

# A promoção do desenvolvimento do mercado de capitais pelo estímulo ao investimento coletivo

Tarcisio Barroso da Graça

## Sumário

1. Introdução. 2. O desenvolvimento econômico. 3. Investimento coletivo: definições, tipologia e características. 4. Governança corporativa. 5. O poder de barganha. 6. O ativismo. 7. Conclusão.

## 1. Introdução

Após o esgotamento do modelo de promoção do setor produtivo por meio de financiamentos estatais, prevalente até os meados da década de 70, a economia brasileira ressentiu-se da escassez de capitais para gerar novos ciclos de crescimento econômico. Foi então que a idéia do estabelecimento de um mercado financeiro, organizado para suprir a lacuna deixada pelo Estado, ganhou força e concretizou-se por meio de diversas leis e normas. Hoje já não restam dúvidas a respeito do papel preponderante que o mercado financeiro brasileiro exerce sobre a economia nacional. No entanto, há ainda ampla margem para o aperfeiçoamento desse extraordinário instrumento de captação de recursos para as atividades produtivas que se apóia na decisão de participação voluntária dos investidores.

O uso da palavra voluntária nesse contexto não é acidental. Sob um enfoque filosófico, está relacionado ao fundamento do liberalismo econômico, apoiado na iniciativa individual, na concorrência entre agentes econômicos e na ausência de interferên-

Tarcisio Barroso da Graça é Consultor do Senado Federal.

cia governamental, como princípios de organização econômica. Em uma perspectiva pragmática, o fato de a participação no mercado financeiro ser voluntária faz com que a sua organização deva ser tal que garanta aos investidores elevado nível de proteção contra expropriações, pois, caso haja qualquer motivo para desconfiança, eles podem, unilateralmente, decidir reduzir, não raro drasticamente, o montante de seus recursos aplicados.

O problema da expropriação adquire maior magnitude quando se observam as assimetrias de poder ou de informação que acometem o relacionamento entre os investidores e controladores, no primeiro caso, e gestores (neste texto, as palavras gestores, gerentes e administradores são usadas como sinônimas), no segundo. A probabilidade de ocorrência dessa conduta aumenta na proporção inversa da participação do acionista no capital das firmas em função, entre outras razões, do “problema do carona” (*free rider problem*, em inglês), uma vez que o benefício da superação das assimetrias torna-se muito menor que os seus custos à medida que a participação na empresa diminui. Outro fator consiste no fato de que uma parcela diminuta do capital é insuficiente para outorgar ao investidor o poder necessário para, pelo menos, proteger-se contra expropriações.

Este artigo discute o mecanismo pelo qual os investimentos coletivos em ações podem contribuir para a redução da probabilidade de ocorrência de expropriação dos acionistas das empresas, para o aperfeiçoamento das práticas de governança corporativa e, por consequência, para o fortalecimento da economia brasileira.

## 2. O desenvolvimento econômico

O nível de desenvolvimento econômico dos países do mundo está correlacionado com o patamar de desenvolvimento dos seus respectivos mercados de capitais. Não é por acaso que o Banco Mundial tem apoiado a implantação (em países onde não haja) e a expansão (em países onde já existam) de

bolsas de valores, como importantes passos na direção da modernização e do bom funcionamento dos setores financeiros dos países, para a promoção e melhoria da alocação da poupança e de investimentos.

Neste artigo, entende-se o desenvolvimento econômico como a evolução da riqueza econômica dos países para o bem-estar dos seus habitantes. Configura uma situação em que há uma melhora sustentável no padrão de vida, caracterizada por níveis de renda *per capita* mais elevados, melhores níveis de escolaridade e condições de saúde da população. Atualmente, há também a preocupação com a proteção ambiental.

O desenvolvimento econômico em um país capitalista é um processo que engloba ajustamentos institucionais e legais para que sejam concedidos incentivos à inovação e aos investimentos de tal modo que se desenvolvam no país sistemas de produção e de distribuição eficientes de produtos e serviços.

Em uma economia capitalista, os mecanismos pelos quais o fortalecimento do mercado de capitais impulsiona a economia do país são: a poupança, investimentos reais e eficiência alocativa. É essencial que o capital seja dirigido para os projetos de investimento mais lucrativos, que as famílias e as firmas possam de alguma forma lidar com os riscos e incertezas financeiros e que existam possibilidades para a suavização do consumo ao longo do tempo. O mercado financeiro é o instrumento pelo qual essas necessidades podem ser satisfeitas, fomentando o investimento em atividades produtivas, servindo como meio de captação e transferência de capitais dos poupadores para os empreendimentos.

