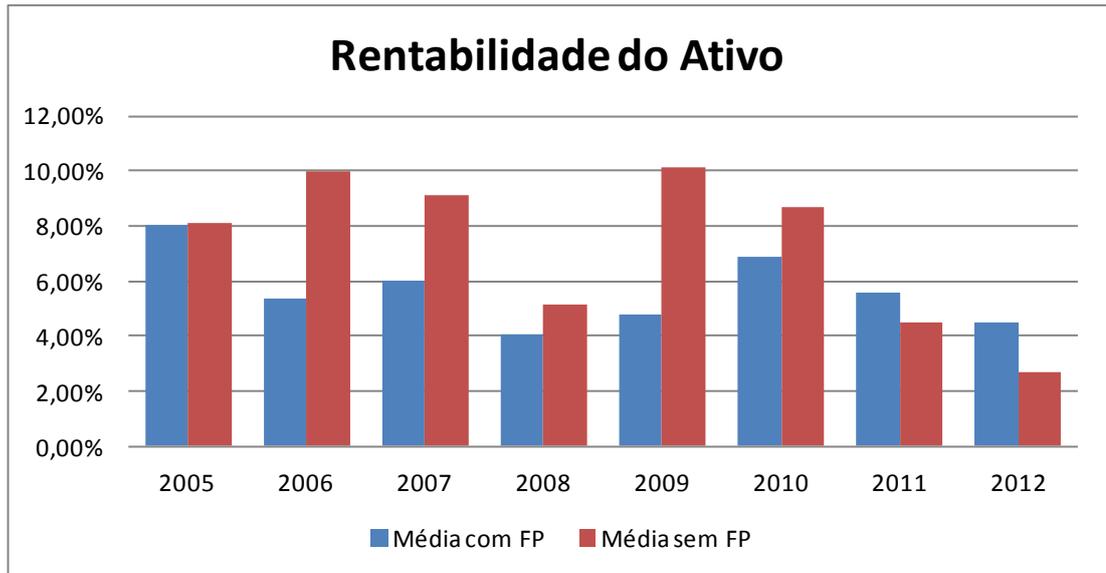


Gráfico 3 – Rentabilidade do Ativo
Fonte: Economática

Os índices de Rentabilidade do Ativo e de Lucro Por Ação também apresentaram desempenho ligeiramente favorável no longo prazo para o grupo da empresas investidas por Fundos de Pensão. Apesar de os índices do grupo de empresas não investidas pelos FP's ter apresentado melhores desempenhos entre 2005 e 2009, é possível notar que tal grupo vem apresentando dificuldades para manter seus níveis de rentabilidade no mesmo patamar.

Como pode ser visto no Gráfico 3, o índice de Rentabilidade do Ativo dos dois grupos tem sofrido forte retração desde o ano de 2010, porém as empresas investidas por Fundos de Pensão tem demonstrado maior resistência a esta tendência, uma vez que tais empresas encontraram em 2012 índice 44% mais baixo em comparação com o valor encontrado no ano de 2005, enquanto as empresas que não receberam investimentos de tais instituições atingiram, em 2012, valor 66% mais baixo que o valor encontrado no ano de 2005.

