

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO COPPEAD DE ADMINISTRAÇÃO

BRUNO ELMÔR DUARTE
INVESTIDORES INSTITUCIONAIS RELACIONADOS A ENTES
PÚBLICOS E ATIVISMO

Rio de Janeiro
2019

Bruno Elmôr Duarte

**INVESTIDORES INSTITUCIONAIS RELACIONADOS A ENTES
PÚBLICOS E ATIVISMO**

Dissertação de mestrado submetida ao corpo docente do Instituto COPPEAD de Administração, da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como parte dos requisitos necessários à obtenção do título de Mestre em Administração.

Orientador: Prof. Ricardo Pereira
Câmara Leal, D.Sc.

Rio de Janeiro
2019

CIP - Catalogação na Publicação

D812i Duarte, Bruno Elmôr
Investidores Institucionais Relacionados a Entes
Públicos e Ativismo / Bruno Elmôr Duarte. -- Rio de
Janeiro, 2019.
68 f.

Orientador: Ricardo Pereira Câmara Leal.
Dissertação (mestrado) - Universidade Federal do
Rio de Janeiro, Instituto COPPEAD de Administração,
Programa de Pós-Graduação em Administração, 2019.

1. Finanças. 2. Governança Corporativa. 3.
Investidor Institucional. 4. Ativismo. I. Leal,
Ricardo Pereira Câmara, orient. II. Título.

Elaborado pelo Sistema de Geração Automática da UFRJ com os dados fornecidos
pelo(a) autor(a), sob a responsabilidade de Miguel Romeu Amorim Neto - CRB-7/6283.

Bruno Elmôr Duarte

INVESTIDORES INSTITUCIONAIS RELACIONADOS A ENTES PÚBLICOS E
ATIVISMO

Dissertação de mestrado submetida ao corpo docente do Instituto COPPEAD de Administração, da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como parte dos requisitos necessários à obtenção do título de Mestre em Administração.

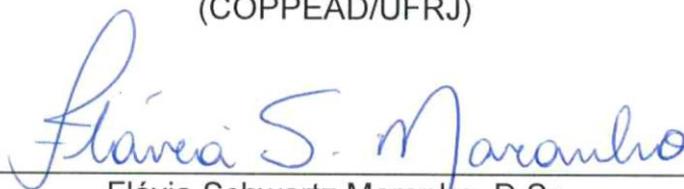
Aprovada por:



Ricardo Pereira Câmara Leal, D.Sc
(COPPEAD/UFRJ)



Victor Manoel Cunha de Almeida, D.Sc
(COPPEAD/UFRJ)



Flávia Schwartz Maranhão, D.Sc
(Centro Universitário Celso Lisboa)

RESUMO

DUARTE, Bruno Elmôr. **Investidores Institucionais Relacionados a Entes Públicos e Ativismo**. 2019. Dissertação (Mestrado em Administração) - Instituto COPPEAD de Administração, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2019.

A presente dissertação tem como objetivo identificar singularidades no ativismo de investidores institucionais relacionados a entes públicos. São objetos de análise os antecedentes ao ativismo, os meios empregados, as aparentes motivações e se os investidores obtiveram sucesso em seu ativismo. A análise se deu por meio de estudos de caso e foram escolhidas quatro companhias com características distintas de propriedade: JBS S.A.; Brasil Foods S.A.; CIA Energética de Minas Gerais (CEMIG) e Light S.A. A análise dos casos sugere a influência de antecedentes ao ativismo relacionadas à companhia investida presentes na literatura, como desempenho insatisfatório. Contudo, em contraste com a literatura, o ativismo foi recorrente mesmo nas companhias com controle definido, assim como não se pôde observar uma esperada relação de substituição entre ativismo e qualidade das práticas de governança corporativa (GC), uma vez que três das companhias investidas constavam no segmento de listagem com maiores exigências de GC. A concentração de propriedade influenciou nos meios utilizados. Enquanto nas companhias sem controle definido as ativistas obtiveram sucesso através de mecanismos de GC, nas companhias com controle definido houve resistência dos controladores, fazendo com que as ativistas recorressem à processos administrativos em agência reguladora ou ao Poder Judiciário. Nestes casos ficaram evidentes as deficiências do conjunto regulatório e os resultados foram mistos. Finalmente, o ativismo de investidores institucionais ligados a entes públicos não foi motivado exclusivamente por questões financeiras, o que eventualmente opôs seus interesses aos dos demais acionistas minoritários. Tanto os objetivos do ativismo quanto os obstáculos enfrentados pelas ativistas nas companhias com controle definido, característica comum no mercado brasileiro, podem justificar as dificuldades encontradas na literatura em se estabelecer uma relação entre o ativismo, qualidade das práticas de GC e desempenho.

Palavras-chave: governança corporativa, ativismo, investidor institucional.

ABSTRACT

DUARTE, Bruno Elmôr. **Investidores Institucionais Relacionados a Entes Públicos e Ativismo**. 2019. Dissertação (Mestrado em Administração) - Instituto COPPEAD de Administração, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2019.

This dissertation objective is to analyze the activism of institutional investors related to public entities in search of singularities regarding the activism of this particular type of investor. The presence of forecasted antecedents in the literature, the means employed, the apparent motivations and if the investors were successful in their activism were object of analysis. The aforementioned analysis was done through case studies of four companies with distinct ownership characteristics: JBS S.A.; Brasil Foods S.A.; CIA Energética de Minas Gerais (CEMIG) and Light S.A. The analysis suggests the influence of activism antecedents related to the invested company recurrent in the literature, such as unsatisfactory performance. However, in contrast with the literature, activism occurred even in companies with a controlling shareholder and there was no evident substitution relationship between activism and quality of corporate governance (CG) practices, since three of the studied companies were listed in the special segment with higher CG requirements. The ownership concentration influenced the means used in activism and its success. While in companies without a controlling shareholder, activists were successful through CG mechanisms, in companies with a controlling shareholder the activists found resistance of the controllers, leading them to resort to administrative processes in regulatory agencies or to the Judiciary. In these cases, the limitations of the regulatory environment were evident, and the results were mixed. Finally, the activism of institutional investors related to public entities was not motivated exclusively by financial matters, which eventually opposed their interests to those of other minority shareholders. Both the activism objectives and the obstacles faced by activists in companies with defined control, a common feature in the Brazilian market, can justify the difficulties found in the literature in establishing a relationship between activism, quality of CG practices and performance.

Key-words: corporate governance, activism, institutional investor.

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	7
2	REVISÃO DA LITERATURA	11
2.1	ATIVISMO DE ACIONISTAS: CARACTERIZAÇÃO E RAZÕES	11
2.2	RESULTADOS EMPÍRICOS DO ATIVISMO DE ACIONISTAS	17
2.3	INVESTIDORES INSTITUCIONAIS LIGADOS A ENTES PÚBLICOS	19
2.4	INVESTIDORES INSTITUCIONAIS LIGADOS A ENTES PÚBLICOS NO BRASIL	21
2.5	AMBIENTE REGULATÓRIO NO BRASIL	24
3	METODOLOGIA	27
3.1	SELEÇÃO DE CASOS E COLETA DE DADOS	28
3.2	LIMITAÇÕES	30
4	CASOS DE ATIVISMO	31
4.1	JBS S.A. E BNDESPar	31
4.2	BRASIL FOODS S.A., PETROS E PREVI	42
4.3	CEMIG E BNDESPAR	49
4.4	LIGHT S.A. E BNDESPAR	53
4.5	ANÁLISE TRANSVERSAL DOS CASOS	55
5	CONCLUSÃO E CONSIDERAÇÕES FINAIS	58
	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	61

1 INTRODUÇÃO

Ao passo que começam a se acumular as evidências na literatura internacional e brasileira quanto à influência das práticas de governança corporativa (GC) na criação de valor (SILVA e LEAL, 2005; AGGARWAL *et al.*, 2007; BLACK *et al.*, 2012; MARANHO e LEAL, 2018), o ativismo de acionistas continua sendo um tema controverso. O ativismo de acionistas pode ser definido como o conjunto de ações que pretendem influenciar as práticas e políticas da companhia investida (GORANOVA e RYAN, 2014). Apesar de ser considerado por alguns como um meio de promover melhores práticas de GC, melhor desempenho e proteger os acionistas ao lidar com os problemas de conflitos de agência, os resultados empíricos a respeito do ativismo não são conclusivos (GILLAN e STARKS, 2007; DENES *et al.*, 2017). Mesmo com mudanças recentes que incentivarão o ativismo, como uma estrutura de propriedade menos concentrada e a evolução na legislação e regras normativas, o Brasil não é exceção (PUNSUVO *et al.*, 2007; OLIVEIRA *et al.*, 2012; SONZA e GRANZOTTO, 2018).

O objetivo deste estudo é entender se existem diferenças no ativismo protagonizado por investidores institucionais relacionados a entes públicos com as evidências encontradas na literatura brasileira e internacional sobre o ativismo de investidores institucionais. Para alcançar esse objetivo foram feitas análises de casos de ativismo, seus antecedentes, motivações e resultados imediatos para seus promotores e companhias investidas, contribuindo para a crescente literatura nacional envolvendo o ativismo de investidores institucionais. Muitos investidores institucionais, como os grandes fundos de pensão patrocinados por empresas controladas pelo Estado, são entidades de direito privado, muitas vezes constituídas na forma de fundações sem fins lucrativos. Contudo, elas naturalmente são ligadas às empresas patrocinadoras que, indicam parte dos membros de seu conselho deliberativo e que, por sua vez, são controladas pelo Estado. É por isso que essas instituições são chamadas de investidores institucionais ligados a entes públicos.

A investigação se justifica porque, apesar de sua relevância e de alguns artigos que aprofundaram o conhecimento sobre o ativismo de acionistas no Brasil, ainda há controvérsia envolvendo o tema no âmbito nacional, como será

discutido a seguir, o número de campanhas ativistas ainda é baixo (VARGAS *et al.*, 2018) e não se conhecem bem os mecanismos empregados pelos ativistas, bem como seus efetivos resultados.

Os motivos que levam os investidores a adotarem uma postura ativista são questionados, sugerindo que os interesses dos investidores ativistas não estariam necessariamente alinhados com a criação de valor para a companhia investida e seus acionistas (ROMANO, 2001; OLIVEIRA *et al.*, 2012). Outros sugerem que os custos associados ao ativismo são superiores aos potenciais benefícios para seus promotores devido, dentre outros fatores, a limitações regulatórias (BLACK, 1998). A ausência de expertise necessária para um monitoramento eficaz também foi considerada como uma das razões para a aparente ineficácia do ativismo (GILLAN e STARKS, 2003). Finalmente, a dificuldade em se estabelecer uma relação entre ativismo e GC podem ser atribuídas às limitações dos métodos utilizados (GILLAN e STARKS, 2007; BECHT *et al.*, 2008).

O ativismo de investidores institucionais potencialmente resolveria alguns problemas de incentivo para monitorar as companhias investidas. Como, em geral, são detentores de maior participação nas companhias do que os investidores individuais, os potenciais benefícios gerados pelo ativismo poderiam superar seus custos com maior facilidade. Esses investidores teriam também, naturalmente, maior probabilidade de sucesso em seu ativismo (SHLEIFER e VISHNY, 1997). Por outro lado, os gestores dos fundos, inclusive das instituições públicas, estariam também suscetíveis a conflitos de interesse (WOIDKE, 2002; SILVEIRA, 2010). O baixo ativismo dos investidores institucionais no Brasil sugere que existem fatores, ainda não completamente explorados, que impedem uma maior participação ainda que os potenciais benefícios para os acionistas superem seus custos (VARGAS *et al.*, 2018; SONZA e GRANZOTTO, 2018).

