

GOVERNANÇA CORPORATIVA, VALOR E DESEMPENHO DE EMPRESAS COM PARTICIPAÇÃO ACIONÁRIA DE FUNDOS DE PENSÃO

Luciana de Souza Lima¹

Luiz Felipe Jacques da Motta²

André Luiz Carvalhal da Silva³

Vinicius Mothé Maia⁴

Resumo

O presente estudo buscou identificar a existência de associação estatisticamente significativa entre a presença de fundos de pensão na estrutura societária e a qualidade da governança corporativa, desempenho e valor das empresas participadas no período de 2005 a 2011. Os maiores fundos de pensão têm grande interesse em monitorar a gestão das empresas, visto que possuem participações relevantes no capital, o que diminui a sua mobilidade sem influenciar sensivelmente os preços das ações. A governança corporativa foi medida pelo Índice de Governança Corporativa (IGC) de Carvalhal e Leal. A análise da associação entre a presença das fundações e a governança, desempenho e valor foi medida por modelo de efeitos fixos para dados em painel. A relação entre a presença de fundos de pensão e o desempenho operacional das empresas mostrou-se negativa e significativa. Os resultados sugerem que a presença de fundos de pensão no capital acionário pode agregar boas práticas de governança às empresas, mas não significa melhora no desempenho.

Palavras-chave: Fundos de Pensão. Governança Corporativa. Desempenho. Valor.

CORPORATE GOVERNANCE, VALUE, AND PERFORMANCE OF ENTERPRISES WITH OWNERSHIP OF PENSION FUNDS

Abstract

This study seek to identify the existence of a statistically significant association between the presence of pension funds in the corporate structure and the quality of corporate governance, performance and value of enterprise from 2005 to 2011. The largest pension funds have great interest in monitor the management of enterprises, since they are relevant investments, which reduces their mobility without significantly influence stock prices. Corporate governance was measured by the Corporate Governance Stock Index of Carvalhal and Leal. The analysis of the association between the presence of the foundations and governance, performance and value was measured by panel model with fixed effects. The relationship between the presence of pension funds and the operating performance of companies was negative and significant.

¹ IAG/PUC-Rio - Mestre em Administração. E-mail: lucianasouli@yahoo.com.br.

² IAG/PUC-Rio – Doutor em Administração. E-mail: lfelipe@iag.puc-rio.br.

³ IAG/PUC-Rio – Pós-Doutor em Finanças. E-mail: andreocarvalhal@iag.puc-rio.br.

⁴ FACC/UFRJ e IAG/PUC-Rio – Doutorando em Administração. E-mail: viniciusmothemaia@yahoo.com.br.

The results suggest that the presence of pension funds in the stock capital can add good governance practices for companies, but by no means improved performance.

Keywords: Pension Funds. Corporate Governance, Performance. Value.

1 INTRODUÇÃO

A carteira consolidada de ativos dos Fundos de Pensão no Brasil em 2013 registrou R\$ 640,3 bilhões, equivalente a 13,8% do PIB (ABRAPP, 2014). Os recursos aplicados em renda variável representaram 29,0% dos investimentos das entidades naquele ano. Atribui-se aos fundos de pensão no Brasil uma expressiva responsabilidade na geração de valor e nos rumos dos segmentos produtivos do país pelo elevado montante de capital investido em participação acionária nas empresas brasileiras.

A soma dos ativos dos maiores fundos de pensão do Brasil no mesmo ano - Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil (PREVI), Fundo de Pensão dos Funcionários da Petrobrás (PETROS), Fundação dos Economiários Federais (FUNCEF), Fundação CESP (FUNCESP) e Fundo de Pensão dos Funcionários da Vale (VALIA) - foi de R\$ 331,5 bilhões, o equivalente a 49,3% do montante das 269 entidades afiliadas à Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar (ABRAPP).

Carvalho (2006) relata que, com o processo de privatização no Brasil, a partir da década de 1990, alguns fundos de pensão passaram a ter participações acionárias permanentes e relevantes em empresas nacionais e começaram a variar suas formas de ação, com o objetivo de ganhar mais valor no longo prazo por meio de uma postura mais ativa no monitoramento dos negócios das companhias.

Os fundos de pensão passaram a exigir mais transparência na gestão das empresas e a monitorar o desempenho por intermédio da eleição de um número cada vez maior de membros no conselho fiscal e no conselho de administração das empresas que participam.

Monks e Minow (2004) argumentam que os fundos de pensão possuem um incentivo natural a promover o ativismo, pois são gestores cuja missão é rentabilizar adequadamente as contribuições dos associados, a fim de cumprir com o pagamento de benefício de seus clientes.

A presença de fundos de pensão no capital acionário pode representar, para alguns investidores, uma forma de mitigar riscos de governança, uma vez que esses investidores institucionais costumam possuir participação relevante no capital das empresas, de modo que tenham maior capacidade de assumir posições, seja nas assembleias como em representação na administração, a ponto de exercerem “voz” dentro das companhias.

Os acionistas minoritários, devido a seu tamanho reduzido e da fraca capacidade de monitoramento, podem se beneficiar das ações tomadas por investidores institucionais, sem despendendo, diretamente, seus próprios recursos ou esforços, conhecido como efeito “carona”.

Estudos internacionais sobre o ativismo de fundos de pensão na governança das empresas são mais frequentes do que o observado no Brasil.

No Brasil, os maiores fundos de pensão têm grande interesse em monitorar a gestão das empresas, visto que possuem participações expressivas no capital das companhias, o que diminui a mobilidade de movimentação no mercado sem influenciar, sensivelmente, os preços das ações. Dessa forma, estes se configuram em investimentos de longo prazo, o que exige uma atuação mais participativa e necessidade de análises criteriosas para tomada de decisão.

Empresas como Vale S.A., Embraer S.A., CPFL Energia S.A., BRF S.A., Oi S.A., Rumo Logística S.A. e Randon S.A. possuem fundos de pensão no rol dos principais acionistas, com assento titular no Conselho de Administração.

A estrutura de propriedade e controle como enfoque de governança e a relação entre governança corporativa, desempenho e valor de empresas brasileiras já foram abordadas por Carvalho (2004), Carvalho e Leal (2005), Silveira e Barros (2008), porém sem analisar o perfil por investidores, o que será abordado neste artigo, aplicando aos fundos de pensão.

Os resultados empíricos encontrados na literatura nacional não são convergentes quanto à análise de fundos de pensão como acionistas e a governança das empresas. Além disso, é incipiente o estudo da relação entre presença de fundos de pensão como acionistas e a governança, desempenho e valor das empresas participadas.