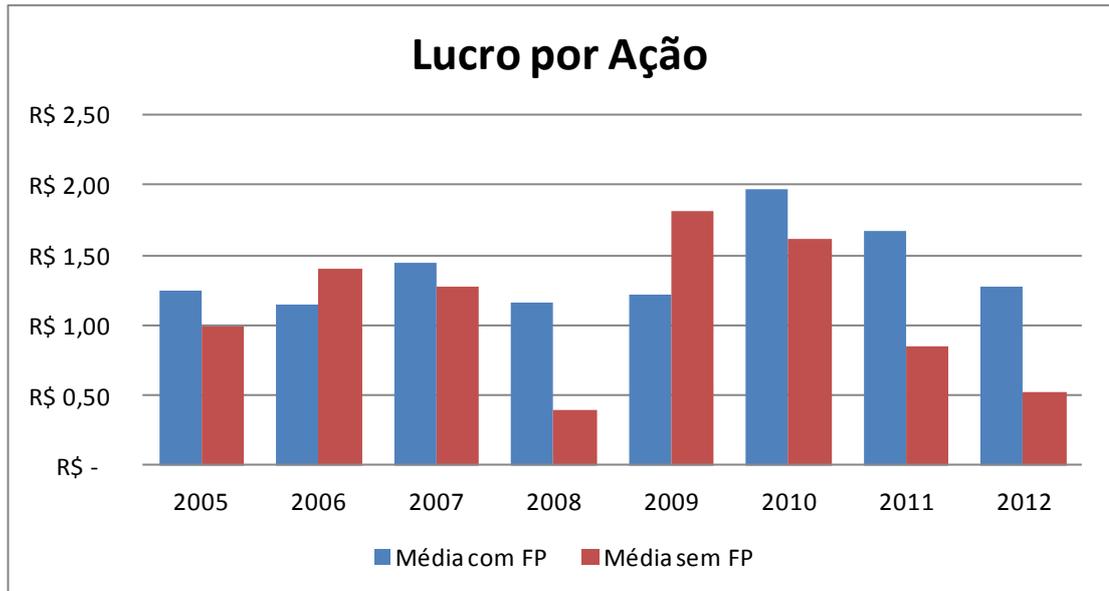


Gráfico 4 – Lucro por Ação

Fonte: Economática

No Gráfico 4, que apresenta dados em relação aos índices de Lucro por Ação, nota-se que o grupo das empresas investidas por Fundos de Pensão também apresentou melhores resultados em tal índice. Neste caso, tal grupo obteve, em 2012, índice semelhante ao obtido no ano de 2005, enquanto o grupo das empresas não investidas por Fundos de Pensão obteve, em 2012, índice 47% inferior ao apresentado no ano de 2005.

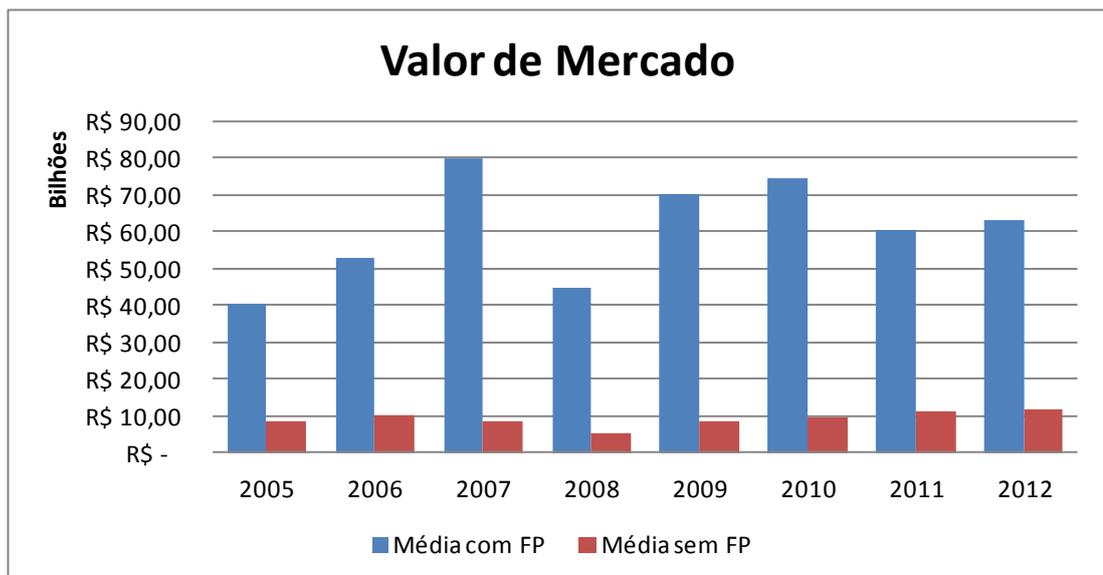


Gráfico 5 – Valor de Mercado (Valores atualizados de acordo com inflação no período)

Fonte: Economática

O último índice analisado foi o Valor de Mercado, no qual se notou que o desempenho apresentado pelos dois grupos analisados foi ligeiramente superior no grupo das empresas investidas por Fundos de Pensão. Neste quesito, o grupo das empresas investidas por Fundos de Pensão apresentou, em 2012, valor médio 1,57 vezes maior do que o valor de mercado médio das mesmas empresas no ano de 2005, enquanto o valor de mercado das empresas que não são investidas por Fundos de Pensão atingiu no ano de 2012 valor equivalente a 1,44 vezes o valor encontrado no ano de 2005.

6 – CONCLUSÃO

Após todas as etapas de revisão das referências bibliográficas, foi possível confirmar que os Fundos de Pensão PREVI, PETROS e FUNCEF atualmente são algumas das instituições mais poderosas da economia brasileira, com volumes de recursos na ordem de R\$285 bilhões e capacidade de influenciar a gestão de 82 empresas de médio e grande portes, incluindo grande parte da lista das maiores empresas de nosso país.