O bom funcionamento do mercado financeiro facilita o crescimento econômico, uma vez que menores custos e riscos promovem a produção de bens e serviços e a geração de empregos. Dessa forma, o sistema financeiro contribui para a prosperidade da sociedade.

O mercado de ações, que é uma ramificação do mercado financeiro, representa uma das fontes de capitais mais importantes para

as empresas. Sabe-se que os preços das ações e de outros ativos são elementos relevantes para a dinâmica do crescimento econômico. Por exemplo, quando os preços das ações estão em alta, há uma tendência a que haja um aumento no nível de investimento das empresas. Os preços das ações influenciam também a riqueza das famílias e o seu consumo.

Apesar de seu razoável desempenho e das iniciativas lançadas recentemente (como, por exemplo, as relativas ao “Novo Mercado” e “Mulheres em Ação” da Bovespa), há ainda uma ampla margem para o aperfeiçoamento do mercado de capitais no Brasil. Uma das dimensões que merece maior atenção se refere à pequena participação dos pequenos investidores brasileiros no mercado de ações doméstico.

De modo geral, muitos dos pequenos potenciais investidores individuais sentem-se repelidos do mercado acionário, por conta, em boa medida, do receio de serem vítimas de uma conduta denominada expropriação. A pequena participação dos pequenos investidores no mercado acionário brasileiro gera ineficiências no funcionamento desse mercado, causando, em consequência, ineficiências no contexto maior da economia brasileira. Isso se deve ao fato de que projetos promissores podem sofrer com a escassez de financiamento na situação em que a empresa não consegue assegurar seu comprometimento com a proteção dos interesses de todos os seus acionistas, especialmente dos minoritários.

Se a legislação brasileira conferisse melhor proteção aos muitos potenciais acionistas minoritários, provavelmente, o mercado acionário seria maior e mais eficiente, o que facilitaria a tarefa das empresas de captar recursos para o financiamento de seus projetos, injetando “ânimo” na economia nacional para o crescimento. No entanto, há dificuldades institucionais e políticas para que sejam realizados os aperfeiçoamentos das leis necessários para dotar os acionistas minoritários de mecanismos de proteção.

Nesse contexto, emergem, como alternativa viável para fomentar a participação dos pequenos investidores no mercado de ações, os investimentos coletivos. Este artigo pretende demonstrar que a utilização de investimentos coletivos, por meio dos fundos de investimentos, pode mitigar, em boa proporção, a preocupação com a possibilidade de expropriação dos pequenos investidores pelos controladores ou gestores das empresas, além de trazer consigo outras vantagens mais conhecidas. Os investimentos coletivos contribuem, assim, para promover a ampla participação dos pequenos investidores no mercado acionário, o que, além de expandir-lhes as opções de remuneração de suas poupanças, impulsiona o desenvolvimento da economia brasileira ao canalizar recursos produtivos para as utilizações mais eficientes.

### *3. Investimento coletivo: definições, tipologia e características*

Um mecanismo de investimento coletivo é uma maneira de investir dinheiro com outras pessoas para participar de uma gama mais ampla de possibilidades do que lhes seria disponível como investidor individual, além de repartir os custos de assim o fazer.

No Brasil, nos termos do artigo 1º da Lei nº 10.198/2001, os títulos ou contratos de investimento coletivo, que geram direito de participação, de parceria ou de remuneração, são valores imobiliários quando ofertados publicamente. Estão, assim, sujeitos ao regime da Lei nº 6.385/1976.

Há diversas denominações para investimentos coletivos: fundos de investimentos, fundos mútuos, fundos de ações, etc. Em todo o mundo, grandes mercados se desenvolvem em torno dos instrumentos de investimento coletivo e compõem uma proporção substancial das transações nas principais bolsas de valores.

De acordo com a definição da CVM, um fundo de investimento é uma comunhão de recursos, constituídos sob forma de condomínio, destinado à aplicação em carteira de

títulos e valores mobiliários, bem como em quaisquer outros ativos disponíveis no mercado financeiro de capitais.

Quanto ao modelo de administração dos fundos coletivos, há duas classificações: os fundos administrados ativamente e os administrados passivamente. Seguem-se as suas definições e uma breve apresentação de suas principais vantagens e desvantagens.

A *administração ativa* consiste em um tipo de estratégia para se administrar um fundo de investimento na qual o administrador do fundo compra e vende ativos tentando obter uma rentabilidade que supere a de um índice estabelecido como referência. Idealmente, o administrador explora ineficiências do mercado, selecionando ativos que estejam “baratos”. Dependendo dos objetivos da carteira de investimento, fixado um nível de retorno de longo prazo, a administração ativa pode buscar reduzir a volatilidade em relação à volatilidade do índice de referência.