Xavier *et al* (2013) apontaram que o uso de um indicador de governança corporativa pode trazer contribuições empíricas para determinar se as influências existem ou não e se gera ou não alterações significativas ao desempenho.

O objetivo deste estudo é verificar se a presença de fundos de pensão brasileiros na participação acionária tem relação estatisticamente significativa com o nível da governança, através do uso de um índice de governança corporativa validado em outros artigos acadêmicos, com o valor e com o desempenho das empresas participadas, com vistas a fazer uma contribuição empírica para o tema.

A pesquisa é composta, além desta introdução, por uma seção onde é discutida a fundamentação. Em seguida, serão apresentados a metodologia, os resultados da pesquisa e, por fim, a análise das conclusões do estudo.

2 FUNDAMENTAÇÃO

A governança corporativa é definida como um conjunto de mecanismos, institucionais e baseados pelo mercado, que induz os agentes a tomarem as decisões que maximizem o valor da companhia para os acionistas. Estes, por sua vez, costumam adotar diferentes estratégias de acordo com o seu grau de participação na propriedade e interesse em manter-se nela. Entre os principais estudos internacionais sobre governança corporativa destacam-se os de Jensen e Meckling (1976), que contribuíram para o tema com a Teoria da Agência, além de Shleifer e Vishny (1986), La Porta *et al.* (1999) e Denis e McConnell (2003).

Shleifer e Vishny (1986) afirmam que os dois determinantes da governança corporativa são a estrutura de controle e propriedade e a proteção legal. Este estudo contemplará a estrutura de controle e propriedade.

Para Denis e McConnell (2003), a estrutura acionária da empresa é um relevante mecanismo interno de governança. Para La Porta *et al.* (1999), a concentração da propriedade parece ser um mecanismo importante para assegurar o retorno dos investimentos nos países com menor proteção legal, em que os empreendedores lançam mão de diversos mecanismos para aumentar o capital próprio da empresa, mantendo seu direito de controle sobre ela.

Himmelberg, Hubbard e Palia (1999) propõem que a proteção ao investidor, além de ter um componente externo referente ao ambiente legal onde a empresa está inserida, possui também um componente interno relacionado ao tipo de atividade e a outras características da companhia. Entre os aspectos endógenos citados como determinantes da governança corporativa, destacam-se a sua utilidade, a natureza das operações e o tamanho da companhia.

Entre as principais contribuições para o tema sobre o âmbito nacional, destacam-se Carvalho (2004), Carvalho e Leal (2007) e Silveira, Perobelli e Barros (2008), que concentraram seus estudos na estrutura de propriedade e controle, na criação de índice de governança corporativa, e na relação entre governança e desempenho das empresas. Os autores sinalizam que o entendimento das estruturas de governança corporativa é relevante, pois ela influencia diretamente a eficiência do mercado de controle corporativo e pode ter um impacto positivo no valor e desempenho da firma.

No Brasil, os direitos de propriedade e de controle podem não ter razão igual a 1. De acordo com Carvalho (2006), as três formas principais de reduzir a propriedade sem perder o controle são a emissão de ações preferenciais, sem direito a voto ou com direitos inferiores de voto; a estruturação de acordos de acionistas sobre o exercício do direito a voto ou do poder

de controle; e por via indireta, através de pirâmides, as quais consistem em manter o controle de uma empresa que seja controladora de outra empresa, ou mecanismos de participação cruzada, pelos quais uma empresa controlada por outra possui ações da sua controladora.

No entanto, observa-se que, a partir de 2007, quando ocorreu um número expressivo de aberturas de capital na BM&FBOVESPA, a maioria das empresas estrearam com adesão ao nível de governança especial Novo Mercado, em que uma das regras é ter apenas ações ordinárias, com razão igual a 1 para cada ação e voto (BM&FBOVESPA, 2014).

Assim, enquanto nos mercados desenvolvidos é observado um maior conflito entre acionistas e administradores, no Brasil o maior desalinhamento de interesses ainda é entre acionistas controladores e minoritários. Também é notado que a elevada concentração de propriedade acionária no Brasil reflete na independência do conselho (CARVALHAL, 2006).

Carvalho e Leal (2005) verificaram uma associação estatisticamente significativa entre a estrutura de governança corporativa, desempenho e valor de mercado de empresas não financeiras de capital aberto. A variável de valor apresentou uma relação mais forte com as variáveis de governança do que as de desempenho, indicando que as práticas de governança afetam diretamente os investidores.

Gillian e Starks (2003) argumentam que um grande acionista institucional tem benefícios com o monitoramento, mas também tem custos, como, por exemplo, o fato de que a concentração das ações pode reduzir sua liquidez. Nos mercados desenvolvidos, observaram que, historicamente, investidores institucionais têm preferido liquidez a controle, uma vez que o custo de sacrificar a liquidez pelo controle da empresa é considerado inaceitável por muitos.

Os autores concluem que há indicação de que a presença de investidores institucionais leva a preços mais informativos, e conseqüentemente, menores custos para monitoramento. Em contrapartida, há pouca evidência de que exista melhora no desempenho de mercado da empresa ou operacional no longo prazo em virtude da atuação dos investidores institucionais.

A partir do fim da década de 1990, grande parte das empresas brasileiras que ofereciam plano de previdência complementar à aposentadoria a seus funcionários, encerrou a adesão aos planos de benefício definido e criaram planos de contribuição definitiva (CD) ou variável (CV). Nestes tipos de plano, a gestão de risco e retorno dos ativos é primordial para proporcionar um melhor valor de benefício a seus associados, pois não há garantia de recebimento certo de parte do salário pelo plano. Ademais, alguns fundos passaram administrar planos de empresas adquiridas por seu patrocinador, caso da VALIA, bem como se tornaram multipatrocinados, além de administrar planos de benefícios para outras

empresas, caso da PETROS. Para maiores detalhes, ver ABRAPP (2014), FUNCEF (2014), FUNCESP (2014), PREVI (2014), PETROS (2014) e VALIA (2014).

Carvalho (2006) aponta que alguns fundos de pensão contrataram empresas especializadas para que seus conselheiros aperfeiçoassem seus conhecimentos em governança corporativa. Alguns deles aprovaram critérios para indicação de diretrizes e de normas de atuação para os membros do conselho de administração e do conselho fiscal. Além disso, vem ocorrendo uma troca de experiências entre as entidades nacionais e órgãos reguladores e fundos de pensão internacionais, o que tende a aprimorar as práticas de governança no Brasil.