O papel dos investidores institucionais ligados ao setor público, em especial os fundos de pensão patrocinados por instituições ou servidores públicos, foi amplamente estudado no mercado estadunidense por serem os precursores no ativismo institucional no país (GILLAN e STARKS, 2007), sendo o fundo de pensão dos servidores públicos da Califórnia (CalPERS) um exemplo muito conhecido. Embora, a princípio, a evidência indicasse uma relação positiva entre o ativismo desses investidores e a criação de valor para acionistas, os

métodos utilizados para se chegar aos resultados foram questionados, de modo que mesmo nesses casos não há um consenso de que o ativismo resultou em criação de valor (BECHT *et al.*, 2008). No Brasil, os maiores fundos de pensão patrocinados por empresas e instituições financeiras controladas pelo estado foram objeto de diversos estudos que não encontram evidências conclusivas de que sua presença como acionistas resultou em melhor prática de GC ou desempenho, embora não tenham estudado o ativismo diretamente (SILVEIRA e BARROS, 2008; OLIVEIRA *et al.*, 2012; SONZA e GRANZOTTO, 2018). Alguns pesquisadores encontram ainda correlação negativa entre a presença de investidores institucionais relacionados ao setor público e qualidades das práticas de GC (SILVEIRA, 2010; LIMA, 2013). Justifica-se, portanto, a limitação aos investidores institucionais ligados ao estado devido ao volume de recursos que controlam e o potencial conflito de interesses entre os propósitos de governos e os interesses dos acionistas das empresas investidas.

Especificamente esta investigação pretende analisar, por meio do estudo de casos envolvendo o ativismo de investidores institucionais relacionados ao estado: os antecedentes do ativismo; os meios empregados pelos investidores; os aspectos das práticas de GC ou da administração que os promotores das ações pretenderam mudar; e se os promotores alcançaram seus objetivos com essas ações. Os resultados serão comparados com as evidências sobre ativismo na literatura. Judge *et al.* (2010) e Goranova e Ryan (2014), em particular, serão usados como base conceitual uma vez que oferecem modelos com os antecedentes, ações e resultados esperados de ações ativistas. Se pretende ainda uma comparação com casos franceses, país desenvolvido em questões de GC e com tradição legal similar à do Brasil, que discutem a resistência local ao ativismo, como as pesquisas de Bessièrre *et al.* (2011) e Girard e Gates (2014).

A abordagem qualitativa empregada pelo presente estudo é importante por diversos motivos. Primeiro, pelas limitações impostas aos estudos quantitativos devido ao baixo número de campanhas ativistas no Brasil (VARGAS *et al.*, 2018), principalmente quando o objeto do estudo são grupos específicos de investidores institucionais. Maranhão e Leal (2018) exemplificam essa dificuldade ao buscar a relação entre a presença de diversos grupos de investidores institucionais com as práticas de GC por meio de modelos

econométricos, encontrando dificuldade em estabelecer uma relação estatisticamente significativa em determinados segmentos. Além disso, muitos estudos brasileiros têm como objeto de estudo, como será abordado na revisão de literatura, o impacto dos investidores institucionais nas companhias investidas ao longo do tempo, mas não o ativismo em si. Diante desta limitação e evidência, o estudo de narrativas justifica-se porque pode complementar estudos quantitativos e seus resultados, ajudando a elucidar aparentes contradições.

Espera-se que a principal contribuição deste estudo, diante das lacunas identificadas na literatura, seja a melhor compreensão das motivações, políticas, práticas e impactos do ativismo dos investidores institucionais ligados ao estado nas empresas investidas. Os possíveis resultados podem auxiliar pesquisas futuras sobre o ativismo no mercado brasileiro e, em último caso, contribuir para a melhor utilização dos recursos públicos e gerar benefícios não apenas para os promotores das ações, como aos acionistas minoritários e a sociedade em geral.

Foram estudados quatro casos envolvendo companhias com características distintas: JBS S.A.; Brasil Foods S.A.; e CIA Energética de Minas Gerais (CEMIG) e Light S.A. O exame dos casos de ativismo promovidos por investidores institucionais ligados ao estado nessas companhias permitiu identificar a presença recorrente dos antecedentes previstos na literatura brasileira e internacional, tal como o desempenho insatisfatório das companhias investidas (JUDGE *et al.*, 2010; GORANOVA e RYAN, 2014; VARGAS *et al.*, 2018). Foi possível observar, contudo, diferenças significativas quanto a determinados antecedentes previstos na literatura. Não se observou nos casos uma relação evidente de substituição entre qualidade das práticas de GC das companhias investidas e o ativismo (GILLAN e STARKS, 2007; VARGAS *et al.*, 2018). Três das quatro companhias investidas estavam listadas no Novo Mercado, segmento com melhores práticas de GC, o que reduziria a necessidade do ativismo como instrumento de proteção aos investidores (SHLEIFER e VISHNY, 1997). As companhias investidas foram, contudo, alvos de ativismo. Alternativamente, a presença desses casos sugere que a negociação nos segmentos especiais da bolsa não garante imunidade contra ações ativistas, particularmente quando o desempenho é insatisfatório.

Apesar de as evidências encontradas na literatura apontarem que as companhias com elevada concentração de capital são alvos menos frequentes

do ativismo de acionistas (JUDGE *et al.*, 2010; GORANOVA e RYAN, 2014), nos casos analisados se observa o ativismo dos investidores institucionais ligados ao estado mesmo em companhias com controle definido. A elevada concentração de propriedade, contudo, dificultou o ativismo por meio de mecanismos de GC internos à empresa, levando os ativistas a recorrerem a mecanismos externos, tais como normas e leis, com objetivo de defender seus interesses. Esses mecanismos, contudo, não se mostraram completamente capazes de proteger os interesses dos acionistas ao restringir a eficácia de seu ativismo e podem constituir uma das causas para que a presença de investidores institucionais relacionados ao estado não influencie a qualidade das práticas de GC ou o desempenho das companhias investidas (OLIVEIRA *et al.*, 2012; SONZA e GRANZOTTO, 2018).

Este estudo prossegue com uma revisão da literatura pertinente, uma discussão das limitações do método, a discussão dos casos analisados e as conclusões.

2 REVISÃO DA LITERATURA

2.1 ATIVISMO DE ACIONISTAS: CARACTERIZAÇÃO E RAZÕES

É compartilhada por alguns a crença de que o ativismo de acionistas poderia incentivar o monitoramento das empresas com propriedade dispersa, conseqüentemente melhorando suas práticas de GC e desempenho (BLACK, 1992; DENES *et al.*, 2017). Dentre essas ações ativistas, pode-se destacar como exemplos: cartas abertas e declarações públicas; reuniões com a diretoria da companhia ou CA; questionamentos em assembleias gerais de acionistas; o uso do direito ao voto; e processos administrativos em órgãos regulatórios ou ações no Poder Judiciário.

Pela categorização de Hirschman (1971), os acionistas teriam três alternativas quando insatisfeitos com o desempenho das companhias investidas: *voice*, *exit*, *loyalty*. Os acionistas ativistas seriam aqueles que buscam mudar o *status quo* por meio de suas ações (*voice*), sem a mudança no controle da companhia. Gillan e Starks (2007) lembram que, embora seja comum o

entendimento de que ativismo de acionistas se refere à busca por mudanças na gestão, o próprio ato de se desfazer das ações da companhia (*exit*) pode ser encarado como uma forma de ativismo ou protesto. Haveria nessa prática, também conhecida como “*The Wall Street Walk*”, evidência de efeito disciplinador e promotor de melhores práticas de GC. Finalmente, os acionistas podem assumir uma postura passiva e não manifestar insatisfação ou buscar aprimorar a gestão, independente das ações dos gestores ou controladores (*loyalty*).

De modo similar, Elyasiani e Jia (2010) buscam categorizar a atuação dos investidores institucionais como monitores, classificando sua postura frente à companhia investida como ativa, passiva ou alinhada com os controladores. Uma postura ativa de monitoramento de grandes investidores institucionais tenderia a resultar em um melhor desempenho, enquanto uma postura de monitoramento passiva não estaria relacionada com o desempenho das companhias investidas. Essas formas de atuação não seriam mutuamente excludentes, podendo os investidores adotar posturas ativistas diferentes dependendo das características da companhia investida ou mesmo assumir posturas diferentes em uma mesma empresa em situações distintas.

Um dos motivos que levariam os acionistas a adotar uma postura ativista é o potencial ganho financeiro ao se mitigar os problemas de conflitos de agência, resultantes da separação entre propriedade e controle nas companhias e possível não alinhamento de interesse entre acionistas e controladores (JENSEN e MECKLING, 1976). Desses potenciais conflitos podem resultar prejuízos significativos a outras partes interessadas, o que contribuiu para que o tema não fosse negligenciado na literatura. GC seria uma forma de incentivo ao alinhamento de interesses das partes e seu aprimoramento é objetivo frequente do ativismo de investidores.

Goranova e Ryan (2014) reveem a literatura e buscam entender de modo detalhado os antecedentes, o processo e os resultados do ativismo para os acionistas e companhias investidas. As autoras encontram evidência de que grandes companhias com propriedade dispersa e desempenho abaixo do esperado são alvos mais frequentes de ativismo. Características da instituição acionista, como a capacidade de arcar com os custos do ativismo, de conseguir apoio dos demais acionistas e seu papel social também influenciam na postura

como ativista, embora as autoras reconheçam que os antecedentes relacionados aos acionistas são menos explorados pela literatura do que os antecedentes relacionados às companhias investidas. Denes *et al.* (2017), também revisando a literatura, relatam resultados semelhantes quanto a companhias com desempenho insatisfatório serem alvos mais comuns de ativismo. Os autores apresentam ainda evidência de que companhias com fortes mecanismos de defesa contra aquisições hostis, tais como cláusulas que dificultam a aquisição (*poison pills*), são alvos mais frequentes de ativismo, reforçando o argumento de que o ativismo seria uma alternativa de disciplinar a administração da companhia investida quando são poucas as chances de uma mudança no seu controle.

Por sua vez, Judge *et al.* (2010) encontram evidência de que os antecedentes são dependentes das motivações para o ativismo, que se dividiriam em duas: motivações financeiras e motivações sociais. Essa divisão pode ser particularmente relevante para o estudo de investidores institucionais relacionados ao Estado, que poderiam ser mais propensos às motivações não financeiras. Os autores concluem que enquanto o ativismo motivado por questões financeiras não parece estar relacionado ao tamanho da companhia investida, o ativismo motivado por questões sociais é mais frequente em grandes empresas, que seriam mais sensíveis à pressão de partes interessadas. Outro exemplo é o desempenho financeiro como antecedente, que também apresenta diferença entre as duas motivações, sendo um desempenho abaixo das expectativas antecedente ao ativismo financeiro, enquanto o ativismo social tem como antecedente um bom desempenho. Os autores reconhecem também a possibilidade de um mesmo investidor institucional ter ambas as motivações, citando o caso da CalPERS. A amostra da pesquisa inclui o ativismo de investidores em seis países, incluindo aqueles com alta concentração de propriedade, que é uma característica do mercado brasileiro.