As vantagens da administração ativa são:

- permite uma seleção de investimentos que não necessariamente segue o desempenho do mercado geral. Isso é importante quando os investidores têm objetivos específicos de retorno e risco;

- atende àqueles que são céticos a respeito da teoria dos mercados eficientes ou acreditam que alguns mercados são menos eficientes do que outros;

- atende àqueles investidores que desejam correr um pouco mais de risco na perspectiva de alcançar retornos superiores ao do mercado;

- atende àqueles investidores que desejam evitar ou minimizar a sua exposição em certos setores da economia em comparação com o mercado em geral e busca um fundo administrado ativamente mais alinhado com seus objetivos específicos.

De outro lado:

- a desvantagem mais evidente da administração ativa consiste na possibilidade de o gerente do fundo fazer más escolhas de investimentos ou seguir uma teoria incorre-

ta ou inadequada no gerenciamento da carteira;

- as estratégias de gerenciamento ativo de um fundo que envolvem negociações frequentes geram custos de transação mais altos, os quais reduzem o retorno do fundo. Além disso, os ganhos de capital de curto prazo resultantes de negócios frequentes têm, em geral, tratamento tributário desfavorável.

Alternativamente, uma *administração passiva* adota a estratégia de administração de um fundo de investimento de tal forma que o seu administrador investe em ativos buscando replicar a carteira de um índice previamente definido. Dessa maneira, o retorno do fundo corresponderá aproximadamente ao retorno do índice escolhido. Objetiva-se, com isso, a maior redução dos custos de transação e a incidência de tributação sobre os ganhos de capital, uma vez que a frequência de negociação dos ativos dessa carteira é baixa.

Além dessas vantagens, existe fundamentação teórica para a adoção de uma administração passiva:

- Uma das interpretações sobre a hipótese da eficiência dos mercados, a qual postula uma reflexão total de toda a informação disponível nos preços de equilíbrio dos ativos, sugere que é impossível superar o desempenho do mercado sistematicamente por meio de uma administração ativa.

- A relação entre investidor e administrador passivo está sujeita a uma menor probabilidade de incidência do problema “principal-agente” do que a relação entre investidor e administrador ativo.

- De acordo com o modelo de precificação de ativos de capital (*capital asset pricing model* – CAPM), todos os investidores deveriam manter uma combinação entre a carteira do mercado e um ativo livre de risco. Isso pode ser reinterpretado assim: um fundo administrado passivamente que acompanhe um índice do mercado captura toda a necessidade do investidor.

Bem se vê que a diferença entre a administração ativa e a passiva reside no fato de

que, na ativa, não há a réplica da carteira do índice, este sendo tomado apenas como um referencial cuja administração ativa tenta atingir e/ou superar. Na passiva, ocorre a réplica ou, pelo menos, chega-se muito próximo dela.

De modo geral, independentemente do tipo de administração do fundo, ativo ou passivo, as vantagens mais conhecidas e gerais da utilização de instrumentos de investimento coletivo em comparação com a opção de aplicação individual de recursos são:

- *Acesso* a modalidades de investimento que, pelo volume de recursos envolvidos, não estariam ao alcance de investidores individuais, especialmente os de menor capacidade financeira, aumentando, assim, a quantidade de alternativas de investimento disponíveis. Isso facilita a formação de uma carteira diversificada de ações e outros ativos. Um bom grau de diversificação requer um volume de recursos que, na maioria das vezes, é superior às disponibilidades do pequeno investidor;

- *Diluição*, entre os participantes, dos custos de administração da carteira. A participação de vários investidores em um fundo permite que ocorram economias de escala, viabilizando a participação do pequeno investidor em segmentos de investimentos que não lhe seriam normalmente acessíveis, caso pretendesse atuar individualmente. Em outras palavras, o investimento coletivo, agregando os recursos de grande número de investidores, pode obter condições de custo ou de preço mais favoráveis para seus participantes do que se poderia alcançar na hipótese em que cada um deles realiza seus investimentos isoladamente.

- *Conveniência* para os pequenos investidores em ter os seus investimentos administrados profissionalmente, sem que necessitem, eles próprios, de dominar a utilização de sofisticado instrumental de análise financeira e acessar diferentes fontes de informação, requeridas para a administração adequada de uma carteira de investimentos. Isso permite a aplicação em condições

técnicas mais favoráveis do que as que seriam possíveis para cada um de seus participantes, caso operassem por conta própria nos mercados financeiros.