O mercado acionário e as práticas de governança corporativa no Brasil apresentaram avanços nos últimos anos, como a promulgação da Nova Lei das Sociedades Anônimas nº 11.638 em 2007 e a publicação de Códigos e Manual de Governança Corporativa por importantes instituições como o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), a PREVI e a FUNCEF.

A Resolução do Conselho Monetário Nacional (CMN) nº 3792, de 24 de Setembro de 2009, BACEN (2013), aplicada a investimentos de fundos de pensão, ampliou a alocação máxima em renda variável por faixas conforme segmento de adesão de governança da BM&FBovespa. O limite permitido para investimentos em carteira de companhias que aderiram ao Novo Mercado é de até 70% por plano de benefícios. O limite em ações com adesão ao Nível 2 é de até 60%, para o Bovespa Mais até 50%, para empresas no Nível 1 até 45% e para empresas sem adesão no máximo 35%.

Observa-se, portanto, um incentivo para ampliação de seus investimentos em renda variável com melhores práticas de governança corporativa. Os fundos de pensão, como administradores de planos de benefício CD e CV, possuem como um de seus principais desafios tornarem eficiente a relação risco e retorno de seus investimentos para proporcionar melhores benefícios a seus associados. Assim, se a estratégia for de ampliar a alocação em renda variável, direcionar investimentos em empresas com adesão às boas práticas de governança ou atuar ativamente para que as empresas em que possuam participação façam adesão a um dos segmentos de governança da BM&FBOVESPA é um caminho natural para não se desenquadrar nos limites legais.

Na literatura estrangeira, encontra-se uma concentração maior de estudos empíricos aplicados ao tema de ativismo de fundos de pensão de forma isolada. O maior fundo de pensão americano e líder reconhecido em ativismo, o *California Public Employees Retirement*

System (CalPERS), que é o sistema de aposentadoria dos funcionários públicos da Califórnia, é o que possui maior quantidade de análises, dentre os quais se destaca Smith (1996).

Smith (1996) analisou as características de empresas que tiveram presença de ativismo e seus efeitos na governança, valor e desempenho operacional, a partir de 51 empresas-alvo do *CalPERS*. O estudo observou que 72% das empresas-alvo aprovaram resoluções quanto à estrutura proposta para governança ou fizeram alterações suficientes para justificar um acordo com a *CalPERS*. A riqueza dos acionistas aumentou para as empresas que adotaram o acordo e diminuiu para as que resistiram. Nenhuma mudança estatisticamente significativa foi encontrada quanto ao desempenho operacional.

No Brasil, destaca-se o estudo de caso único feito por Jesus (2004) sobre o ativismo por parte do fundo de pensão que possui a maior alocação em renda variável: a PREVI. Em 2003, a PREVI detinha 43,84% alocado em renda variável. Possuía 367 assentos em conselhos de administração e fiscal, entre titulares e suplentes, das 95 empresas em que possuía participação. O autor relata que o período de 2001 a 2003 foi representativo para o estabelecimento do Modelo Previ de Governança Corporativa. Implantou-se uma nova estrutura organizacional, tendo como uma das medidas a criação da Diretoria de Participações, segregando a área de gestão da carteira da de gestão dos ativos.

Becht, Bolton e Roell (2002) apontam dificuldades para medir a efetividade das ações de monitoramento e separar seus efeitos com outros fatores como mudanças na economia, no mercado ou na própria gestão da companhia. Diante disso, os resultados empíricos observados muitas vezes têm sido ambíguos ou pouco expressivos.

Os resultados do estudo elaborado por Wahl (1996) para o efeito do aumento do ativismo dos nove maiores fundos de pensão dos EUA em empresas-alvo participadas, entre 1987 e 1993, não apresentou melhoria significativa em seus valores de mercado e desempenho operacional. Faccio e Lasfer (2000) também relatam que encontraram em sua análise aplicada aos fundos de pensão ingleses uma relação negativa e fraca entre o aumento de ativismo em governança e o valor das companhias.

Entre os estudos empíricos brasileiros que abordam o tema de pesquisa deste artigo, Punsuvo, Kaio e Barros (2007) apontaram uma relação negativa entre empresas brasileiras com participação acionária dos fundos de pensão e a qualidade da sua governança, sugerindo um possível custo de oportunidade entre a participação acionária e a governança como forma de alinhamento entre os fundos de pensão e as empresas. Os autores consideram que num mercado em que as participações acionárias são tão concentradas como no Brasil, parece ser

razoável a ideia de que uma governança corporativa de qualidade possa ser substituída por uma maior participação acionária dos fundos de pensão.

Oliveira, Leal e Almeida (2012) pesquisaram os três maiores fundos de pensão, PREVI, PETROS e FUNCEF, todos com patrocinadores controlados pelo governo federal, nos períodos de 1998, 2000 e 2002, buscando identificar a existência de relação entre a participação direta desses investidores nas companhias e a avaliação da sua governança corporativa. Não encontraram resultados consistentes entre a presença desses investidores e a governança, embora as empresas tenham apresentado maiores pontuações de governança do que outras empresas. Observaram, contudo, uma forte correlação positiva e significativa entre o IGC e as variáveis que medem tamanho da empresa, a existência de acordo de acionistas e a presença de listagem no Novo Mercado.

Xavier *et al.* (2013) encontraram resultados inconclusivos na maioria dos modelos elaborados para analisar o desempenho de empresas com participação de fundos de pensão após a entrada deste sócio no período de 1999 a 2012. Nos modelos em que se observaram significância estatística, a relação foi negativa, oposto do que esperavam a partir do princípio de que o ativismo dos fundos de pensão pode gerar capacidade de influenciar positivamente o desempenho das companhias em que participam. Ao analisar o efeito isolado para cada um dos três maiores investidores, observaram-se resultados não consistentes em relação ao desempenho de mercado.

Diante do exposto, em que pese ter sido observada uma relação positiva entre governança e desempenho e valor para companhias de capital aberto sem estratificar por tipo de investidor, foi constatado que as pesquisas isolando a análise para empresas com fundos de pensão como acionistas não apresentam convergência de resultados.

Entre os resultados do presente estudo, é razoável supor que se observe um aumento de entrada dessas entidades em empresas de capital disperso, principalmente pelos que tenham multiplanos, considerando como premissa que os fundos visem capturar ganhos de escala da soma de recursos dos planos sobre sua gestão para investir em empresas que ofereçam maiores possibilidades de liquidez.

3 METODOLOGIA

A pesquisa limitou-se a analisar as empresas com capital aberto brasileiras que tenham participação acionária dos fundos de pensão: PREVI, PETROS, FUNCEF, FUNCESP e

VALIA, contrapondo com as empresas que compuseram a carteira teórica do Índice Brasil 100 (IBrX) da BM&FBovespa.