É importante destacar também os alvos mais frequentes de ativismo nas companhias investidas. Tradicionalmente, de acordo com Goranova e Ryan (2014), mecanismos de GC são alvos frequentes por potencialmente reduzir os custos de agência, mas as autoras reconhecem que o ativismo pode buscar impactos imediatos nos preços das ações por meio de influência em decisões gerenciais específicas nas companhias investidas. Essa forma de ativismo seria exercida com maior frequência pelos fundos de *hedge*. Crisóstomo e Gonzalez

(2006) buscam na literatura alvos específicos e recorrentes do ativismo: remuneração de executivos e conselheiros; substituição de executivos e conselheiros; revogação de proteções formais da direção contra possíveis operações de aquisição; mudança na estrutura do CA ou substituição parcial ou total de seus membros; grau de independência do CA; o grau de participação dos executivos na propriedade; formas de votação em assembleia; recusa a práticas potencialmente nocivas; autorização de voto; e propostas de caráter social.

Na literatura internacional e brasileira existem evidências de que o ativismo de investidores institucionais se tornou mais frequente. Gillan e Starks (2007) buscam entender a evolução do ativismo no mercado estadunidense comparando as propostas de acionistas entre um estudo anterior dos próprios autores, compreendendo o período 1987-1994, com um estudo similar da companhia de assessoria de votação em assembleias de acionistas (*proxy advisory firm*) Georgeson, que compreende o período 2001-2005. Dentre outros aspectos, fica evidente na comparação o aumento no número de propostas apresentadas por ano, uma diminuição significativa nas ações de ativismo movidas por indivíduos e um aumento no número de ações de investidores institucionais. Dentre esses, se encontram em posição de destaque os investidores institucionais relacionados ao Estado, em especial os fundos de pensão patrocinados por instituições públicas, embora sua participação tenha diminuído nos dois períodos comparados. As mudanças não se limitaram aos agentes promotores do ativismo e ao número de propostas apresentadas, mas se refletem também no apoio dos acionistas a essas propostas. De 8600 propostas de acionistas postas em votação entre 1973 e 2004, 10% conseguiram apoio majoritário, metade delas no período 2000-2004. Existem indícios, portanto, de aumento de ações de ativistas e apoio a essas ações no mercado estadunidense. Ainda segundo os autores, existem evidências na literatura de que o apoio às propostas depende de diversos fatores: o assunto de que trata a proposta; a identidade do patrocinador da proposta e a estrutura de GC. Foram observadas votações especialmente favoráveis quando os patrocinadores eram fundos relacionados ao setor público.

Em linha com os resultados sobre o mercado estadunidense, Vargas *et al.* (2018) constatam um aumento no número de campanhas de ativismo entre

2008 e 2012 no Brasil. Os autores destacam um aumento significativo nos pedidos para adoção de votos múltiplos para eleição de membros do CA e uma redução na proporção de propostas aprovadas por unanimidade nas assembleias de acionistas. O número de empresas que não registraram qualquer ação de ativistas caiu de 41 em 2008 para apenas 23 em 2012, enquanto as que registraram 3 eventos ou mais aumentaram de 46 para 55 nos respectivos períodos. A amostra consistiu em 195 empresas listadas em bolsa. Uma observação relevante é a de que as ações de ativistas foram menos comuns em empresas listadas em categorias especiais na bolsa ou que apresentavam melhores práticas de GC, sugerindo uma relação de substituição entre a qualidade de mecanismos de GC e incentivos ao ativismo.

Os investidores institucionais se destacam dentre os grupos de acionistas. Uma conjectura importante com relação a esses investidores, presente em nas pesquisas de Gillan e Starks (2003) e Aggarwal *et al.* (2011), seria sua capacidade de influenciar positivamente as práticas de GC das empresas nas quais investem ao votar e apresentar propostas em assembleias de acionistas, assumir posição nos CA e, de forma geral, atuar para promover práticas mais alinhadas com interesses de acionistas minoritários.

No Brasil, essa conjectura também é relevante, dada a representatividade desse grupo de investidores. Em 2013, cerca de metade das companhias negociadas em bolsa que correspondiam a 99% do valor de mercado apresentava um investidor institucional como acionista relevante, como são referidos acionistas que possuem 5% do capital votante ou 10% do capital total (OECD, 2013). Shleifer e Vishny (1997) consideram que os grandes investidores estariam em melhores condições para lidar com os problemas de agência uma vez que possuem interesse na maximização nos lucros e direitos de controle suficientes para fazer com que seus interesses sejam respeitados. Em consonância, Gillan e Starks (2003) ressaltam que, como todos os acionistas se beneficiam das ações de monitoramento quando apenas o autor da ação é responsável por seus custos, apenas grandes acionistas teriam incentivo financeiro para desempenhar o papel de monitores.

Ainda assim, o número de ações decorrentes do ativismo de investidores institucionais é, consistentemente, considerado baixo, como lembram Vargas *et al.* (2018). A constatação sugere a existência de outros fatores que influenciam

no ativismo dos investidores institucionais. Hamdani e Yafeh (2013), sobre a atuação de investidores institucionais em Israel, que possui características semelhantes ao mercado brasileiro quanto à concentração de propriedade, ressaltam que mesmo que tenham poder, os investidores institucionais não tendem a votar contra as propostas apresentadas pelos administradores da empresa. Os autores ressaltam que iniciativas regulatórias que não abordem o conflito de interesse não serão eficazes e que os interesses dos acionistas minoritários nem sempre serão preservados pelos grandes acionistas, que são melhor representados.

Tratar os investidores institucionais como um grupo homogêneo pode colaborar para a aparente contradição. Goranova e Ryan (2014) concluem, em análise da literatura sobre o impacto da presença de investidores institucionais nas práticas de GC e desempenho, que esse grupo de investidores possuem características diversas e não deve ser tratado como um grupo homogêneo. Os fundos de pensão, ponderam Gillan e Starks (1998), seriam por suas características mais propensos ao ativismo. Woidke (2002) encontra resultados diferentes quanto à criação de valor pela presença de fundos de pensão ligados ao setor público, negativamente correlacionados, e privados, positivamente correlacionados. Useem *et al.* (1993) buscam associar características dos investidores institucionais a seu comportamento como ativista. Em uma pesquisa com os 40 maiores fundos de pensão, 40 maiores fundos de investimento e 20 maiores fundações sem fins lucrativos, os autores encontraram que as instituições diferem consideravelmente em seu ativismo. Essa diferença não estava presente apenas entre instituições de diferentes tipos, mesmo dentro de um mesmo grupo os autores encontraram diferenças consideráveis.

Fatores externos às companhias investidas e acionistas também podem influenciar significativamente no ativismo de acionistas. Aggarwal *et al.* (2007) lembram que mecanismos de GC em nível corporativo e nacionais podem atuar como substitutos uns dos outros e que práticas internas de GC seriam ainda mais importantes em países com normas e legislação mais brandas quanto à proteção dos acionistas. Black *et al.* (2010) apontam que há evidência de que a GC é especialmente importante em países com proteção limitada aos investidores. Quanto aos mecanismos de proteção em níveis nacionais, Black *et al.* (2012) lembram que o Brasil, no início dos anos 2000, era tido como país com

práticas de GC insuficientes e que exemplos de expropriação de acionistas minoritários pelos acionistas controladores eram relativamente comuns. Contudo, os mecanismos de GC estão em constante transformação. Os autores notam que as organizações apresentaram melhora significativa nas práticas de GC entre os anos 2004 e 2009.

Leal, Carvalho e Iervolino (2015) analisam o Índice de Práticas de Governança Corporativa (IPGC) de empresas negociadas em bolsa entre 2004 e 2013 e concluem que apesar de uma evolução evidente ao longo do período analisado, a média era de apenas 5,8 (de um total de 10 pontos) em 2013, o que indica que há espaço para melhoras. Esses resultados estão em linha com o relatório anual *Doing Business* de 2019 do World Bank com relação a proteção dos acionistas minoritários e informação disponibilizadas pelas companhias. Apesar de consistentemente melhor do que a média da América Latina, o Brasil ainda tem uma pontuação de 5 (de um total de 10 pontos) em transparência e 7,0 (de um total de 10 pontos) em direitos de acionistas (WORLD BANK, 2019).

A literatura indica benefícios esperados de um monitoramento eficaz e permite concluir que existem diversos fatores que influenciam no ativismo de investidores institucionais. Uma consequência dessa conclusão é que não se pode tratar os investidores institucionais como um grupo homogêneo (GORANOVA e RYAN, 2014). Fica evidente, também, que algumas dessas características estão presentes nos investidores institucionais ligados ao setor público, como fundos de pensão. Os resultados empíricos, no entanto, não sustentam a hipótese de efeitos positivos de seu possível monitoramento (SILVEIRA 2010; OLIVEIRA *et al.*, 2012; SONZA e GRANZOTTO, 2018). Essa contradição leva a uma série de ponderações, mas ainda não há uma explicação conclusiva para o fenômeno observado.

2.2 RESULTADOS EMPÍRICOS DO ATIVISMO DE ACIONISTAS

Aggarwal *et al.* (2011) separam a literatura sobre GC em dois grupos: o primeiro grupo seria formado pelos estudos que buscam evidências sobre o impacto das práticas de GC no valor das empresas; o segundo busca entender o impacto dos acionistas nas práticas de GC. Quanto ao primeiro grupo, a

revisão da literatura de Becht *et al.* (2005) apresenta evidências de que há uma relação positiva entre a qualidade das práticas de GC e valor das empresas em geral. Pesquisas sobre o mercado brasileiro estão em linha com estes resultados. Silva e Leal (2005) investigaram a relação entre GC e valor das empresas no Brasil e encontram uma correlação positiva significativa entre GC, medida por um índice de práticas criado pelos autores, e o valor das empresas, o que sugere que melhorias na GC trazem retorno financeiro.

Uma hipótese, portanto, seria a de que se o ativismo contribui para o aprimoramento da GC ele talvez também crie valor para os acionistas. No entanto, ainda restam dúvidas quanto à efetividade do ativismo de acionistas como meio para criação de valor nas empresas mesmo quando as ações de ativismo alcançam seu objetivo. Poucas pesquisas empíricas encontram evidência de que há essa relação. Becht *et al.* (2005) e Gillan e Starks (2007) concluem que o impacto do ativismo de acionistas nas práticas de GC e desempenho das companhias é pouco importante. Devido à aparente contradição, alguns estudiosos buscam entender as razões de poucas pesquisas conseguirem encontrar evidências de uma relação economicamente significativa entre ativismo de acionistas, GC, desempenho e valor. Ademais, há divergências quanto às razões para os resultados.

Lipton e Rosenblum (1991) sugerem que os ativistas não possuem, necessariamente, conhecimento e habilidades suficientes para opinar e monitorar a gestão das companhias de modo eficaz. Forjan (1999) conclui que o mercado é sensível à relação entre diretores e ativistas e que os diretores gastam tempo e recursos se protegendo, o que seria prejudicial à empresa. Black (1998), por sua vez, conclui que investidores institucionais gastam mais do que o necessário com ativismo, uma vez que o potencial para promover mudanças nas empresas é limitado por uma série de fatores como regulação e legislação. Romano (1993 e 2001) argumenta que o ativismo têm impacto limitado por possuir como objetivos que não necessariamente criam valor. A autora também aponta como possível causa o fato de os fundos de investimento estarem suscetíveis a conflitos de interesse e lembra também que os fundos de pensão, especialmente os ligados a entes públicos, estão sob influência de agentes políticos, e seus interesses podem divergir daqueles dos seus beneficiários.

Existem na literatura diversas ponderações sobre possíveis razões para o fato de grande parte dos estudos não encontrar evidência de que a presença de investidores institucionais implica em melhores práticas de GC e desempenho. Não há, contudo, consenso nesse sentido. O estudo de narrativas para investigar o ativismo dos investidores institucionais ligados a entes públicos permite identificar a presença de algumas dessas justificativas, assim como explorar outras ainda não consideradas.