Um *fundo mútuo de ações* é um tipo específico de investimento coletivo que consiste em um conjunto de recursos administrados por uma distribuidora de valores, sociedade corretora, banco de investimento ou banco múltiplo com carteira de investimento, que os aplica em uma carteira diversificada de ações, distribuindo os resultados aos cotistas, proporcionalmente ao número de quotas possuídas. Mantém no mínimo 51% de seu patrimônio aplicado em ações de emissão de companhias abertas e não pode concentrar mais de um terço de sua carteira em ações de uma mesma companhia nem utilizar operações de derivativos, exceto para proteção (*hedge*).

Os fundos mútuos de ações agem em nome de uma coletividade, representando grande número de investidores e oferecendo as vantagens decorrentes dessa concentração. Além das vantagens já citadas acima, no caso específico de ações de empresas, os fundos de ações podem contribuir para equilibrar assimetrias de poder e de informação que naturalmente surgem no relacionamento entre os investidores e controladores, no primeiro caso, e gestores, no segundo. Para melhor entender como a atuação dos fundos mútuos de ações pode atuar para o benefício de seus participantes, diretamente, e do mercado acionário e da economia brasileira, numa visão mais ampla, é necessário examinar as relações entre as empresas de capital aberto e seus acionistas, especialmente a questão da *governança corporativa*.

#### 4. Governança corporativa

De acordo com o artigo 116 da Lei 6.404/76:

Entende-se por acionista *controlador* a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que:

a) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo *permanente*, a *maioria dos votos* nas deliberações da assembléia geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e

b) usa efetivamente seu poder para *dirigir* as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.

Em função dessa concentração de poder na sua pessoa, que lhe confere significativo poder de barganha nas negociações entre os acionistas sobre a direção da firma, o controlador pode lançar mão de mecanismos<sup>1</sup> que dirigem as atividades produtivas, administrativas e de controle da empresa e de brechas legais na legislação societária, para se apropriar de parte do fluxo de caixa que seria, normalmente, distribuída aos acionistas minoritários. No jogo de barganha entre controlador e acionistas minoritários, a posição do primeiro se torna mais alavancada quanto mais desarticulados forem os últimos.

No presente texto, entende-se que os administradores, gerentes, gestores ou executivos são funcionários da empresa, pessoas que recebem certa remuneração periódica para conduzir as atividades da empresa e tomar as decisões executivas. Eles podem ou não possuir ações da firma, mas, aqui, assume-se que esses agentes não possuem interesses de propriedade sobre a firma, ou seja, não têm o direito de pleitear participação sobre o fluxo de caixa gerado pela empresa. Essa assunção é usada com finalidade apenas pedagógica, para marcar uma separação bem clara entre duas situações distintas, como se verá. Nesse contexto, é bastante provável que a relação entre os acionistas e gestores seja acometida, em maior ou menor grau, dos conhecidos “problemas de agência” cujos efeitos mais comuns se caracterizam pelo desvio de recursos da firma para beneficiar pessoalmente os administradores em detrimento dos acionistas.

A expropriação dos acionistas minoritários ocorre quando há a condução dos resultados da empresa realizada pelos controladores e/ou administradores de modo

a reduzir a remuneração devida aos acionistas. Ela pode ocorrer de várias formas, entre elas, (i) venda de ativos da empresa a baixo valor de mercado para uma outra empresa de propriedade do controlador, (ii) implementação de projetos ineficientes, mas que atendam a interesses particulares dos administradores, (iii) salários excessivamente altos para os diretores e (iv) contratos desvantajosos com empresas fornecedoras controladas pelos diretores.

A extensão de uma prática de expropriação e a probabilidade de sua ocorrência são determinadas, em boa parte, pela estrutura de governança corporativa da empresa.

De acordo com o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), a governança corporativa é o sistema que assegura aos sócios-proprietários o governo estratégico da empresa e a efetiva monitoração da diretoria executiva. A relação entre propriedade e gestão se dá pelo conselho de administração, a auditoria independente e o conselho fiscal, instrumentos fundamentais para o exercício do controle. A boa governança assegura aos sócios equidade, transparência, responsabilidade pelos resultados e obediência às leis do país.

A governança corporativa compreende a estrutura de regras, relacionamentos, sistemas e processos pela qual a autoridade fiduciária é exercida e controlada nas corporações. As regras relevantes incluem as leis aplicáveis e as regras internas da empresa. Os relacionamentos se referem àqueles com todas as partes interessadas na empresa, destacando-se os proprietários, gerentes, diretores do conselho de administração e autoridades governamentais. Os sistemas e processos lidam com questões tais como delegação de autoridade, medidas de desempenho, mecanismos de *assurance*, requisitos de *reporting* e *accountabilities*.