Os fundos de pensão analisados estão entre os seis maiores do país de acordo com ABRAPP (2014). A tabela 1 ilustra as principais informações de cada entidade para a justificativa de seleção desses investidores institucionais para a pesquisa. A seleção dos cinco dos maiores fundos de pensão no Brasil tem como objetivo ampliar a análise para além das três maiores entidades - PREVI, PETROS e FUNCEF, objeto de estudo por Oliveira, Leal e Almeida (2012) e Xavier *et al.* (2013), agregando a FUNCESP, cujos patrocinadores são de origem privada, e a Valia, que apesar de juntas possuírem uma amostra pequena de empresas, podem vir a encontrar insumos que contribuam para a discussão do tema.

A seleção destes fundos justifica-se por serem os que possuem o maior número de empresas investidas. As entidades em conjunto possuem um total aproximado de 320 assentos em Conselhos de Administração e Fiscal, entre titulares e suplentes, das empresas investidas.

A pesquisa compreende o período de 2005 a 2011. Corrobora-se para justificar o período analisado: salto do IBOVESPA de 33.455 pontos para 55.754 pontos, o aumento de 15,5 milhões para 141,2 milhões de negócios transacionados na Bolsa, recorde de 130 ofertas públicas iniciais de ações, alcance do grau de investimento pelo Brasil em 2008, aumento da adesão das empresas aos níveis especiais de governança, elevação de 27,5% para 33,3% de participação de investimentos institucionais no volume negociado. (BM&FBOVESPA, 2014).

Assim, buscou-se examinar o comportamento das empresas com presença de fundos de pensão na estrutura societária em relação à governança, valor e desempenho, comparado às demais companhias listadas no IBrX, diante de um período que foi consideravelmente próspero para o mercado acionário brasileiro, embora tenha sofrido com a volatilidade, especialmente em 2008 e 2009, com o reflexo da crise mundial na bolsa.

Tabela 1 - Descrição dos Fundos de Pensão Analisados na Pesquisa

Fundo de Pensão	Ativos (R\$ Bi)	% Renda Variável	Planos Vigentes	Patrocinador
PREVI	169,465	60,36%	2	Banco do Brasil
PETROS	66,096	41,93%	47	Petrobrás*
FUNCEF	55,046	34,09%	4	Caixa Econômica Federal
FUNCESP	21,997	15,65%	15	Multipatrocinado
VALIA	16,972	17,20%	4	Vale*

* Principal patrocinador

Fonte: Elaboração própria a partir de ABRAPP, PREVI, PETROS, FUNCEF, FUNCESP e VALIA.

Quanto ao tratamento da amostra de empresas com participação acionária de fundos de pensão, foram considerados investimentos de via direta ou indireta. Para empresas com menos de 5% de participação no capital, foram consideradas apenas aquelas em que as entidades possuíam pelo menos um assento titular no Conselho de Administração ou Fiscal. Foram excluídas da amostra as empresas com informações incompletas ou indisponíveis, assim como aquelas com ações com baixíssimo volume de negociações nos anos analisados.

Como comparativo, foi selecionada a amostra de empresas que compuseram a carteira teórica do IBrX em dezembro de cada ano analisado, com ajuste do índice excluindo as firmas que estejam na amostra dos fundos de pensão.

Para coleta de dados financeiros das empresas foi utilizada a base de dados do Sistema Económica. A base de dados dos fundos de pensão foi extraída dos relatórios da ABRAPP, dos relatórios anuais de cada fundo de pensão, acessados em seus respectivos endereços eletrônicos.

Carvalho e Leal (2005) construíram um Índice de Governança Corporativa (IGC), que será utilizado neste artigo como *proxy* do nível de governança corporativa, para fornecer diferentes atributos de governança das firmas brasileiras, que não são exigidas pela legislação, mas baseado nas recomendações do IBGC, da CVM e da BM&FBovespa, consideradas como boas práticas pelos padrões internacionais. O índice é composto de 15 variáveis do tipo *dummy*, divididos em quatro subíndices: Transparência (IGC1), Conselho de Administração (IGC4), Estrutura de Controle e Propriedade (IGC3) e Direito dos Acionistas (IGC4), que neste artigo serão analisados em conjunto e isoladamente.

Os dados para construção do Índice de Governança Corporativa (IGC) foram coletados por pesquisa aos Formulários de Referência, Informações Anuais e Informações Trimestrais, acessados no endereço eletrônico da Comissão de Valores Mobiliários (CVM, 2013). Também foram utilizados dados disponibilizados no endereço eletrônico da BM&FBovespa, além de pesquisa e contato com o departamento de Relação com Investidores das companhias analisadas.

A governança também será avaliada pelas variáveis NM, variável binária que assume valor igual a 1 quando a empresa aderiu a algum nível do segmento especial de governança corporativa da BM&FBovespa e ADR, referente à adesão das empresas ao programa de *Depositary Receipts* americanos (ADR), variável *dummy* que assume valor 1 para presença e 0 para ausência.

A variável que representa o valor de mercado foi medida pelo Q de Tobin, indicador consolidado nos estudos sobre o tema para medir o desconto no valor de mercado das empresas resultante de expropriação. O numerador é o valor de mercado da companhia e, o denominador, o valor patrimonial.

O desempenho das companhias foi medido pelo Retorno sobre o Ativo (ROA), medido pela razão Lucro Líquido/Ativos Totais. Essa variável já foi investigada por Carvalhal e Leal (2005), Klapper e Love (2004) e Black, Jang e Kim (2003).

Para cada ano, foi considerada a média dos últimos três anos para suavizar os efeitos da crise, com exceção para as variáveis Tamanho da Empresa (TAM) e Q de Tobin, em que foram considerados os valores do ano em análise.

Também foram inseridas no modelo outras variáveis, previamente identificadas e selecionadas na literatura, que podem influenciar a variável dependente, visando controlar a endogeneidade: tamanho da empresa ($\ln(\text{ativos})$), alavancagem (dívida bruta/ativo) e *dividend yield*. A variável independente FP representa as empresas com participação de fundo de pensão no capital.

Não foi observada qualquer correlação alta entre as variáveis que possa trazer multicolinearidade para os modelos.

Diante de parte das observações empíricas que apontam uma melhora nas práticas de governança com a entrada de fundos de pensão na estrutura societária e que empresas com melhor nível de governança corporativa tendem a apresentar melhores desempenhos e maiores valores de mercado, além de serem utilizadas como amostra empresas investidas pelos principais fundos de pensão do Brasil, as hipóteses testadas são:

H1: Empresas investidas por fundos de pensão apresentam melhor governança.