2.3 INVESTIDORES INSTITUCIONAIS LIGADOS A ENTES PÚBLICOS

Os investidores institucionais ligados a entes públicos, em especial os fundos de pensão patrocinados por instituições controladas pelo Estado, estão entre as instituições que mais exercem o ativismo, como visto anteriormente. Gillan e Starks (2007) atribuem aos fundos de pensão patrocinados por instituições públicas o protagonismo do ativismo de investidores institucionais no mercado estadunidense, que até a década de 80 dominado por investidores individuais. Estes fundos de pensão submetiam propostas como acionistas, pressionavam a gestão da empresa “por trás dos panos” e usavam a imprensa para pressionar as companhias que apresentavam resultado insatisfatório. O começo do ativismo de investidores institucionais se deu com a formação do *Council of Institutional Investors* (CII) em 1985. A princípio, como conselho para defender os direitos dos beneficiários dos fundos de previdência dos servidores públicos do estado da Califórnia (CalPERS) e dos professores (CalSTRS), o CII permanece ativo e atende a mais de 140 fundos. Devido à relevância dos investidores institucionais ligados a entes públicos desde então, em especial os fundos de pensão patrocinados por instituições públicas, muitos estudos buscaram entender as consequências de seu ativismo.

Gillan e Starks (2007) revisam diversos estudos sobre as empresas alvo de ativismo da CalPERS. Alguns pesquisadores encontram que as companhias que foram alvos de ativismo pela CalPERS passaram de retornos abaixo da média nos cinco anos anteriores a retornos consideravelmente acima da média do S&P500 nos cinco anos posteriores (NESBITT, 1994) e que as companhias

investidas que aceitaram suas demandas ofereceram maiores retornos aos acionistas do que aquelas que resistiram (SMITH, 1996; HUSON, 1998).

Os resultados, contudo, foram questionados por Nelson (2006). Segundo o autor, os estudos envolvendo o ativismo da CalPERS usaram parâmetros enviesados, intervalos muito longos e não excluem eventos que podem ter contaminado o resultado. Depois de levados em consideração esses fatores, o autor encontra que os resultados anteriores a 1994 são positivos, mas não há evidência do mesmo para o período posterior. Os resultados para o ativismo de outros fundos participantes do CII também são ambíguos. Opler e Sokobin (1998) encontram evidências de que o ativismo resultou em um aumento no preço das ações, mas Song e Szewczyk (2003) não.

Os resultados empíricos quanto a outros fundos de pensão ligados a entes públicos também são inconclusivos. Wahal (1994) analisou a eficácia do ativismo de 9 fundos de pensão dos EUA entre 1987 e 1993 e não encontrou evidências de melhoria no desempenho das ações no longo prazo. Prevost e Rao (2000) encontram forte impacto negativo do ativismo de fundos de pensão públicos nas empresas. Del Guercio e Hawkins (1998) encontram que propostas de acionistas movidas por fundos de pensão públicos estão relacionadas a mudanças na GC e práticas da empresa, mas não com o desempenho das ações.

Woidke (2002) examina as diferenças resultantes da presença dos fundos de pensão públicos e privados no valor das companhias investidas. Os resultados indicam que a presença dos fundos de pensão privados teve efeito positivo no valor das companhias, o que sugeriria um monitoramento eficiente devido ao alinhamento de interesse entre gestores do fundo, remunerados pelo seu desempenho, e demais acionistas. A presença de fundos de pensão públicos ativistas, por sua vez, resultou em perda de valor às companhias investidas, o que sugere, segundo a autora, motivações possivelmente alheias à criação de valor no ativismo promovidos pelos gestores.

De fato, Shleifer e Vishny (1997) já haviam feito ponderação nesse sentido sobre os investidores institucionais ligados a entes públicos. Para os autores, apesar do seu interesse no bem-estar social potencialmente proporcionar melhores condições para exercer mais ativamente o papel de monitor, a limitação dos gestores e controladores dos fundos ligados a entes públicos para auferir a riqueza gerada poderia fazer com que esses gestores buscassem

outras formas de recompensa. Um exemplo seria a utilização das instituições públicas com fins políticos, beneficiando determinado grupo de poder.

2.4 INVESTIDORES INSTITUCIONAIS LIGADOS A ENTES PÚBLICOS NO BRASIL

No Brasil, também é relevante a presença de investidores institucionais ligados a entes públicos. Dentre eles se destacam os fundos de pensão, uma vez que os três maiores são patrocinados por companhias que têm como controlador o Estado brasileiro: Petros (patrocinado pela Petrobrás); Previ (patrocinado pelo Banco do Brasil); e Funcef (patrocinado pela Caixa Econômica Federal). De acordo com a Associação Brasileira de Entidades Fechadas de Previdência Complementar (ABRAPP, 2018), em 2017 os fundos de pensão patrocinados por companhias controladas pelo Estado possuíam cerca de 60% do total de investimentos nos fundos de pensão brasileiros, sendo mais da metade atribuídos aos três maiores fundos de pensão. Lustosa e Leal (2004) e Crisóstomo e Gonzáles (2006) afirmam que os fundos de pensão brasileiros passaram a adotar práticas que encorajam o ativismo, como participação nas assembleias, exercício do direito a voto e supervisão mais próxima da gestão.

Oliveira *et al.* (2012), contudo, não encontram evidência de que a presença dos grandes fundos de pensão brasileiros, em especial a Petros e Previ, como acionistas relevantes (mais do que 5% das ações ordinárias) está associada à qualidade das práticas de GC das companhias investidas nos anos de 1998, 2000 e 2002. Esse resultado sugere que esses fundos não teriam adotado uma postura ativa para melhorar as práticas de GC, que esse ativismo não foi eficaz ou que não tinham o aprimoramento das práticas de GC como objetivo. Os autores concluem ainda que esses investidores institucionais não parecem levar em conta a composição do CA e seus processos, que potencialmente mitigariam os problemas de agência, ao escolher empresas para investir. Esse último resultado contrasta parcialmente com Silva, Tsai e Gutierrez (2011) que alegam que os fundos de pensão brasileiros tendem a investir em empresas que já apresentem melhores práticas de GC, mas a presença deles não melhora tais práticas nas empresas investidas.

Alguns estudos encontraram relação negativa entre a participação acionária dos fundos de pensão e a qualidade das práticas de GC. Punsuvo et al. (2007) analisaram uma amostra de 110 empresas negociadas na bolsa em 2004 e encontram relação negativa quanto à presença de fundos de pensão e à pontuação em um índice de GC, embora não façam a distinção entre fundos patrocinados por entes públicos ou privados. Um justificativa possível para o resultado seria a de que a presença dos fundos de pensão substituiria a necessidade de boas práticas de GC em um mercado de participações acionárias concentradas como o Brasil. Lima (2013) analisa os cinco maiores fundos de pensão brasileiros considerando a participação indireta e participações menores do que os 5% nas quais os fundos detinham assento no CA ou conselho fiscal (CF) em 2005, 2008 e 2011. Como resultado, encontra também uma correlação negativa entre sua presença e qualidade da GC.

Sonza e Granzotto (2018) investigam se os fundos de pensão são bons monitores. Com relação aos fundos de pensão patrocinados por empresas controladas pelo Estado, os autores encontram evidência de que sua presença nas companhias está relacionada a retornos positivos no valor de mercado, mas não ao desempenho financeiro. De acordo com os autores, uma possível explicação é a de que investidores atribuem a presença desses fundos uma melhora do desempenho, mesmo que não existam evidências concretas para tanto.

As pesquisas sobre investidores institucionais ligados a entes públicos não se limitam aos fundos de pensão. O BNDES, por meio de seu braço de gestão de participações BNDESPar, é um investidor institucional público de grande relevância no mercado brasileiro e poderia ser, por seu tamanho e influência, um promotor de melhores práticas de GC. Gillan e Starks (2003) fazem uma consideração sobre grandes acionistas que também são instituições de crédito, tal como os bancos. De acordo com os autores, essas instituições estariam em posição única como monitores porque teriam acesso a melhores informações do que outros acionistas. Os autores, no entanto, ressaltam que se deve ter cuidado ao se tratar de diferentes países, uma vez que o ambiente regulatório pode influenciar no papel que essas instituições desempenham como proprietários. Em alguns países não é permitido que essas instituições sejam simultaneamente acionistas e credores. Não é esse o caso do Brasil, em que

instituições financeiras podem ser acionistas e credores de empresas concomitantemente.

Silveira (2010) analisa os maiores empréstimos e participações do BNDES em 2009 com intuito de entender o impacto de sua presença nas práticas de GC das empresas investidas. Segundo o autor, apesar de, teoricamente, pelo volume de recursos controlados, o banco poder ser um agente promotor de boas práticas de GC, é possível que atue de forma contrária. Isso aconteceria se o banco suprisse a necessidade de recursos das empresas com baixo custo, sem exigência quanto à GC, desestimulando as empresas a buscarem melhores práticas de GC para captarem recursos a custos mais baixos. De fato, assim como os fundos de pensão, a instituição não parece ter desempenhado esse papel nas empresas investidas (Silveira, 2011). O autor conclui que a GC não parece ser um fator decisivo, uma vez que as empresas agraciadas não estão entre as que apresentam melhores práticas de GC. Além disso, segundo o autor, os empréstimos não pareciam estar condicionados a nenhuma melhora nesse sentido. Silveira (2011) apresentou evidência que ambos, fundos de pensão e o BNDES, estão associados a piores práticas de GC quando são acionistas relevantes.

Lazzarini *et al.* (2011) investigam os empréstimos e participações acionárias do BNDES e concluem que a presença do banco não implica em um melhor desempenho operacional. Os autores também concluem que companhias que possuem conexões políticas (medida por doações à companhias eleitorais de políticos que venceram eleições) recebem mais recursos do BNDES, embora a participação nessas companhias não tenha necessariamente sido prejudicial ao banco.

Alguns casos envolvendo investidores institucionais ligados a entes públicos podem ajudar a ilustrar alguns problemas decorrentes do conflito de agência. Com relação aos fundos de pensão, Leal (2015) lembra que a CVM multou os três fundos de pensão citados anteriormente (Previ, Funcef e Petros) por votarem em candidatos ao CA como representantes dos acionistas minoritários da Petrobras. O BNDES e a BNDESPar também foram multadas pela CVM por procedimento semelhante. A CVM justificou que eles não poderiam ser considerados minoritários independentes uma vez que ambos, empresa e investidor, possuem laços estreitos com o governo. Carvalho (2014),

ao estudar as concessões de empréstimos pelo BNDES, encontra evidência de que o banco privilegia regiões e empresas que mais geram empregos nos anos eleitorais. Essa evidência sustenta os argumentos de Shleifer e Vishny (1997) quanto aos riscos do Estado como controlador.

Os resultados não indicam evidências de que a presença de fundos de pensão ligados a entes públicos influencie positivamente as práticas de GC ou criação de valor, em linha com boa parte da literatura internacional. É importante ressaltar que parte considerável dos estudos revisados não tratam diretamente do ativismo de investidores institucionais ligados a entes públicos, mas investigam se a participação desses investidores nas empresas impacta de alguma maneira a qualidade das práticas de GC ou seu desempenho. Embora seja possível encontrar indícios de que não há uma postura ativista a partir dos resultados, não é possível afirmar que é o caso, uma vez que esse não é o objetivo dos estudos. Essa constatação justifica também o presente estudo, que pode complementar os descritos anteriormente ao sugerir possíveis razões para a aparente contradição entre as hipóteses propostas e os resultados encontrados.