Devido à capacidade de interferir ativamente na gestão das empresas que fazem parte de seu portfólio, tais instituições vêm sofrendo inúmeras críticas ao longo dos anos, sendo a maior parte delas voltada à sua postura de ativismo em relação à gestão das empresas investidas pelas mesmas. Dentre tais críticas recebidas, a maior parte delas é relacionada a tentativas constantes (muitas delas com sucesso) de inserir objetivos governamentais nas estratégias de negócios de tais empresas, objetivos estes que em muitos dos casos, são contrários aos objetivos empresariais de geração de riqueza e foco nos índices de lucratividade.

Conforme afirmou Lazzarini (2011), tais instituições adquirem tamanho poder junto às empresas investidas, que são comuns os casos em que tais instituições chegam a exercer influência direta em questões extremamente delicadas, tais como a substituição de executivos de níveis de diretoria e a inclusão de novos projetos visando geração de emprego e renda em determinadas regiões do país. Entretanto, a grande polêmica relacionada a este tipo de atitude consiste nos conflitos de interesses entre todas as partes envolvidas, principalmente os funcionários, fornecedores e acionistas minoritários de tais companhias.

Todavia, apesar das inúmeras críticas direcionadas à atuação dos fundos de pensão, é possível notar que os estudos baseados em análises quantitativas (JESUS, 2004; CRISOSTOMO E GONZÁLEZ, 2006) tendem a apresentar discursos menos críticos,

apresentando resultados de pesquisas cujos índices apresentam desempenhos similares entre as empresas estudadas, independente da presença de Fundos de Pensão em seu quadro de acionistas, ou até mesmo com leve favorecimento para o desempenho das empresas que possuem Fundos de Pensão como acionistas.

Apesar de este trabalho não ter se proposto a apresentar resultados estatisticamente conclusivos, este estudo também encontrou indícios de que a presença de Fundos de Pensão no capital social das grandes empresas brasileiras não acarreta prejuízos significativos ao desempenho de tais companhias. Na realidade, os dados analisados indicam o contrário. De acordo com os índices estudados, o grupo das empresas investidas por Fundos de Pensão apresentou desempenho levemente favorável, principalmente nos índices de Lucro por Ação, Rentabilidade do Ativo e Valor de Mercado.

Todavia, é relevante mencionar que devido ao fato de que este estudo foi desenvolvido durante momento de instabilidade na economia mundial, existe a possibilidade de que o resultado encontrado indique apenas que o grupo das empresas investidas por Fundos de Pensão possui melhor capacidade de resistir aos períodos de turbulência econômica, tornando-se necessário a atualização deste estudo dentro de alguns anos como forma de confirmar os resultados encontrados.

7 – REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALMEIDA, Carlos A. T., **Fundos de Pensão e Governança Corporativa no Brasil**, 2011.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE ENTIDADES FECHADAS DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR (ABRAPP). **Consolidado Estatístico**. São Paulo, ABRAPP, dezembro, 2012.

BM&F Bovespa, empresas listadas no Índice Bovespa. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/indices/ResumoCarteiraTeorica.aspx?Indice=Ibovespa&idoma=pt-br>. Acesso em 20 de abril de 2013.

BREY, N. K. ; CAMILO, S. P. O. ; MARCON, R. ; ALBERTON, A. **A estrutura de propriedade das corporações: Conexões políticas sob a perspectiva da dependência de recursos**. Revista Ibero-Americana de Estratégia, v. 10, p. 126-146, 2011.

CAMILO, S. P. O., MARCON, R. & BANDEIRA-DE-MELLO, R., **Conexões políticas das firmas sob as perspectivas da governança e da dependência de recursos**. VI Encontro de Estudos Organizacionais da ANPAD. Florianópolis/SC, 2010.

CHANG, Ha-Joon, **Chutando a escada. A estratégia do desenvolvimento em perspectiva histórica**. São Paulo: UNESP, 2003.

CHANG, Ha-Joon, **Globalisation, economic development and the role of the State**. London, New York, Penang, TWN/Zed Books Ltd., 2003.

CONDÉ, Eduardo e Silva, Leandro, **Uma agenda da diferença – A não convergência de políticas e a retomada do tema do desenvolvimento (Ásia e América Latina)**, Caxambu, XXX Encontro da ANPOCS, 2007.