H2: Empresas investidas por fundos de pensão apresentam melhor desempenho.

H3: Empresas investidas por fundos de pensão apresentam maior valor.

A primeira parte da pesquisa consistiu na realização de um teste paramétrico de comparação de médias, a fim de identificar se há diferença estatisticamente significativa entre os indicadores de governança das empresas com participação acionária de Fundos de Pensão (FP) e a amostra de companhias listadas no IBrX.

A segunda parte da pesquisa analisou a relação entre as variáveis de governança, de desempenho e de valor das amostras com e sem participação de FP.

Utilizou-se a técnica de análise de dados em painel no software *Eviews 7.0*, com especificação de efeitos fixos. Devido à expressiva diversidade da amostra, optou-se por utilizar o método *White cross-section* para a matriz de covariâncias.

Os dois primeiros modelos assumem as variáveis de governança corporativa como exógenas, isto é, exercendo influência sobre o desempenho e valor das empresas. O terceiro modelo adota o IGC como variável dependente.

As equações a seguir ilustram os modelos utilizados:

$$\mathbf{QTOBIN} = C(1) + C(2)*FP + C(3)*ADR + C(4)*ALAV + C(5)*IGC1 + C(6)*IGC2 + C(7)*IGC3 + C(8)*IGC4 + C(9)*NM + C(10)*TAM + C(11)*DIVYLD + [CX=F, PER=F] \quad (1)$$

$$\mathbf{ROA} = C(1) + C(2)*FP + C(3)*IGC1 + C(4)*IGC2 + C(5)*IGC3 + C(6)*IGC4 + C(7)*TAM + C(8)*ALAV + C(9)*NM + C(10)*ADR + C(11)*DIVYLD + [CX=F, PER=F] \quad (2)$$

$$\mathbf{IGC} = C(1) + C(2)*TAM + C(3)*DIVYLD + C(4)*NM + C(5)*ADR + C(6)*ALAV + C(7)*ROA + C(8)*QTOBIN + C(9)*FP + [CX=F, PER=F] \quad (3)$$

4 RESULTADOS

Na análise do período, os fundos de pensão ampliaram a quantidade de empresas com capital difuso em suas carteiras, principalmente a PETROS. Algumas dessas empresas abriram seu capital no intervalo de tempo examinado, o que pode sinalizar uma maior atratividade dos fundos de pensão por empresas sem controlador, preferindo liquidez a controle, indo ao encontro do que foi observado entre os investidores institucionais nos mercados desenvolvidos por Gillian e Starks (2003).

A PREVI deteve maior representatividade como acionista majoritária. As companhias em que possui 100% de capital são do setor de energia e sua estrutura de controle se dá via pirâmide. A entidade reduziu o número de empresas investidas, principalmente em participações minoritárias. A tabela 2 ilustra a evolução da amostra de empresas investidas por fundo de pensão.

Tabela 2 - Amostra de Empresas com Participação Acionária de Fundos de Pensão

Fundo de Pensão	Part. Acionária	2011	2008	2005
PREVI	Controladora	9	9	11
	Difusa	4	3	2
	Minoritária	20	28	31
	Total	33	40	44
PETROS	Controladora	2	2	3
	Difusa	6	4	-
	Minoritária	5	5	4
	Total	13	11	7
FUNCEF	Controladora	2	2	1
	Difusa	1	-	-
	Minoritária	-	1	1
	Total	3	3	2
VALIA	Controladora	-	-	1
	Difusa	3	3	-
	Minoritária	-	-	-
	Total	3	3	1
FUNCESP	Controladora	1	2	2
	Difusa	-	-	-
	Minoritária	-	-	-
	Total	1	2	2
TOTAL		42	46	44

Fonte: Elaboração própria a partir de CVM, PREVI, FUNCEF, PETROS, VALIA E FUNCESP

Foi constatado que algumas empresas investidas possuíam participação de mais de um fundo de pensão. Em alguns casos, estes participam via acordo de acionistas. Observou-se também que algumas companhias, que já eram investidas antes do período analisado, aprimoraram sua governança, transformando-se em empresas pulverizadas, ou aderiram a algum segmento de governança da BM&FBovespa ou ADR.

Pela análise da evolução média de empresas que se listaram em algum segmento especial de governança ou a ADR, verificou-se que as empresas investidas por fundos de pensão acompanharam o movimento das empresas da Bolsa de maior adesão aos segmentos de governança, ainda que a amostra do IBRX tenha apresentado melhor resultado entre os mais elevados segmentos quando comparado às empresas investidas por fundos de pensão.

Tabela 3 - Adesão a Segmentos de Governança Corporativa e ADR por Amostra Pesquisada

Ano	Empresas Investidas por Fundos de Pensão					IBrX				
	NM	Nível 2	Nível 1	Tradicional	ADR	NM	Nível 2	Nível 1	Tradicional	ADR
2011	42,9%	7,1%	26,2%	23,8%	45,2%	61,2%	9,0%	20,8%	9,0%	50,7%
2008	25,5%	6,4%	34,0%	34,1%	38,3%	58,7%	6,3%	20,7%	14,3%	52,4%
2005	4,3%	4,3%	41,3%	50,1%	39,1%	14,6%	10,4%	22,9%	52,1%	31,3%

Fonte: Elaboração própria a partir de CVM, BM&FBovespa e Economática.

Uma possível razão para ainda haver 23,8% da amostra de empresas investidas por essa classe de investidores sem adesão a listagem pode consistir no fato de que, em algumas dessas empresas, ainda não se optou por querer dar direito igualitário de controle e propriedade aos minoritários. Este resultado permite inferir que ainda é possível observar entre as empresas investidas por fundos de pensão a presença de mecanismos para reduzir a propriedade sem perder o controle, ratificando os apontamentos de Carvalho (2006). Possivelmente são empresas que já eram investidas antes do período analisado. Contudo, também pode ocorrer de algumas dessas firmas possuírem questões financeiras ou estruturais mais emergentes do que a adesão à listagem de segmentação especial de governança.

A despeito disso, foi apurado que algumas das empresas que não fizeram adesão tomaram a decisão de emitir ADR, o que as incentivou a adotar melhores práticas de governança devido à exigência de cumprimento de uma lista de requisitos exigidos pela *Security Exchange Commission* (SEC), que varia pelo nível de ADR.