Dessa forma, a estrutura de governança corporativa estabelece as regras e procedimentos para a tomada de decisões quanto aos negócios da empresa. Firma, também, a base sobre a qual os objetivos da companhia



são definidos, bem como os meios de atingir e monitorar o desempenho da empresa na busca desses objetivos.

Questões relativas à governança corporativa têm recebido maior atenção tanto em países desenvolvidos como em desenvolvimento, em função do reconhecimento crescente de que a governança corporativa de uma empresa afeta seu desempenho econômico e sua capacidade de captar investimentos de capital de longo prazo a custos mais baixos. Por exemplo, em sua pesquisa mundial sobre a opinião do investidor com 200 investidores institucionais realizada em 2000 e atualizada em 2002, a McKinsey encontrou que 80% dos entrevistados pagariam um prêmio por companhias bem dirigidas.

Outras evidências empíricas ligam as percepções da qualidade das empresas a um desempenho superior do preço de suas ações. Em uma pesquisa de Antunovich e Laster (2003, p. 53), sobre os retornos acumulados durante um período de cinco anos, os autores encontraram que as firmas “mais admiradas” apresentaram um retorno médio anual de 17,7%, enquanto as “menos admiradas” apresentaram um retorno médio anual de 12,5%. Em outro estudo, a revista *Business Week* (LAVELLE, 2002, p. 104) ouviu investidores institucionais e especialista para diferenciar empresas com boas e más práticas de governança corporativa e encontrou que as melhores classificadas apresentaram retornos financeiros superiores.

Verdade seja dita, os problemas de governança corporativa não são exclusividades brasileiras ou dos países emergentes onde há pouca proteção legal e efetiva aos acionistas minoritários. Mesmo em países desenvolvidos, ocorrem situações de expropriação dos acionistas minoritários para apropriação de benefícios privados pelo controlador ou pelos gerentes, sob o amparo das respectivas leis locais.

Na raiz do problema com respeito aos controladores está, segundo Srour, o conflito de interesses entre o controlador da firma e os demais acionistas minoritários que

“(...) decorre das várias formas nas quais o primeiro pode desviar recursos da empresa, ou seja, capturar benefícios privados da firma. As mais usuais são via transferência de recursos da firma em transações com outras empresas do interesse do controlador, a partir de contratos fraudulentos, compensação excessiva aos seus principais executivos, garantias de empréstimos da firma para negócios pessoais, expropriação de oportunidades de negócios e outras mais.”

Se, no âmbito da governança corporativa de uma empresa, os interesses do controlador e dos demais acionistas fossem alinhados, a questão de se a empresa deveria distribuir os seus lucros em forma de dividendos ou reinvesti-los para alimentar o seu próprio crescimento não deveria gerar dissidência entre os proprietários, pelo contrário, esperar-se-ia uma decisão suportada por uma votação próxima da unanimidade. Mas, se existe o conflito de interesses, o controlador, tipicamente, deseja pagar dividendos menores para gerar um maior acúmulo de capital, de forma a magnificar o seu prêmio de controle, e, possivelmente, expropriar os acionistas minoritários em um futuro próximo. Dessa forma, os lucros retidos e acumulados ao longo do tempo não seriam totalmente transferidos para os acionistas minoritários, os quais prefeririam uma política de dividendos mais generosa.

A teoria da relação entre agente e principal indica que, pelo fato de os gerentes (agentes) terem objetivos distintos dos objetivos dos acionistas (principais) (estes desejam que a valorização de suas ações seja máxima e aqueles, não necessariamente), em situação de extrema diluição da propriedade, o desempenho econômico da firma pode ficar aquém do patamar que seria potencialmente alcançado se os executivos da firma refletissem exatamente os interesses dos acionistas. Como essa reflexão é, na prática, apenas parcial, a firma é dirigida pelos gerentes de tal modo a desviar-se em certo grau

do comportamento que maximizaria o seu valor. Assim como potenciais pequenos investidores individuais tendem a se afastar do mercado de capitais quando a estrutura proprietária é concentrada, na situação de extrema pulverização, pode-se esperar a ocorrência da mesma tendência.

Há mecanismos cujos objetivos são alinhar os interesses dos gerentes aos dos acionistas<sup>2</sup>.

Note-se que, em ambos os casos, seja a concentração proprietária alta ou baixa, os pequenos investidores individuais ficam expostos à possibilidade de alguma forma de expropriação.