CONDÉ, Eduardo, **A Rota da Diversidade - Estado, Variedades de Capitalismo e Desenvolvimento**, In: Revista Ponto de Vista, n.6, junho 2009. Disponível em http://neic.iuperj.br/pontodevista/pdf/Ponto_de_Vista_01jun2009.pdf.

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

DINIZ, E. Estado, Variedades de Capitalismo e Desenvolvimento em Países Emergentes. **Desenvolvimento em Debate** (INCT/PPED), v. 1, p. 7-27, 2010.

DINIZ, Eli. **O Pós-Consenso de Washington: globalização, Estado e governabilidade reexaminados**. In: Diniz, E. (org.). Globalização, Estado e Desenvolvimento: Dilemas do Brasil no novo milênio. Rio de Janeiro: FGV, 2007.

FUNCEF – Fundação dos Economiários Federais. **Relatório Anual de 2011**. Disponível em: http://www.funcef.com.br/flipbook/Relatorio_Anual_2011/index.html. Acesso em: 20 de abril de 2013.

IBCG – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Principais modelos de Governança Corporativa no mundo.** Disponível em: <http://www.ibgc.org.br/Secao.aspx?CodSecao=17>. Acesso em 24 de abril de 2013.

IBGE – Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística. **Notícia oficial do Produto Interno Bruto Brasileiro (PIB) referente ao ano de 2012.** Disponível em: <http://saladeimprensa.ibge.gov.br/noticias?view=noticia&id=1&busca=1&idnoticia=2329>. Acesso em 24 de abril de 2013.

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

LAZZARINI, Sérgio, **Capitalismo de Laços: os donos do Brasil e suas conexões.** Editora Campus, Rio de Janeiro, 2011.

PETROS – Fundação Petrobras de Seguridade Social. **Relatório Anual de 2011.** Disponível em: https://www.petros.com.br/idc/groups/public/documents/documento/di_2011.pdf. Acesso em 20 de abril de 2013.

PETROS – Fundação Petrobras de Seguridade Social. **Relatório de Investimentos de 2005.** Disponível em: <https://www.petros.com.br/idc/groups/public/documents/documento/004950.pdf>. Acesso em 19 de maio de 2013.

PREVI – Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil. **Relatório Anual de 2012.** Disponível em: <http://www.previ.com.br/quemsomos/relatorio2012/pt/o-valor-dos-investimentos/relacao-de-empreendimentos.html>. Acesso em 20 de abril de 2013.

PREVI – Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil. **Relatório de Investimentos de 2005.** Disponível em: http://www.previ.com.br/pls/portal/docs/PAGE/PREVI_DESENV/INVESTIMENTOS/DEMONSTRATIVO_S/IFRAME_DEMONSTRATIVOS/DEMONSTRATIVOS_DE_INVESTIMENTOS/20060407_DAIEA.PDF. Acesso em 19 de maio de 2013.

RODRIK, Dani. **Depois do neoliberalismo, o quê?** Desenvolvimento e Globalização, Seminário BNDES, “Novos Rumos do Desenvolvimento no Mundo”, Rio de Janeiro, 12-13 de setembro - 2002.

SANTANA, Rafael L. F., **Mudança Institucional e os Fundos de Pensão no Brasil,** 2008.

THOMSEN, S. & PEDERSEN, T., **Ownership structure and economics performance in the largest European companies.** *Strategic Management Journal*, 21(6), p. 689-705, 2000.

VALOR ECONÔMICO: Ranking das 1000 Maiores. Disponível em <http://www.valor.com.br/empresas/2801254/ranking-das-1000-maiores>. Acesso em 24 de abril de 2013.

WILLIANSO, John, **Did the Washington Consensus fail?**, 2002. Em: <http://www.petersoninstitute.org/publications/papers/paper.cfm?ResearchID=488>.

ANEXO

Lista das empresas que não receberam investimentos dos Fundos de Pensão analisados entre 2005 e 2012.

- Diagnósticos da América
- Duratex
- Gafisa
- Gol Linhas Aéreas
- Localiza
- Lojas Renner
- Natura
- Rossi Residencial
- Telefônica Brasil

Lista das empresas que fazem parte da lista de empresas investidas pelos Fundos de Pensão analisados desde 2005 até 2012.

- AmBev
- América Latina Logística - ALL
- Banco do Brasil
- Bradesco
- Braskem
- BRF Brasil Foods
- Cemig
- CSN
- Embraer
- Gerdau
- Hering
- Itau S.A.
- Klabin
- Lojas Americanas
- Oi
- Petrobras
- Suzano Papel e Celulose
- TIM
- Ultra
- Usiminas
- Vale