Os resultados do IGC demonstram uma melhoria do índice e subíndices para ambas as amostras. As companhias investidas por fundos de pensão elevaram a governança principalmente nos quesitos relacionados ao ativismo: conselho de administração (IGC2) e direito de acionistas (IGC4), ambos superiores ao avanço das companhias que compõem o IBrX. O avanço foi significativo, em favor da amostra, pelo teste paramétrico de diferença de médias. Este resultado vai ao encontro do examinado por Smith (1996), além do efeito carona que o ativismo dos fundos de pensão pode proporcionar para os investidores em geral.

A amostra do IBrX apresenta, contudo, menor dispersão de governança entre as empresas do que as investidas por fundo de pensão, o que é razoável uma vez que as firmas que compõem o IBrX são, pela metodologia deste índice, empresas com maior liquidez, pois após atenderem aos critérios de negociabilidade em Bolsa, as ações são ponderadas pelo valor de mercado, sem considerar as posições de controle (BM&FBOVESPA, 2014). Justamente no quesito de estrutura e propriedade (IGC3), a amostra do IBrX apresentou um aprimoramento

maior, significativo para o período 2008 a 2011 pelo teste paramétrico, do que as investidas por fundos de pensão.

A PREVI e PETROS, os dois maiores investidores da classe no Brasil e com o maior número de assentos em conselhos, aumentaram suas concentrações médias de capital votante no período analisado. Este resultado ratifica o apontamento de La Porta *et al.* (1999) para a concentração da propriedade como um mecanismo de controle.

Uma possível influência sobre este resultado foi o fato de que algumas dessas empresas fizeram oferta pública, seja primária ou secundária, para se capitalizar. Nessas emissões, os fundos de pensão optaram, na maioria das vezes, por entrar na oferta para preservar suas participações acionárias e não serem diluídos.

Tabela 4 - Estatística Descritiva do IGC por Amostra Pesquisada

Ano		Empresas investidas por FP					IBrX ex empresas investidas por FP				
		IGC	ICG1	ICG2	ICG3	ICG4	IGC	ICG1	ICG2	ICG3	ICG4
Média	2011	9,98	3,83	2,50	1,29	2,36	9,48	3,90	2,06	1,84	1,69
	2008	8,55	3,11	2,23	1,26	1,96	7,95	2,86	1,90	1,90	1,29
	2005	7,04	2,91	1,76	1,02	1,35	6,40	2,79	1,67	1,12	0,72
Mediana	2011	10,00	4,00	3,00	1,00	2,00	10,00	4,00	2,00	2,00	2,00
	2008	9,00	3,00	3,00	1,00	2,00	8,00	3,00	2,00	2,00	1,00
	2005	7,00	3,00	2,00	1,00	1,00	6,00	3,00	2,00	1,00	1,00
Mínimo	2011	5,00	3,00	0,00	0,00	0,00	5,00	3,00	0,00	0,00	0,00
	2008	4,00	2,00	0,00	0,00	0,00	4,00	2,00	0,00	0,00	0,00
	2005	4,00	1,00	0,00	0,00	0,00	2,00	0,00	1,00	0,00	0,00
Máximo	2011	14,00	4,00	4,00	3,00	4,00	14,00	4,00	4,00	3,00	4,00
	2008	14,00	4,00	4,00	3,00	4,00	12,00	4,00	4,00	3,00	3,00
	2005	11,00	4,00	4,00	3,00	3,00	10,00	4,00	3,00	3,00	3,00
Desvio-Padrão	2011	2,24	0,38	0,97	0,94	1,10	1,75	0,31	0,89	1,07	0,96
	2008	2,69	0,73	1,09	1,15	1,14	1,81	0,59	0,87	1,19	0,81
	2005	1,91	0,69	1,02	0,91	0,85	1,91	0,73	0,65	0,95	0,86

Fonte: Elaboração Própria

A maior adesão aos segmentos especiais de governança corporativa (NM) por empresas do IBrX, em 2008, em comparação à amostra investida por fundos de pensão, pode ser observada na diferença significativa a favor do IBrX. Neste período, houve expressiva aumento de registros de oferta pública, principalmente no primeiro semestre, com a BM&FBovespa atingindo níveis de pontuação recordes. No entanto, essa diferença não se

apresentou mais significativa em 2011, quando foi observado que parte considerável da amostra com participação de FP também aderiu a algum desses segmentos de governança.

Tabela 5 - Teste Paramétrico de Diferença de Médias entre as Amostras Pesquisadas

Período	IGC	IGC 1	IGC 2	IGC 3	IGC 4	ADR	NM
2011	0,50	-0,06	0,44**	-0,55***	0,67***	-0,06	-0,16
2008	0,60	0,25**	0,33*	-0,65***	0,67***	-0,14	-0,33***
2005	0,65	0,10	0,05	-0,08	0,58***	0,08	-0,10*

Nota: Os símbolos *, ** e *** indicam significância estatística a 10%, 5% e 1%, respectivamente.

Fonte: Elaboração Própria a partir de CVM, BM&FBovespa, Economática.

As empresas investidas por fundos de pensão apresentaram resultados positivos e significativos com a governança, o que pode também ser explicado por outras variáveis de controle, uma vez que o teste paramétrico não se mostrou significativo para a diferença de médias entre as amostras. Como não houve convergência entre os dois testes, os resultados não são conclusivos para afirmar a hipótese 1. Oliveira, Leal e Almeida (2012) embora tenham relatado escores maiores para empresas investidas por fundos de pensão do que as demais analisadas, não encontraram resultados consistentes, para intervalos de tempo após a privatização: 1998, 2000 e 2002.

O resultado do modelo de regressão diverge do observado por Punsuvo *et al.* (2007) que encontraram uma relação negativa no período entre janeiro de 2004 e abril de 2005.

Tabela 6 - Resultados em Paineis das Amostras Pesquisadas

	(1) ROA	(2) QTOBIN	(3) IGC
CONSTANTE	-8,001 (0,325)	1,095 (0,123)	2,911 (0,574)
IGC1	1,313** (0,011)	0,451 (0,179)	
IGC2	-1,284*** (0,000)	0,532*** (0,000)	
IGC3	1,930*** (0,000)	0,758*** (0,000)	
IGC4	0,607 (0,275)	-0,781*** (0,000)	
NM	-3,976*** (0,004)	0,074 (0,926)	2,463*** (0,000)
ADR	0,601	-1,053	-0,532

	(0,661)	(0,314)	(0,395)
TAM	0,793 (0,175)	-0,692* (0,083)	0,189 (0,537)
ALAV	-0,165*** (0,001)	-0,009 (0,791)	-0,007** (0,047)
DIVYLD	0,199** (0,035)	-0,011 (0,422)	0,021 (0,369)
ROA			0,036*** (0,000)
QTOBIN			0,036 (0,141)
FP	-8,681*** (0,000)	0,780 (0,211)	3,209** (0,011)
R² Ajustado	0,499	0,539	0,824
Prob (F-statistic)	0,000	0,000	0,000
Observações	283	276	276

Nota: Os símbolos *, ** e *** indicam significância estatística a 10%, 5% e 1%, respectivamente.
Fonte: Elaboração própria

A listagem aos segmentos especiais de governança na BM&FBovespa mostrou-se positiva e significativa à governança, corroborando o resultado encontrado por Oliveira, Leal e Almeida (2012).