2.5 AMBIENTE REGULATÓRIO NO BRASIL

A tradição jurídica e o conjunto regulatório nacional são determinantes na proteção aos investidores (LA PORTA *et al.*, 1998). Antes tido como um país que dispunha de limitados mecanismos institucionais de proteção ao investidor, hoje são reconhecidos no Brasil avanços significativos na qualidade das práticas de GC (BLACK *et al.*, 2012). Algumas dessas mudanças são as atualizações de normas da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e a criação dos segmentos especiais de listagem na bolsa de valores (LEAL e MARANHO, 2017). Essas mudanças proporcionaram melhores meios aos acionistas de se informar e expressar sua insatisfação com os controladores das empresas, fazendo valer sua voz e, possivelmente, estimulando o ativismo de investidores institucionais.

O ambiente regulatório brasileiro permite aos acionistas ativistas diversos meios para suas ações frente aos controladores. Os processos administrativos ocorrem por meio da CVM, enquanto nas esferas cível e penal a

responsabilidade é atribuída ao poder judiciário. Na esfera cível e penal, a lei que dispõe sobre os direitos dos acionistas é a Lei das Sociedades por Ações (LSA) (TOMAZELLA, 2011). Dentre as diversas alterações, essa atualização reduziu os limites para emissão de ações sem direito a voto para metade do total das ações das empresas contra o limite anterior de dois terços. Sendo o direito ao voto um dos principais mecanismos de GC, pelo qual o ativismo de acionistas pode se manifestar (GILLAN e STARKS, 2007; ROBERT, 2014), essa alteração legal pode ser entendida como um incentivo à maior participação dos acionistas nas companhias investidas.

Além de potencialmente estimular a participação, a lei também ampliou os direitos dos acionistas ao estabelecer o direito de eleger e dispensar membros do CA por meio dos votos múltiplos (ROBERT, 2014). Outra questão importante foi a introdução de normas estabelecendo a publicação de informações sobre a empresa antes da assembleia de acionistas (LEAL e MARANHO, 2016). Persistem, contudo, barreiras ao ativismo, como a exigência de 5% das ações com direito a voto para requerer convocação de Assembleia Geral Extraordinária (AGE). A participação exigida pode ser maior, dependendo do objetivo do ativismo. Para eleger e destituir um conselheiro de administração e o respectivo suplente em votação em separado na assembleia geral, se exige 10% do capital social (ROBERT, 2014). Essas regras podem ser particularmente prejudiciais ao ativismo de acionistas minoritários, e reforçam a importância dos grandes investidores e investidores institucionais no monitoramento das empresas.

A Lei número 13.303/16, conhecida como Lei das Estatais, configurou avanço regulatório recente quanto às práticas de GC em empresas públicas ou de controle estatal (SILVA, 2018). Aprovada em 2016, essa lei estabelece normas mais rígidas para indicações à direção, CA e CF dessas empresas. Com intuito de preservar a independência dos conselhos, a lei impede a indicação de pessoas que tenham atuado nos últimos 36 meses em estrutura decisória de partido político ou em campanhas eleitorais. A lei também estabelece tempo mínimo de experiência relacionada ao setor da companhia em que o indicado pretende desempenhar a função.

Os processos administrativos no mercado de capitais brasileiro são de responsabilidade da CVM, autarquia vinculada ao Ministério da Fazenda, que define como seus objetivos fiscalizar, normatizar, disciplinar e desenvolver o

mercado de valores mobiliários no Brasil. Ao ativismo de acionistas, são particularmente relevantes as instruções 480 e 481 da CVM, ambas de 2009 (LEAL e MARANHO, 2017). A instrução CVM 480 reestruturou e expandiu as informações e a forma em que empresas de capital aberto devem divulgá-las com a criação do formulário de referência. Dentre as novas exigências estão a divulgação da remuneração (máxima, mínima e média) do CA, da composição do CA e CF, políticas para negociação de ações, dentre outras. O acesso a melhores informações possibilitam aos acionistas um monitoramento mais eficaz. Como é alvo frequente de acionistas ativistas, a divulgação da remuneração e sua composição poderia estimular o ativismo (CRISÓSTOMO e GONZALES, 2006).

Houve resistência de alguns grupos quanto à divulgação da remuneração dos membros do CA sob alegação de que haveria risco à segurança. Muitos deixaram de divulgar essa informação em função de uma decisão judicial liminar obtida por uma instituição de classe até o julgamento final do mérito (LEAL e MARANHO, 2017). Essa liminar foi derrubada recentemente. Finalmente, a instrução CVM 481 regulou aspectos das assembleias de acionistas como o voto à distância e solicitações de procurações para voto. Seu objetivo foi reduzir custos e incentivar a participação de acionistas nas assembleias por meio da diminuição de exigências burocráticas. A instrução CVM 481 foi seguida por várias instruções que a modificaram, em particular a instrução CVM 594 de 20 de dezembro de 2017.

Como Black *et al.* (2012) e Leal *et al.* (2015) destacaram, os segmentos especiais de listagem da bolsa parecem ter incentivado o desenvolvimento de melhores práticas de GC e o ativismo de acionistas. Em dezembro de 2000, foram criados três segmentos especiais na bolsa de valores: Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado. Para que as empresas sejam listadas nestes segmentos, é preciso que adotem práticas de GC adicionais às exigidas pela LSA e CVM. Leal e Maranhão (2017) entendem a criação desses segmentos como um esforço da iniciativa privada com objetivo de melhorar a credibilidade das empresas listadas e evitar perdas de receita com as negociações devido à migração de empresas ao mercado estadunidense através de ADRs. Sejam os mecanismos de GC ao nível das empresas ou nacional, existem limitações quanto à proteção que oferecem aos acionistas e não é sempre que cumprem a função que se espera.

Mesmo empresas listadas no Novo Mercado estão suscetíveis a problemas de GC que podem gerar prejuízos aos acionistas e demais partes interessadas. Nesses casos, apontam Gillan e Starks (2007), se torna ainda mais relevante o ativismo dos investidores.

Além de reconhecido avanço nas práticas de GC, as mudanças regulatórias incentivariam o ativismo de investidores. Apesar dos avanços, a literatura internacional sugere que o ambiente regulatório impõe também restrições ao ativismo, limitando sua eficiência, que influenciam seus antecedentes (BLACK, 1998; JUDGE *et al.*, 2010). É relevante entender, portanto, de que formas as normas e legislação influenciam o ativismo de investidores institucionais públicos. O estudo de narrativas permite explorar detalhadamente esse aspecto do ativismo.

3 METODOLOGIA

Há o reconhecimento de que o número de campanhas de ativismo ainda é modesto no Brasil (VARGAS *et al.*, 2018), o que impõe limitações a uma análise quantitativa do ativismo de acionistas no mercado brasileiro, especialmente se a pretensão é analisar tipos específicos de investidores, como neste estudo. Maranhão e Leal (2018) buscam a relação entre a presença de diversos grupos de investidores institucionais com as práticas de GC por meio de modelos econométricos, mas encontra dificuldade em estabelecer uma relação estatisticamente significativa em determinados segmentos. Diante desta limitação e evidência, o estudo de narrativas justifica-se porque pode complementar estudos quantitativos e seus resultados, ajudando a elucidar aparentes contradições. A análise de casos permite ainda uma comparação com estudos semelhantes, nacionais e internacionais.

Especificamente, no presente estudo optou-se pela utilização do estudo de caso múltiplos (YIN, 2015) como método, de modo que pudessem ser exploradas companhias investidas e investidoras com diferentes características e foram tomadas como unidade de análise a companhia investida, uma vez que uma mesma companhia investida foi alvo de diversas ações ativistas que, por sua vez, possuíam motivações distintas. Em cada um dos casos foram

escolhidas como categorias de análise, de forma cronológica, os antecedentes ao ativismo presentes, as motivações aparentes do ativismo e se as acionistas obtiveram sucesso em seu ativismo.

3.1 SELEÇÃO DE CASOS E COLETA DE DADOS

Foram selecionados quatro casos envolvendo o ativismo de investidores institucionais ligados a entes públicos em que havia informações suficientes para explorar determinados aspectos do ativismo desses investidores no Brasil. Os casos foram escolhidos após pesquisas em periódicos especializados em negócios, em especial o jornal Valor Econômico, consulta a documentos jurídicos arquivados no sítio virtual da CVM, assim como das atas de assembleias e reuniões do CA publicados pelas companhias. Após a seleção do casos e levantamento dos dados foi usado o método de estudo de caso para explorar e relacionar os casos entre si e com a teoria e a evidência sobre o tema.

Os casos estudados foram escolhidos por suas características distintas, o que possibilita explorar diferentes aspectos do ativismo de investidores institucionais ligados a entes públicos, tal como companhias de controle estatal ou com acionistas ligados a entes públicos pertencentes ao bloco controlador (Cemig-Light), familiar (JBS) e sem controle definido (BRF). O primeiro caso trata do ativismo da BNDESPar na companhia JBS S.A. O caso foi considerado relevante devido à concentração da propriedade, com controladores pertencentes a uma mesma família, característica comum no mercado brasileiro. Esse caso contrasta com o segundo, que trata do ativismo de um grupo de investidores institucionais relacionados a entes públicos na BRF S.A., companhia sem controle definido. Além disso, o caso da BRF conta com ativismo de dois investidores institucionais ligados a entes públicos em uma mesma companhia, permitindo o estudo de eventuais diferenças na política de ativismo desse grupo de acionistas. Finalmente, o últimos casos tratam do ativismo da BNDESPar nas companhias CEMIG S.A. e Light S.A., escolhidas por permitir uma análise do ativismo quando ambos, acionista e controladores da companhia investida, são instituições ligadas ao Estado. Além disso, o caso mostra aplicação da Lei das Estatais, legislação recente que pode ter impacto significativo na GC. Os casos também diferem no propósito do ativismo,

permitindo entender melhor tanto o ativismo que busca aprimorar práticas de GC quanto os que buscam influência direta nas decisões da companhia investida.

Os casos foram selecionados após pesquisa prévia nas fontes já citadas acima e cada uma delas cumpre um propósito específico. Os periódicos especializados permitiram a prospecção de diversos casos de ativismo, que depois foram submetidos a análises de documentos formais gerados pelos casos narrados. Como mencionado na revisão bibliográfica, muitos casos não se tornam públicos. Da mesma forma, muitos casos de ativismo não são documentados publicamente quando as partes chegam a um acordo sem a necessidade de levar as propostas a assembleias, abrir processos administrativos ou judiciais. A importância dos periódicos é justamente permitir uma análise, ainda que parcial, do ativismo que não segue um processo formal, mas que podem ter algum impacto na estratégia, práticas administrativas e mecanismos de GC. Além disso, as notícias não seguem os formatos específicos obrigatórios aos processos formais, permitindo uma análise qualitativa exploratória importante para os casos de ativismo.

A análise do ativismo de investidores institucionais passa necessariamente pelas atas das assembleias gerais, uma vez que se trata da instância última decisória de uma companhia de capital aberto e dentre suas atribuições estão a eleição do CA e remuneração de seus membros e da diretoria, objetos recorrentes do ativismo. Através das atas das reuniões, são tornadas públicas suas deliberações, incluindo a identidade dos acionistas relevantes e como cada um deles se posicionou nos assuntos deliberados. As discussões em torno dos assuntos a serem postos em votação são deliberadas antes nos CA, sendo expostas de modo mais detalhado as justificativas para determinadas posições em relação aos assuntos em votação, permitindo melhor análise das razões dos investidores institucionais ligados a entes públicos de se engajarem em favor de determinadas mudanças nas empresas investidas. As assembleias gerais ordinárias (AGO) ocorrem anualmente e, em geral, tratam dos resultados, distribuição do lucro, aprovação de contas e eleição de membros dos conselhos e administradores. As assembleias gerais extraordinárias (AGE) são potencialmente mais interessantes como instrumentos de ativismo, pois são convocadas para tratar de assuntos específicos e podem ser requisitadas pelos

acionistas se alcançados os limites mínimos de propriedade previstos na legislação.