### 5. O poder de barganha

Um dos problemas que os pequenos investidores individuais encontram, mas que pode ser mitigado quando eles se agregam em torno de algum instrumento de investimento coletivo, refere-se ao desbalanceamento da concentração proprietária. Em estruturas corporativas de propriedade muito concentradas, há uma tendência a que o acionista, em torno do qual a propriedade da firma se concentra, dirija o comportamento da firma em seu benefício pessoal em detrimento de um possível melhor desempenho do negócio, prejudicando os demais acionistas<sup>3</sup>.

Se, porém, os pequenos investidores individuais se agregam em torno de um fundo de ações, e a administração desse fundo se esmera em acompanhar e participar das decisões das empresas nas quais ele investe, por meio de profissionais qualificados e treinados para adequadamente desempenharem essas tarefas, a possibilidade de ocorrência da expropriação por parte do controlador de alguma dessas firmas fica reduzida em comparação com a situação de pequenas aplicações individuais e isoladas. Essa redução se deve ao fato de que o fundo pode possuir uma quantidade de ações muito maior que cada indivíduo separadamente. Um bloco substancial de ações da

firma sob uma única orientação, embora não elimine todos os poderes do controlador, confere à administração do fundo um *poder de barganha* muito mais expressivo nas negociações com o controlador, que permite restringir a atuação deste em circunstâncias em que haja oportunidades de expropriação dos demais acionistas, incluindo o fundo de ações.

O poder de barganha do fundo advém de sua capacidade de influenciar o preço das ações de modo abrupto. De posse de uma boa quantidade de ações de uma empresa, em discussões e negociações com o controlador sobre a condução da atividade da empresa, se o controlador tentar impor decisões que despertem a desconfiança de expropriação, o fundo pode ameaçá-lo de vender as ações da empresa. Caso isso aconteça de fato, em vista da quantidade de ações nas “mãos” do fundo, as ações desvalorizam-se significativamente, o que prejudica diretamente o acionista controlador. É verdade que o fundo também sofreria alguma perda numa venda assim, mas é possível que essa perda fosse menor que aquela que seria causada pela atitude de expropriação contra a qual o fundo teria se rebelado. Nessa situação, a ameaça não é vazia, pelo contrário, é crível e pode concretamente dissuadir o controlador de condutas que expropriem os demais acionistas.

Além da desvalorização abrupta das ações, no caso de levar adiante a ameaça, uma venda não planejada ou inesperada da participação do fundo na empresa pode sinalizar para o mercado acionário que algo negativo está afetando ou afetará a firma, mesmo que não se anuncie a verdadeira razão que levara o fundo a se desfazer das ações da firma. Essa desconfiança negativa pode manter o preço da ação da firma em um nível baixo por um bom tempo. Se, no entanto, for revelado ao mercado que o motivo da venda do bloco de ações foi uma tentativa do controlador de expropriação, em adição à desvalorização duradoura das ações, o controlador pode adquirir uma má



reputação, que pode dificultar sobremaneira a captação de capital novo para a firma. Por esses fatores, a participação no capital de uma empresa por meio de um fundo de ações confere um grau maior de proteção contra a expropriação de controladores do que se alcançaria como pequeno investidor individual e isolado.

## 6. O *ativismo*

Por outro lado, quando a estrutura proprietária é muito pulverizada, isto é, quando muitos acionistas repartem a propriedade da firma e nenhum deles possui uma quantidade de ações suficiente para conferir-lhe o controle efetivo da direção da firma, a expropriação pode ocorrer por obra dos gestores, ou gerentes, da empresa. A probabilidade de ocorrência de expropriação nesse caso pode ser reduzida se, ao invés de investirem e tomarem suas decisões de investimento individualmente, os pequenos investidores se agregarem em torno de um investimento coletivo com essa finalidade. Atuando em conjunto, como se o bloco de pequenos investidores fosse um grande investidor, as chances de expropriação contra eles, agora coordenados, são menores. Além de ser algo desejável do ponto de vista de cada indivíduo, a ampla utilização desse instrumento de mercado estimula a participação de um maior número de pequenos investidores no mercado de capitais, pois lhes confere um grau de confiança maior quanto à devida aplicação de seus recursos financeiros. Antigos participantes do mercado de capitais são estimulados a aumentarem os seus investimentos e novos investidores, a trazerem capital novo.

Atuando individualmente, o pequeno investidor, quando decide apostar em uma determinada empresa, adquire, tipicamente, uma fração diminuta do capital da firma. Isso lhe confere, conseqüentemente, uma pequeníssima parcela dos votos, redundando em um poder de influência quase irrelevante sobre as decisões da corporação. Ape-

sar de ser de seu interesse votar, de forma que o comportamento da firma vise a tornar os lucros os maiores possíveis, pois assim ele próprio se beneficiaria pelos dividendos ou ganhos de capital, ele percebe que o seu voto é, para efeitos práticos, irrisório.