Empresas investidas por fundos de pensão apresentaram relação negativa e significativa com o desempenho operacional, não sendo possível confirmar a hipótese 2. O resultado apresenta-se em linha com os apontamentos de Gillian e Starks (2003), em mercados desenvolvidos, e Xavier *et al* (2013) para o Brasil.

Os resultados para a relação entre presença de fundos de pensão na estrutura societária e o valor das empresas não foram consistentes, em linha com Wahl (1996) nos Estados Unidos, Faccio e Lasfer (2000) para os fundos ingleses e Xavier *et al.* (2013) no Brasil.

Um resultado divergente foi a relação negativa e significativa entre a adesão a algum nível de governança corporativa (NM) e o desempenho, o que vai de encontro a resultados apontados na literatura entre melhores práticas de governança e desempenho.

O quesito estrutura de controle e propriedade (IGC3) da amostra global foi significativo e positivo tanto com desempenho como para valor. Esta significância pode representar uma precificação do mercado para empresas com melhor governança em alinhamento de interesses, indo ao encontro dos resultados de Carvalho (2004), Carvalho e

Leal (2007) e Silveira, Perobelli e Barros (2008) que apontam que o entendimento das estruturas de propriedade e controle influencia diretamente a eficiência do mercado de controle corporativo e pode ter um impacto positivo no valor e desempenho da firma.

5 CONCLUSÃO

Os fundos de pensão possuem, além do papel de conceder benefícios complementares aos da previdência social oficial, uma função econômica relevante, uma vez que suas obrigações são de longo prazo, tornando-se fontes de liquidez para a geração de poupança interna, o capital produtivo da economia e o mercado de capitais.

A pesquisa buscou contribuir para o tema analisando cinco dos maiores fundos de pensão do país, com intuito de incluir mais empresas investidas por fundos de pensão sem que todos tivessem patrocinadores controlados pelo governo federal, como a FUNCESP. Não obstante, os três maiores fundos de pensão são atualmente os que mais possuem participação em empresas. A reduzida amostra de empresas investidas por fundos de pensão cujos patrocinadores são da iniciativa privada ainda é um limitador para fazer análises por grupos de patrocinadores.

O presente estudo buscou verificar se empresas investidas por fundos de pensão tem relação significativa com a governança, com o valor e com o desempenho das empresas participadas. Com vistas a contribuir para abordagem do tema, foi utilizado o IGC de Carvalho e Leal (2005) para medir a governança, fazendo também uma análise estratificada pelos quesitos que compõem o índice global.

A pesquisa partiu da construção de hipóteses de que a presença dos fundos de pensão no capital acionário das empresas iria representar melhores indicadores de governança, desempenho e valor. Os resultados não permitiram confirmar as hipóteses.

A experiência dos fundos de pensão advinda da atuação na governança em outras empresas e setores agrega qualidade à governança das empresas, mas o tempo para conquistar o conhecimento sobre o negócio em si, pode ser um possível ponto frágil dos fundos de pensão para contribuição na melhoria de desempenho das empresas e aumento de valor. Dessa forma, os fundos de pensão, muitas vezes, necessitam de mais tempo para absorver conhecimento de suas estruturas de modo que contribuam na criação de valor para gestão.

Verificou-se relação positiva e estatisticamente significativa entre a presença de fundos de pensão no capital acionário das empresas e a governança corporativa, mas o

resultado do teste paramétrico de diferenças de médias entre as amostras não se mostrou consistente, apesar da diferença positiva em favor da amostra com empresas investidas por fundos de pensão. Como não houve convergência entre o teste paramétrico e o modelo, não é possível afirmar a hipótese 1.

Os resultados para desempenho e valor foram ao encontro de estudos empíricos aplicados tanto em mercados desenvolvidos como no Brasil.

Os resultados deste artigo, de modo geral, estão em linha com os apontamentos de Becht, Bolton e Roell (2002) sobre as dificuldades para medir a efetividade das ações de monitoramento e separar seus efeitos com outros fatores como mudanças na economia, no mercado ou na própria gestão da companhia, com resultados empíricos observados muitas vezes ambíguos ou pouco expressivos.

A análise conjunta da evolução dos indicadores de governança pelo IGC e da adesão aos níveis diferenciados de governança da BM&FBovespa permite apontar que tanto as empresas investidas por fundos de pensão como as listadas no IBrX melhoraram suas práticas de governança. O período analisado foi marcado pelo aumento de adesão voluntária pelas empresas a esses níveis diferenciados de governança, o que contribuiu para o aprimoramento das práticas de governança, principalmente no quesito transparência.

A análise por quesitos do IGC permitem observar que empresas investidas por fundos de pensão apresentaram uma melhora significativa dos itens de conselho de administração e direito dos acionistas, em linha com o que se espera da atuação do ativismo por parte dessa classe de investidores e o efeito carona que pode beneficiar os demais investidores. Esses dois subíndices mostraram-se relevantes ao valor de mercado no modelo de regressão.

Por outro lado, o quesito de estrutura de controle e propriedade (IGC3) da amostra do IBrX apresentou maior qualidade, com significância, em relação às empresas investidas por fundos de pensão. Este subíndice foi o único que se mostrou positivo e significativo tanto para o desempenho operacional como para o valor das empresas.

Esse resultado pode ter como uma das justificativas o fato de ter sido observado que a amostra de empresas do IBrX possui maior número de adesão ao Novo Mercado, que necessariamente tem que cumprir exigências que mitigam possíveis conflitos de interesse como ter que aderir à câmara de arbitragem e ter somente ações ordinárias, em que uma ação tem direito a um voto.