Os processos administrativos abertos na CVM, contudo, não estão sujeitos a essa limitação, fazendo com que sejam um importante mecanismo de defesa dos acionistas e pelo qual o ativismo pode se desenvolver mais facilmente. Os processos administrativos normalmente são abertos quando esgotadas as instâncias decisórias nas empresas investidas, que terminam com as assembleias. É importante ressaltar que não há a necessidade de reclamações externas para instauração dos processos. As áreas técnicas da CVM, a partir de investigação que identifica possíveis irregularidades, têm competência para desempenhar essa função. Esses processos podem resultar em uma acusação que exige a manifestação do Ministério Público Federal (MPF) vinculado à CVM e são julgados pelo colegiado da CVM. Os documentos referentes à abertura do processo e decisão do colegiados são publicados pela CVM em sua página virtual.

Finalmente, os Comunicados ao Mercado das companhias investidas alvos do ativismo também foram consultados, dentre eles os Fatos Relevantes. Esses comunicados permitem a análise da percepção da companhia sobre as ações.

3.2 LIMITAÇÕES

O método utilizado não permite, nem esse estudo pretende, generalizações estatísticas a partir da análise das narrativas envolvendo o ativismo institucional de investidores institucionais públicos, mas apenas generalizações analíticas (YIN, 2015). Como se pode constatar pelas evidências na literatura, o ativismo de investidores é dependente de uma série de características das companhias investidas e acionistas. Além disso, fatores ambientais são relevantes, de modo que a análise se limita às narrativas selecionadas.

Mesmo nessas narrativas, não se pretende uma análise detalhada das consequências do ativismo no valor das companhias investidas devido às dificuldades, analisadas na revisão da literatura, em se estabelecer uma relação

de causalidade entre ativismo, práticas de GC e desempenho das companhias investidas. Este estudo tem como objetivo principal explorar casos de ativismo em busca de possíveis diferenças com as evidências encontradas na literatura para determinadas características, como antecedentes ao ativismo, os meios empregados, aspectos das práticas de GC ou da administração que os promotores das ações pretenderam mudar e se os promotores alcançaram seus objetivos com essas ações.

Finalmente, o método de coleta de informações não é exaustivo quanto aos meios de ativismo possíveis aos acionistas e se limita àqueles acessíveis publicamente. Como ressaltado por Becht *et al.* (2008), nem todas as formas de ativismo são públicas e os eventos de ativismo que não são tornados públicos podem ser relevantes para a melhor compreensão da influência de determinadas características das companhias envolvidas no ativismo de acionistas.

4 CASOS DE ATIVISMO

4.1 JBS S.A. E BNDESPar

O caso relata o ativismo da BNDESPar, subsidiária responsável por participações acionárias do BNDES, na JBS S.A., companhia de capital aberto atuante no agronegócio e controlada pela família Batista. O banco via na companhia a possibilidade de desenvolver a economia e indústria nacional, aumentando sua competitividade no cenário internacional, de modo a cumprir sua função social. Nos anos 2000 havia uma política de transformar grandes empresas brasileiras em empresas globais por meio de créditos subsidiados, conhecida como política das “campeãs nacionais”. A JBS seria uma dessas empresas e, com apoio do BNDES, alcançou o posto de maior produtor de proteína animal e uma das mais relevantes companhias na indústria alimentícia mundial (BNDES, 2016). Contudo, esse período também foi marcado por uma série de acusações e denúncias envolvendo a família controladora da companhia e pelas tentativas do investidor institucional ligado a ente público de proteger seus interesses.

Fundada em 1953 por José Batista Sobrinho, a JBS cresceu principalmente por meio de aquisições e passou a se destacar no cenário

nacional a partir das décadas de 80 e 90, quando empresas consolidadas do setor passaram a enfrentar dificuldades devido ao ambiente econômico conturbado e tiveram que se desfazer de seus ativos (MENDES *et al.*, 2017). Nesse período, a companhia teve como presidentes executivos os irmãos José Junior, Joesley e Wesley Batista, que também ocuparam a presidência ou posições no CA. Esse contexto criou oportunidades à JBS, mas havia ainda a necessidade de captar recursos financeiros. O BNDES supriu essa necessidade por meio de empréstimos, a partir da década de 90, tornando-se, posteriormente, sócio da companhia pela aquisição de ações em 2007. Também em 2007 a JBS se tornou uma companhia de capital aberto por uma oferta pública de ações.

Em termos de práticas de GC, a indústria em geral na qual a JBS estava inserida não gozava de boa reputação (MENDES *et al.*, 2017). A abertura de capital, contudo, ocorreu no Novo Mercado, segmento de listagem especial da bolsa com mais exigências de GC, como detalhado anteriormente. A presença nesse segmento de listagem ofereceria mais proteção aos investidores e a JBS ressaltou o fato na apresentação de seus resultados anuais como uma demonstração do comprometimento da companhia com uma “efetiva governança corporativa”. A abertura de capital não garantiu à JBS o montante necessário para as aquisições planejadas e, no mesmo ano, a companhia recorreu ao BNDES que, por meio de aporte da BNDESPar, se tornou acionista relevante da companhia com cerca de 13% do capital total.

A entrada da BNDESPar na companhia tinha como objetivo continuar o processo de internacionalização da JBS pela via da aquisição de ativos no mercado estadunidense. O valor das ações teve como base a média dos últimos 30 dias mais ágio de R\$ 0,50 por ação. Esse ágio, contudo, foi motivo de controvérsias. O Tribunal de Contas da União (TCU) encontrou indícios de “desvio de finalidade”, alegando que os recursos aportados teriam sido de U\$230 a U\$350 milhões acima do necessário (TORRES e GÓIS, 2017). O banco refutou as acusações alegando que o valor por ação, incluindo o ágio, estava abaixo da avaliação realizada internamente. O processo de internacionalização recebeu apoio também de outros acionistas, que investiram para manter sua participação com a emissão adicional de ações, demonstrando no período um alinhamento de interesse entre BNDESPar, JBS e demais acionistas. Ao final de 2007, o

banco detinha 13% da propriedade da empresa, outros minoritários 23,5% e os controladores 63,5%.

Se seguirem ao aporte inicial dois grandes aportes, nos anos de 2008 e 2009, que consolidariam a participação do BNDESPar na JBS. Em 2008, o aporte ocorreu por meio de um fundo de investimento em participações (FIP) no qual a BNDESPar detinha 45% das cotas e que também tinha como cotistas os fundos de pensão Petros e Funcef, patrocinados pela Petrobrás e Caixa Econômica Federal, respectivamente. Esse fundo foi liquidado em 2012, sendo os ativos entregues aos cotistas. Apesar de contar com apoio de boa parte dos acionistas minoritários, o método para definição dos preços das ações foi novamente questionado pelo TCU, uma vez que o preço foi definido pela média dos últimos 120 dias de negociação ao invés dos 30 dias considerados no aporte anterior e comum no mercado de ações (TORRES e GÓIS, 2017). Com a alteração no método, o preço das ações foram aproximadamente um terço maior em comparação com o anterior.

O terceiro grande aporte, em 2009, se deu por meio da emissão de debêntures mandatoriamente conversíveis em ações da JBS USA, com a condição de que fosse realizada oferta pública de ações da subsidiária no mercado estadunidense até o final de 2010, como documentado em AGE e Comunicado ao Mercado. Como a condição não foi cumprida, a JBS pagou multa, que havia sido estipulada no empréstimo, por meio de emissão de ações, o que aumentou a participação do investidor na companhia. Após a conversão das debêntures em ações, a BNDESPar chegou a deter mais de 30% da JBS, mas no ano seguinte parte das ações do banco foram repassadas à Caixa Econômica Federal em uma operação pouco detalhada (CAIXA, 2013). Ao final de 2012, a BNDESPar contava com aproximadamente 20% das ações, percentual que manteria nos anos seguintes.

Em 2009 foi celebrado um acordo de acionistas entre a BNDESPar e os acionistas controladores da JBS com validade de cinco anos, renováveis por igual período, sendo seus detalhes publicados no Formulário de Referência. Nesse acordo foi garantido à BNDESPar o direito de vetar determinadas decisões societárias consideradas estratégicas, tais como: contratação de dívidas acima de um determinado limite; pagamento de dividendos acima de determinados limites; reorganizações societárias, incorporações e fusões; a

realização de aquisições substanciais não previstas no orçamento anual aprovado; a criação de qualquer espécie ou classe de ação na JBS USA com direitos políticos ou patrimoniais diferenciados. Adicionalmente, o acordo garantiu à BNDESPar o direito de indicar dois membros do CA caso o banco detivesse ao menos 20% das ações, caso contrário o banco teria direito a uma indicação. O CA da JBS era então composto por sete membros, sendo cinco indicados pelos controladores e dois independentes. Dos cinco indicados pelos controladores, três pertenciam à família Batista, incluindo Joesley, que desempenhou o papel de presidente do CA até 2016. Os irmãos Joesley e Wesley Batista ocupavam então, respectivamente, os cargos de diretor presidente e diretor executivo de operações.

Apesar de possuir parte relevante da propriedade da JBS, entre 2007 e 2015 a BNDESPar pouco exerceu seus direitos como acionista publicamente. Não se pôde constatar, portanto, que a BNDESPar adotou uma postura ativa com intuito de melhorar as práticas de GC e desempenho da companhia investida. Contudo, a acionista passou a ser mais ativo a partir de 2016.

No início de 2016 a JBS divulgou um Comunicado ao Mercado com objetivo de “esclarecer alguns episódios” envolvendo a companhia e seus controladores. Esse comunicado tratava de notícias veiculadas na imprensa, denúncias e investigações, dentre elas a do TCU sobre os aportes do BNDES na companhia. Contudo, novas denúncias e desenvolvimentos desfavoráveis foram se acumulando. Primeiro, executivos da JBS, dentre eles membros da família Batista, foram denunciados pelo MPF após investigação do BC por crimes contra o sistema financeiro que teriam ocorrido em 2011 (MENDES, 2016). Depois, em setembro de 2016, os irmãos Wesley e Joesley Batista foram afastados da diretoria da empresa e do CA, respectivamente, devido à determinação da Justiça Federal que teve como base denúncias de crimes envolvendo os maiores fundos de pensão patrocinados por empresas públicas do país. Algumas das medidas viriam a ser revogadas no início do ano seguinte, permitindo aos Batista retomarem seus postos na JBS. No ano seguinte, a companhia foi alvo de uma investigação sobre adulteração de produtos em algumas de suas fábricas. Começavam a acumular, portanto, evidências de que havia sérios problemas de GC na companhia.

Em paralelo às investigações, ainda em 2016, a JBS comunicou ao mercado Fato Relevante com plano de reestruturação societária, elaborado pela empresa de consultoria PWC, que previa, dentre outras alterações, a mudança do domicílio fiscal da companhia para o Reino Unido e a criação da JBS Foods International, que passaria a ser proprietária dos negócios internacionais da JBS S.A. e teria suas ações listadas no mercado estadunidense. Os acionistas da JBS S.A. receberiam ações da JBS Foods International como compensação pela transferência de ativos. O plano foi bem recebido pelos acionistas e mercado e as ações da companhia subiram aproximadamente 34% nos três dias seguintes de se tornar público o plano (MENDES *et al.*, 2017). Apesar de bem recebido, em outubro de 2016 a JBS comunicou ao mercado que a BNDESPar, com base no acordo de acionistas do qual era signatária e lhe dava direito a veto em questões relacionadas a reorganizações societárias, inviabilizou a reestruturação proposta explicitando seu voto contrário e fazendo uso de seu direito ao veto.