Por outro lado, ainda sob o ponto de vista do investidor individual, os conhecimentos teóricos e práticos necessários para fundamentar opiniões robustas e pertinentes sobre os problemas da empresa são complexos, exigindo grau elevado de sofisticação analítica. Além disso, uma vez que a dinâmica empresarial e econômica é pródiga na geração de novos fatos que impactam o valor da firma, custa ao acionista esforço, tempo e dinheiro para manter-se bem informado a respeito de todos os aspectos relativos à firma objeto de seu investimento, para identificar qual é a real situação da empresa e qual é o melhor caminho a ser tomado, e, assim, definir o seu voto. No balanço entre o custo de acompanhar a administração da firma e o efeito que o seu voto provocaria no destino da firma, é de se esperar que o pequeno investidor individual prefira não incorrer nesse custo, acreditando que outros acionistas com objetivos idênticos aos seus estudarão a situação em detalhes e influenciarão as decisões da firma da forma que lhes seja mais conveniente. Essa é uma descrição do famoso “problema do carona”.

Devido a esse problema, pode acontecer a situação em que somente um acionista com substancial participação tenha incentivos para desempenhar as funções de monitoramento e outras atividades de controle onerosas. Claro que todos os acionistas se beneficiam dessas atividades, ainda mais quando não arcam com os custos de realizá-las. À proporção que a fração da participação do acionista aumenta, maior se torna o incentivo para realizar as atividades de monitoramento, já que é mais provável que o aumento do retorno para o acionista decorrente do monitoramento seja mais que suficiente para cobrir os custos associados ao monitoramento.

De fato, Gillan e Starks (2000) observam que, nos Estados Unidos, à medida que a participação de fundos de investimento coletivo cresce, seu papel como acionista se desenvolve. Alguns fundos, particularmente os fundos de pensão, começam a abandonar seu papel de acionista tradicional passivo e se tornam mais ativos e participantes na governança da empresa objeto de sua propriedade acionária.

Embora esses fundos possam simplesmente vender suas ações das empresas com desempenho ruim, freqüentemente suas participações são relevantes o suficiente para, caso as vendas sejam realizadas, gerar uma pressão para baixo sobre os preços das ações, o que provocaria perdas ainda maiores.

O papel do ativismo dos investimentos coletivos emerge devido ao conflito de interesse entre gerentes e acionistas. Para controlar tais conflitos, mecanismos especiais têm surgido tanto no âmbito das próprias empresas como no mercado acionário. Por exemplo, existe uma função de monitoramento inerente ao mercado de ações que pressiona os gerentes para orientarem suas decisões no sentido do interesse dos acionistas. Diz-se, também, que a constante possibilidade de a empresa vir a ser adquirida por um grupo que traga novos e melhores gerentes condiciona os gerentes atuais a alinharem as suas decisões aos interesses dos acionistas. No entanto, as evidências indicam que nenhuma dessas duas forças têm sido suficientemente efetivas. Em vez disso, nota-se que há uma tendência a confiar em mecanismos de controle internos, que, infelizmente e freqüentemente, são ineficazes. Portanto, acionistas com grande participação, como os investimentos coletivos podem alcançar, são motivados a participar ativamente da direção estratégica das empresas.

Além de atenuar o problema do “carona”, os instrumentos de investimento coletivo (fundos de ações) tendem a apresentar objetivos de investimento em uma determinada firma de prazo mais longo. Em conso-

nância com esse horizonte, como acionistas ativos, procuram compelir os gerentes a melhorarem o desempenho da empresa de longo-prazo.

Ademais, os fundos de ações, no processo de continuamente avaliar empresas com o objetivo de encontrar oportunidades de maior rentabilidade do investimento, desempenham, em conjunto, uma função de permanente monitoramento da qualidade dos gerentes das empresas, o que é benéfico para os demais investidores das empresas.

## 7. Conclusão

Os investimentos coletivos oferecem uma série de vantagens para os pequenos investidores individuais. Algumas delas são bem conhecidas, porém existem outras características mais sutis e menos propaladas, que, além de beneficiar os pequenos investidores, podem também contribuir para o aperfeiçoamento do mercado financeiro brasileiro.

Há maior incentivo para os fundos de ações em avaliar, constante e ativamente, o desempenho das firmas em sua carteira do que para cada pequeno investidor individualmente. Além disso, esses fundos, ao agregar interesses acionários individuais, porém dispersos, sob uma única orientação, atingem um poder de influenciar as decisões das empresas muito maior que os acionistas pequenos e isolados jamais atingiriam. Esses dois fatores atuam no sentido de reduzir a possibilidade de expropriação dos acionistas tanto pelos gerentes quanto pelos controladores das empresas e as compõem a adotar, internamente, práticas de governança corporativa melhor alinhadas aos interesses dos acionistas, independentemente de atividades legislativas ou reguladoras externas.