Faz-se notar que algumas empresas com participação acionária de fundos de pensão apresentam estruturas financeiras ou questões atreladas ao setor de atuação que possivelmente

precisam ser priorizados antes que essas companhias façam adesão a algum segmento diferenciado de governança. Muitas vezes um único item da lista é o motivo para não fazer adesão ao segmento especial de governança. Além disso, as empresas com participação acionária dos fundos de pensão em geral estão listadas há mais tempo do que muitas do IBRX que recentemente abriram seu capital. Logo, a pergunta número 10 do IGC, que integra o IGC3, referente a ter sido multado ou investigado pela CVM, pesa mais negativamente para a amostra dos fundos de pensão.

Foi observado que os fundos de pensão ampliaram o número de empresas com capital difuso em sua carteira, principalmente a PETROS. Muitas dessas companhias com capital pulverizado abriram capital no período analisado, o que pode sinalizar uma maior atratividade desses investidores institucionais por empresas sem controlador. Esta pode ser uma tendência que vai ao encontro do observado por Gillian e Starks (2003) nos mercados desenvolvidos, onde ocorre preferência dos investidores institucionais por controle em relação à propriedade.

Estudos futuros podem analisar o ativismo com pesquisas qualitativas, visando investigar os planos de negócios dos fundos de pensão para cada empresa participada, além da pesquisa sobre a estratégia de carteira dos fundos para os planos CD e CV a partir do de 2004, quando se iniciou um maior número de aberturas de capital na BM&FBOVESPA. Outra sugestão de contribuição futura para estudo do tema é a análise isolada por fundos com patrocinadores de capital público ou misto e de iniciativa privada.

Recebido em março de 2016.

Aprovado em maio de 2016.

REFERÊNCIAS

ABRAPP. ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES FECHADAS DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR. **Página eletrônica**. Brasil. Disponível em: <<http://www.abrapp.org.br>>. Acesso em: jun. 2014.

BACEN – BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Página eletrônica**. Brasil. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br>> Acesso em: 05 fev. 2013.

BECHT, M.; BOLTON, P.; ROELL, A. Corporate Governance and Control. **EGCI – Finance Working Paper**, Nº 02/2002, 2002.

BLACK, B.; JANG, H.; KIM, W. Does corporate governance affect firm value? Evidence from Korea. **Stanford Law School Working Paper**, 2003.

BM&FBOVESPA. BOLSA DE MERCADORIAS & FUTURO E BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO. **Página eletrônica**. Brasil. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br>>. Acesso em: maio. 2014.

CARVALHAL, A. **Governança Corporativa e Sucesso Empresarial**: Melhores Práticas para Aumentar o Valor da Firma. São Paulo: Saraiva, 2006.

_____. Governança Corporativa, Valor, Alavancagem e Política de Dividendos das Empresas Brasileiras. **Revista de Administração**, v. 39, n. 4, p. 348-361, 2004.

_____.; LEAL, R. Corporate governance index, firm valuation and performance in Brazil. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 3, p. 1-18. 2005.

_____.; _____. **Governança Corporativa**: Evidências Empíricas no Brasil. Coleção Coppead de Administração. São Paulo: Atlas, 2007.

CVM – COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Página eletrônica**. Brasil. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 07 de março de 2013.

DENIS, D., MCCONNELL, J. International corporate governance. **Journal of Financial and Quantitative Analysis** 38, 1 – 36, 2003.

FACCIO, M., LASFER, M. Do Occupational Pension Funds Monitor Companies in which they Hold Large Stakes? **Journal of Corporate Finance**, 2000.

FUNCEF – FUNDAÇÃO DOS ECONOMIÁRIOS FEDERAIS. **Página eletrônica**. Brasil. Disponível em: <<http://www.funcef.com.br>> Acesso em: dez. 2014.

FUNCESP–FUNDAÇÃO CESP. **Página eletrônica**. Brasil. Disponível em: <<http://www.prevcesp.com.br>>. Acesso em: maio. 2014.

GILLAN, S.; STARKS, L. Corporate governance, corporate ownership, and the role of institutional investors: a global perspective. **Journal of Applied Finance**, v. 13, n. 2, p. 4-22, 2003.

HIMMELBERG, C.; HUBBARD, R.; PALIA, D. Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance. **Journal of Financial Economics**, 53, 353–384, 1999.

JENSEN, M.; MECKLING, W. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and capital structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, p. 305-360, 1976.

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

KLAPPER, L.; LOVE, I. Corporate Governance, Investor Protection, and Performance in Emerging Markets, **Journal of Corporate Finance**, v. 10, p. 703-728, 2004.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. Corporate Ownership Around the World, **Journal of Finance**, v. 54, p. 471-518, 1999.

_____; _____. Investor Protection and Corporate Valuation, **Journal of Finance**, v. 57, p. 1147-1170, 2002.

MONKS, R. A.G.; MINOW, N. **Corporate governance**. Oxford: Blackwell, 2004.

OLIVEIRA, R.; LEAL, R.; ALMEIDA, V.; Large Pension Funds and the Corporate Governance Practices of Brazilian Companies. **Corporate Ownership of Control**, v. 9, Issue 2, Winter 2012.

PETROS – FUNDO DE PENSÃO DOS FUNCIONÁRIOS DA PETROBRÁS. **Página eletrônica**. Brasil. Disponível em: <<http://www.petros.com.br>>. Acesso em: maio. 2014.

PREVI – CAIXA DE PREVIDÊNCIA DOS FUNCIONÁRIOS DO BANCO DO BRASIL. **Página eletrônica**. Brasil. Disponível em: <<http://www.previ.com.br>>. Acesso em: maio. 2014.

PUNSUVO, F. R.; KAYO, K. E.; BARROS, L. O Ativismo dos Fundos de Pensão e a Qualidade da Governança Corporativa. **Revista de Contabilidade e Finanças**, v. 18, n. 45, p. 63-72, 2007.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Large shareholders and corporate control. **Journal of Political Economy**, v. 94, p. 461-488, 1986.

SILVEIRA, A.; PEROBELLI, F.; BARROS, L.. Governança Corporativa e os determinantes da estrutura de capital: evidências empíricas no Brasil. **Revista de Administração Contemporânea**, Curitiba, v. 12, n. 3, p. 763-788, 2008.

VALIA – FUNDAÇÃO VALE DO RIO DOCE DE SEGURIDADE SOCIAL. **Página eletrônica**. Brasil. Disponível em: <<http://www.valia.com.br>>. Acesso em: maio de 2014.

XAVIER, W.; MARCON, R.; LANA, J.; SILVA, A. **Fundos de Pensão, Ativismo e Governança Corporativa**. XXXVII Encontro da ANPAD.

WAHAL, S. Pension Fund Activism and Firm Performance. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 31, pp 1-23, 1996.