Como justificativa, o banco declarou em comunicado oficial que, zelando por seus deveres fiduciários, vetou a operação por não considerar ser a alternativa que melhor atende aos interesses da companhia e de seus acionistas. A instituição prossegue ainda ressaltando que a reorganização proposta implicaria na desnacionalização da companhia e “alteraria substancialmente os direitos e deveres conferidos a todos os acionistas, com repercussões de diversas naturezas, e submetendo-os a legislação e jurisdição estrangeiras” (BNDES, 2016). As ações da companhia caíram drasticamente após o comunicado.

Outro evento importante ocorreu em meados de 2017, quando a JBS declarou, através de Comunicado ao Mercado, que a companhia e seus executivos haviam celebrado um acordo de colaboração premiada com o MPF, homologado pelo Supremo Tribunal Federal (STF). O acordo de colaboração pressupõe a confissão de crimes cometidos, embora a companhia não tenha detalhado quais seriam em seu comunicado. Na véspera havia sido tornada pública pela imprensa uma gravação de conversa entre Joesley e o presidente da república Michel Temer, que fazia parte desse acordo celebrado entre os executivos da empresa e o MPF. As ações da empresa chegaram a cair mais de 30% e o dólar subiu consideravelmente devido à relevância dos envolvidos no

processo, criando um ambiente de insegurança. No dia seguinte, em resposta a notícias de que os sócios da JBS teriam realizado operação cambial ilegal tendo conhecimento da divulgação da gravação, a companhia divulgou outro comunicado ao mercado negando irregularidades e que seriam operações corriqueiras de proteção cambial. Essas denúncias seriam seguidas de investigação e processo da Polícia Federal e da CVM. Poucos dias depois, no final de maio, a companhia comunicou ao mercado a renúncia de Joesley Batista da presidência do CA, assumida pelo diretor de GC da companhia. Um outro comunicado se seguiu confirmando acordo de leniência da J&F, controladora da JBS, com o MPF. Nesse acordo a empresa se comprometeu, dentre outros pontos, com “a implantação de um novo programa de *compliance* e integridade, englobando as melhores práticas globais de governança corporativa.”

Devido à série de acusações envolvendo os controladores da companhia, o BNDESPar, na condição de acionista relevante e signatário de acordo de acionistas, requisitou a instauração de AGE para que fossem discutidas “medidas a serem tomadas pela companhia com vistas à defesa de seus direitos e interesses, inclusive com relação às responsabilidades por prejuízos causados à companhia por administradores, ex-administradores e controladores envolvidos nos atos ilícitos confessados nos acordos de colaboração premiada e outros acordos cuja celebração foi divulgada em Comunicados ao Mercado e Fatos Relevantes publicados pela JBS”. Embora acatado o pedido de realização de AGE pela JBS, a própria BNDESPar entrou posteriormente com recurso na CVM para que a AGE não fosse realizada na data proposta em razão da necessidade do aguardo de deliberação da CVM sobre a legalidade do voto dos controladores envolvidos nas acusações. A BNDESPar, alegando conflito de interesse, não julgava ser direito dos controladores votar nas matérias em pauta que envolviam a deliberação de sanções sobre os mesmos. Além disso, seria improvável a aprovação de qualquer sanção diante da estrutura de propriedade da companhia.

A Superintendência de Relações com Empresas (SEP) da CVM julgou procedentes as considerações da BNDESPar, manifestando “entendimento de que os administradores e ex-administradores que detêm participação acionária da Companhia estariam impedidos de exercer seu direito de voto, direta e indiretamente, nas deliberações referentes aos itens “ii” e “v” da ordem do dia da

AGE, por força do art. 115, §1º, da Lei 6.404.” Os itens citados são aqueles relacionados aos controladores e, na justificativa, a autarquia se baseou na LSA. No entanto, a SEP julgou improcedente o pedido para interrupção do prazo para realização da AGE, uma vez que o mecanismo é previsto apenas quando questionados o conteúdo dos itens em discussão, e não eventuais vícios de participação dos acionistas (CVM, 2017a).

O colegiado da CVM teve entendimento diverso e não acolheu a análise técnica da SEP alegando que cabia aos próprios controladores a avaliação da existência de conflito de interesse nas questões que os envolvia (CVM, 2017b). Um dia antes da realização da AGE, o BNDES havia conseguido decisão favorável na justiça que impedia o voto dos Batista relacionado aos itens com possíveis conflitos de interesse. Os controladores conseguiram, contudo, a suspensão da AGE em instância superior da justiça federal até pronunciamento final da CVM sobre a questão. A JBS comunicou ao mercado a suspensão da realização da AGE. Poucos dias depois a conselheira indicada pela BNDESPar renunciou ao cargo, sendo substituída no mês seguinte por duas indicações da BNDESPar e com um aumento no número de conselheiros de 7 para 9.

Na AGO/E posterior aos acontecimentos narrados, em 2018, a BNDESPar adotou uma postura mais ativa. Como de costume, houve deliberação sobre as demonstrações financeiras referentes ao ano anterior. A BNDESPar aprovou a conta com reservas, alegando que “a aprovação com reservas é medida de prudência e de boa governança por parte dos acionistas e da JBS, por meio da qual se busca informar aos *stakeholders* destinatários das informações financeiras que a situação patrimonial da JBS pode revelar-se distinta daquela retratada nas demonstrações financeiras, a depender de informações que venham a ser futuramente divulgadas após ou no curso dos procedimentos investigatórios em andamento.” Com relação à aprovação das contas dos administradores relativas ao mesmo período, a BNDESPar apresentou voto contrário. Em justificativa, a instituição alegou a imprevisibilidade do impacto financeiro dos acordos firmados e suas consequências aos acionistas, que necessitariam de uma AGE para deliberação de propostas de indenização, mas a AGE proposta havia sido suspensa por decisão judicial.

Na mesma assembleia, a BNDESPar se posicionou contra o montante global da remuneração anual dos administradores e dos membros do CF da companhia para 2018, proposta pela administração. Como justificativa, a instituição alegou que os valores apresentados eram muito superiores aos praticados pelo mercado, levando em consideração estudo do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC). Também houve a alegação de que a companhia não havia informado no Formulário de Referência os valores mínimos, médio e máximos da remuneração dos membros do CA, CF e diretoria referentes aos três últimos exercícios sociais, em desconformidade com a Instrução 480 da CVM, detalhada anteriormente. Com justificativa semelhante, a BNDESPar votou contra a remuneração dos administradores aprovada na AGO do ano anterior. Todas as deliberações em que a BNDESPar apresentou voto contrário, no entanto, foram aprovadas pela maioria.

No caso narrado, é possível constatar características em comum com a literatura sobre ativismo de investidores institucionais. É relevante observar, contudo, que não se pode tratar a política de ativismo do acionista como homogênea ao longo do período analisado. No período constituído desde o início como acionista até 2015, em análise dos documentos tornados públicos, é possível definir a postura do acionista na empresa investida como passiva (ELYASIANI e JIA, 2010). Não se observou uma postura ativa da BNDESPar com objetivo de melhorar o desempenho através de aprimoramento das práticas de GC da JBS, foco comum do ativismo de investidores (GORANOVA e RYAN, 2014). Se o ativismo ocorreu, ele não foi registrado nos documentos públicos consultados.

A constatação não surpreende tendo em vista que os resultados empíricos envolvendo os investidores institucionais ligados a entes públicos, analisados na revisão da literatura, indicam que a presença desse grupo de investidores não implica em aprimoramento das práticas de GC ou melhor desempenho (OLIVEIRA *et al.* 2012; LIMA, 2013; SONZA E GRANZOTTO, 2018). É importante ressaltar, contudo, que, por estar listada no Novo Mercado, a qualidade das práticas de GC poderia ter sido considerada satisfatória pela BNDESPar. De fato, existem evidências na literatura sobre uma relação de substituição entre qualidade das práticas de GC e ativismo (GILLAN e STARKS, 2007; VARGAS *et al.*, 2018).

A partir de 2016, é possível perceber uma postura ativista da BNDESPar, motivada primeiro pela tentativa de reorganização societária pela JBS e depois pelas sucessivas denúncias envolvendo a companhia e seus executivos. Estão presentes na JBS antecedentes frequentes observados na literatura. Grandes companhias são alvos mais frequentes de ativismo de investidores institucionais (GORANOVA e RYAN, 2014), e essa é uma característica presente na JBS. É possível argumentar, contudo, que essa característica já se fazia presente no período em que a BNDESPar não adotou uma postura ativa, sendo insuficiente por si mesma para explicar o comportamento da acionista.

Outro antecedente que encontra respaldo na literatura e se faz presente na companhia investida é o desempenho aquém do esperado (GILLAN e STARKS, 2007; JUDGE *et al.*, 2010). De fato, os episódios que envolveram denúncias e investigações tiveram impacto negativo no desempenho da companhia e motivaram uma postura ativista com pedido de compensação aos acionistas. O que se pôde observar no caso de ativismo contra a reorganização societária, contudo, é que a expectativa de desempenho da companhia investida havia melhorado significativamente com seu anúncio, com impacto imediato no preço das ações da companhia. Se pode concluir que, assim como o tamanho da empresa investida, o desempenho como antecedente explica apenas parcialmente o ativismo da BNDESPar.

Existem evidências de que a estrutura de propriedade dispersa favoreceria ao ativismo de acionistas, enquanto uma elevada concentração, como a que se constata na JBS, faria com que o ativismo fosse menos comum (JUDGE *et al.*, 2010). Uma das justificativas é a de que os grandes acionistas ou controladores teriam naturalmente mais incentivos para agir no melhor interesse da companhia por possuírem maior participação nos lucros (GORANOVA e RYAN, 2014). O que se observa no caso, contudo, é que essa concentração do capital por parte da família Batista não foi suficiente para alinhar seus interesses com os dos acionistas minoritários, dentre eles a BNDESPar. A série de investigações e processos contra a JBS, que incentivaram outras ações da BNDESPar, sugerem que a concentração de propriedade não é suficiente para alinhar os interesses dos acionistas e pode levar ao abuso de poder dos controladores que, por sua vez, pode resultar em destruição de valor na companhia ou prejuízo aos minoritários.

Outra possível explicação às evidências de que uma elevada concentração de propriedade resulte em um ativismo de acionistas menos frequente é a de que os minoritários teriam poucas chances de sucesso contra os controladores em votações nas assembleias ou outros mecanismos de GC, inibindo o ativismo mesmo quando não há alinhamento de interesse entre as partes. O acordo de acionistas do qual a BNDESPar era signatária, contudo, permitiu ao acionista vetar a reestruturação por ser cláusula prevista no acordo, reforçando a importância desse instrumento na garantia dos interesses de seus signatários (STERNBERG *et al.*, 2011).

A narrativa também revela a relevância das normas e da legislação no ativismo de investidores (BLACK, 1998; JUDGE *et al.*, 2010). As sucessivas denúncias do MPF contra a JBS pelo suposto envolvimento da companhia em práticas criminosas motivaram o ativismo da acionista em busca de reparação por meios administrativos e legais. Não se impõe nesses meios, naturalmente, limitações pelo fato de a BNDESPar ser minoritária, como ocorre nos casos das assembleias. Contudo, o litígio entre a BNDESPar e os controladores da companhia investida, na CVM e no poder judiciário, expõe jurisprudência ainda não consolidada quanto ao direito de voto dos acionistas quando a pauta envolve sanções aos mesmos. A decisão do colegiado da CVM de que a existência de conflito de interesse deve ser declarada pelos próprios acionistas, contrariando a SEP, seu órgão técnico, limitou a eficácia do ativismo da BNDESPar (BLACK, 1998).