Práticas de governança corporativas que garantam aos seus acionistas que as empresas utilizam os seus recursos no melhor interesse de quem acreditou e lá investiu estimulam o interesse dos investidores. Ocorre, então, um direcionamento de capitais para

essas empresas, que podem, assim, aperfeiçoar suas atividades produtivas, aumentando a produção e gerando mais empregos. Quando a adoção de tais práticas contagia uma grande parcela das firmas do país, espera-se que o resultado global seja o fortalecimento econômico nacional. Vê-se, pois, que os investimentos coletivos podem contribuir com esse processo ao demandar o aperfeiçoamento da governança corporativa das empresas.

### Notas

<sup>1</sup> Alguns exemplos desses mecanismos são: a venda de empresas com preços diferentes entre controladores e minoritários; e aquisições de outras empresas controladas pelos administradores por preços acima do “justo”.

<sup>2</sup> Opções de compra de ações, por exemplo.

<sup>3</sup> Um exemplo colabora para esclarecer esse ponto. Suponha que um acionista, chamado Majoritário, detém 51% das ações da firma. Outros 49 pequenos investidores individuais possuem 1% do capital social cada. Em função de sua participação, as decisões da firma são essencialmente tomadas por Majoritário apenas, pois ele detém invariavelmente a maioria dos votos em qualquer votação. Ele é também o diretor da empresa e alega que a compra de um helicóptero para o transporte rápido da diretoria entre diversos pontos de uma megalópole brasileira resulta em ganhos para a firma. De fato, estima-se que o incremento da velocidade de deslocamento da diretoria gere alguma receita adicional, mas o preço da aeronave é tal que, no balanço geral final, não se espera que haja aumento dos lucros. Nesse caso, Majoritário se beneficia pessoal e unicamente do uso do equipamento (assumindo que os outros acionistas não trabalham na empresa), mas contribui com apenas 51% do custo da aquisição. Os pequenos investidores da firma arcam com 49% do custo, mas não recebem qualquer ganho oriundo desse gasto.

Essa é uma situação em que se diz que há a expropriação dos acionistas minoritários. Além de ser desvantajosa para os pequenos investidores individuais, a possibilidade de ocorrência de expro-

priação afeta negativamente o desenvolvimento do mercado acionário do país, uma vez que os indivíduos, ao perceberem esse fenômeno, tendem a investir no mercado de ações menos do que estariam dispostos a fazer, caso o risco de expropriação fosse eliminado, ou, pelo menos, reduzido.

### Referências

ANTUNOVICH, Peter; LASTER, David S. Are good companies bad investments? *Journal of investing*, New York, v. 12, n. 1, spring, 2003.

ARANHA, B. *A governança corporativa e o mercado de capital*. 2002. ? f. Monografia (Graduação em Direito) – Universidade Estadual do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2002.

CRUZ, Felipe. *Benefícios privados de controle, ambiente legal e desenvolvimento do mercado de capitais: um estudo do caso brasileiro*. 2003. 32 f. Dissertação (Mestrado em finanças e Economia Empresarial) – Escola de Pós-graduação em Economia, Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, 2003.

DEMETRIADES, P. O.; HUSSEIN, K. A. Does financial development cause economic growth?: time series evidence from 16 countries. *Journal of Development Economics*, Orlando, v. 51, n. 2, p. 387-411, 1996.

GILLAN, S. L.; STARKS, L. T. Corporate governance proposals and shareholder activism: the role of institutional investors. *Journal of Financial Economics*, Nova York, v. 57, n. 2, p. 275-305, aug. 2000.

GLOBAL development finance 2006 of the world bank. Washington: World Bank, 2006.

LAVELLE, Louis. The best & worst boards: how the corporate scandals are sparking a revolution in governance. *Business week*, New York, n. 3802, 7 oct. 2002.

PROTEÇÃO ao consumidor. *Cadernos CVM: Comissão de Valores Mobiliários*, Rio de Janeiro, [200-?].

SROUR, Gabriel. Práticas diferenciadas de governança corporativa: um estudo sobre a conduta e a performance das firmas brasileiras. *Sociedade Brasileira de Econometria*, Rio de Janeiro, 29 set. 2002. Disponível em: <<http://www.sbe.org.br/ebe24/124.pdf>>. Acesso em: [200-?].