O foco apenas nas características da companhia investida, sem considerar os interesses e características do acionista, pode ser insuficiente para explorar o caso narrado. Características da empresa que seriam antecedentes do ativismo estão presentes na BNDESPar, como papel social da instituição e a capacidade de arcar com os custos do ativismo (GORANOVA e RYAN, 2014; GILLAN e STARKS, 2007). Sendo uma instituição pública com objetivos que não se limitam ao ganho financeiro, a BNDESPar teria incentivo para uma postura ativista mesmo quando as chances de sucesso são baixas, como de fato ocorreu quando a BNDESPar se opôs à remuneração dos membros do CA da JBS. Por serem contra o interesse de seus controladores, a possibilidade de conseguirem os votos necessários era bastante reduzida.

As ações da BNDESPar contra a reorganização societária, as justificativas, o contexto e os resultados imediatos indicam que a motivação principal do ativismo não era apenas financeira. A desnacionalização da companhia não parece estar em linha com os objetivos do BNDES como instituição e, como o próprio banco ressaltou, é uma das razões para a oposição. O ativismo de instituições públicas para impedir a desnacionalização de companhias está presente na literatura. Girard e Gates (2014), em análise de narrativas de companhias francesas alvos de ativismo, ressaltam o papel de instituições públicas contra ações que tinham como objetivo a desnacionalização de companhias. No caso da BNDESPar, se observa a instituição pública atuando diretamente como acionista para impedir um processo de desnacionalização, mas é similar a casos franceses analisados pelos autores por uma atuação de instituições públicas em aparente prejuízo imediato aos demais acionistas.

É possível também que a mudança, embora parecesse vantajosa à JBS e conseqüentemente à BNDESPar como acionista, teria impacto na arrecadação nacional, assim como no desenvolvimento da indústria e geração de emprego, objetivos contrários ao que o BNDES visa promover (MENDES *et al.*, 2017), contribuindo para o ativismo da acionista. Outra possível explicação ao veto é a de que essa mudança não atenderia aos interesses políticos dos controladores da BNDESPar. A influência política nas instituições públicas também é conjectura presente na literatura (WOIDKE, 2002; SILVEIRA, 2010; LAZZARINI *et al.*, 2011; OLIVEIRA *et al.*, 2012), e poderia explicar a postura passiva do investidor na JBS no período anterior.

A análise do caso sugere possíveis explicações para pesquisas anteriores no mercado brasileiro que concluem que a presença de investidor institucional ligado a ente público não resulta claramente em melhores práticas de GC (OLIVEIRA *et al.*, 2012; LIMA, 2013; SONZA E GRANZOTTO, 2018). Enquanto a BNDESPar foi acionista, se constatam poucas ações públicas decorrentes do ativismo, em linha com as evidências na literatura para o mercado nacional (VARGAS *et al.*, 2018). Além disso, o ativismo nem sempre teve como objetivo o aprimoramento das práticas de GC ou desempenho (ROMANO, 2001). Embora algumas ações tivessem como foco itens que poderiam ter impacto positivo nas práticas de GC e desempenho listados na literatura como motivações recorrentes para o ativismo de investidores, tal como a remuneração

de executivos, membros do CA e a tentativa de substituição e impedimento de membros da administração e do CA (GILLAN e STARKS, 2003; CRISÓSTOMO e GONZÁLEZ, 2006), a oposição dos controladores impediu que muitas delas fossem implementadas mesmo quando se fazia evidente o conflito de interesse (BESSIÈRE *et al.*, 2011).

4.2 BRASIL FOODS S.A., PETROS E PREVI

O caso que se segue narra o ativismo dos fundos de pensão Petros e Previ, patrocinados respectivamente pela Petrobrás e pelo Banco de Brasil, na companhia Brasil Foods S.A. (BRF) fundada em 2009 a partir da incorporação acionária da Sadia pela Perdigão. Como acionistas da Perdigão, Petros e Previ se tornaram as duas maiores acionistas da BRF após o processo de incorporação, com aproximadamente 9,1% e 13,7% respectivamente. Em um mercado que se caracteriza por sua elevada concentração acionária e companhias com controladores (VARGAS *et al.*, 2018), a BRF se destacava por não possuir controlador, com suas ações dispersas no mercado. Contribuiu para que a BRF se mantivesse sem controladores uma rigorosa cláusula de proteção contra aquisições (*poison pill*) no seu estatuto social. Essa cláusula, criticada pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC, 2010), tornava muito improvável a aquisição superior a 20% das ações da BRF por um acionista, impedindo tomada hostil de controle.

Na ocasião da criação da BRF, vigorava um acordo de acionistas, constituído ainda em 2006 na Perdigão, que contava com os fundos Valia, Sistel e Sabiá além da Petros e Previ, garantindo aos acionistas participantes o “controle minoritário”, e seus signatários eram o bloco de acionistas de maior influência na companhia. O acordo, contudo, não foi renovado em seu vencimento em 2011.

Desde sua criação, a BRF é negociada no Novo Mercado. A Perdigão, empresa da qual foi formada a BRF, passou a ser negociada no segmento de listagem especial ainda em 2006, em processo que contou com apoio da Previ e Petros. Além de ser negociada no segmento com maiores exigências de GC, a companhia também é listada desde 2009 em mercados estrangeiros,

implicando em exigências adicionais de GC que garantiriam maior proteção aos seus acionistas (GILLAN e STARKS, 2003).

No ano seguinte à constituição da companhia, se juntou ao grupo de acionistas relevantes a gestora de investimentos Tarpon, que por meio de aquisição de ações alcançou a participação de cerca de 8% ao final de 2011, posição acionária que a garantia como terceiro maior acionista da BRF. Como acionista de outras empresas, a Tarpon havia sido bem-sucedida em seu ativismo em ocasiões anteriores e se reconhecia como um acionista ativo junto à gestão das companhias. Os três acionistas institucionais, Tarpon, Petros e Previ se mantiveram nos anos seguintes como os três maiores acionistas da BRF.

Em 2013, começou a se noticiar um articulação entre a Tarpon e o empresário Abílio Diniz para que ele assumisse a presidência do CA da BRF, confirmada formalmente pela sua indicação nas semanas que antecederam a AGO/E. Se configurava situação sem precedentes no país, uma vez que Diniz ocupava então a presidência do CA do Grupo Pão de Açúcar (GPA), do qual também é fundador e acionista minoritário. O GPA é um grande grupo varejista, atuando particularmente no setor de supermercados. As duas companhias possuíam relações comerciais significativas, sendo a BRF uma das principais fornecedoras do GPA que, por sua vez, era um dos maiores clientes da BRF (VALENTI, 2013b). Estava em discussão, portanto, o potencial conflito de interesses resultante do acúmulo de função no CA das companhias e não havia jurisprudência consolidada sobre o caso. Embora a legislação seja categórica quanto à possibilidade da eleição ao CA de quem estiver em posição de conflito de interesse (art. 147, LSA), a assembleia, contudo, poderia dispensar esse requisito (VALENTI, 2013a). A possibilidade de acúmulo das funções também ia contra as orientações do IBGC.

Jean-Charles Naouri, então presidente do Casino, acionista controlador da GPA, em declaração publicada no Valor Econômico, afirmou que o acúmulo da função de presidente de CA nas duas companhias "cria um conflito de interesses e é totalmente contrária à ética e à governança empresarial". Diniz e os controladores do GPA nutriam uma relação conturbada, que, assim como a possibilidade de conflito de interesse, pode ter contribuído para que sua

indicação não fosse consenso na BRF, ainda que seus méritos não estivessem em questão.

Previ e Petros adotaram posturas opostas no caso. A Previ apoiou a Tarpon e a indicação de Diniz à presidência. Por meio de seu presidente, Dan Conrado, e diretor de participações, Marco Geovanne, a Previ manifestou satisfação com a chapa liderada por Diniz, declarando que a indicação e eventual eleição de Diniz não incorria em conflito de interesse. Na reunião do CA em que foram oficializadas as indicações que seriam levadas à votação na seguinte AGO/E, Luís Carlos Afonso, conselheiro indicado pela Petros, se opôs ao nome de Diniz, sendo vencido pela maioria dos acionistas. Como justificativa, o conselheiro ressaltou em nota que o debate sobre o nome para presidência do CA “precisa ser amadurecido, considerando fatos que ainda necessitam ser melhor compreendidos e consolidados, sobretudo aqueles que envolvem potenciais conflitos de interesse e que devem ser ponderados por todos os acionistas da companhia” (DURÃO, MATTOS e FERNANDES, 2013). Na AGO/E de 2013, Diniz foi eleito presidente do CA para o biênio seguinte na BRF com maioria absoluta dos votos e abstenção da Petros.

Após a eleição de Diniz para a presidência do CA, Petros e Previ continuaram com posturas de engajamento diversas na BRF. A Previ se manteve engajada nas questões administrativas da companhia. Sergio Rosa, vice-presidente do CA e indicado pela Previ, fez parte do “comitê de assessoramento”, que contava também com Diniz e Pedro Andrade de Faria, conselheiro indicado pela Tarpon. Esse comitê foi responsável por contribuir para a revisão estratégica e a reestruturação da companhia anunciada por um Fato Relevante no segundo semestre de 2013 (VALENTI e ROCHA, 2013). No mesmo período de anúncio da reestruturação da BRF, Marco Geovanne, deu entrevista ilustrativa ao Valor Econômico sobre o ativismo da Previ na companhia. Citando a BRF como exemplo, o diretor da Previ ressaltou que não cabia apenas aos gestores da companhia a responsabilidade por inovação, mas também ao seu CA. Ainda sobre a BRF, ressaltou que a Previ adotou um “ativismo construtivo”, que seria necessário em companhias sem controle definido (VALENTI, 2013c). Por sua vez, a Petros sequer exerceu seu direito de indicar dois membros ao CA na AGO/E de 2015, em clara demonstração de distanciamento de questões relacionadas à administração ou GC da BRF.

O desempenho da BRF ao longo de 2015 deixou evidente que as mudanças idealizadas pelo referido “comitê de assessoramento” não alcançaram as expectativas do mercado. As ações da companhia fecharam o ano com queda superior a 10%, fato que se repetiria no ano seguinte, reflexo da insatisfação com seus indicadores financeiros. Apesar da conjuntura econômica desfavorável, a BRF apresentava resultados significativamente inferiores do que a média das companhias no segmento (MALVESSI, 2018). Os resultados levaram Diniz a reconhecer, no início de 2017, que algumas medidas tomadas na reestruturação da companhia quando assumiu a presidência do CA foram equivocadas. Se seguiu a esse reconhecimento nova reformulação da gestão da companhia, com a demissão de diversos diretores. Apesar dos resultados abaixo das expectativas, o nome de Diniz não encontrou resistência para continuar na presidência do CA na reunião do conselho e na subsequente votação na AGO/E de 2017. Poucos meses após a eleição, sem melhoras significativas no desempenho da companhia, foi anunciado que Faria, então CEO da BRF, deixaria o cargo no final daquele ano. A escolha de seu substituto, contudo, deu início a um novo conflito entre Diniz e os fundos Petros e Previ, dessa vez do mesmo lado.

É importante destacar que os próprios fundos de pensão passavam por momento delicado. Em 2017, a Petros acumulava quatro anos seguidos de déficits significativos, que resultou na necessidade de um plano de equacionamento envolvendo contribuição adicional dos membros do fundo. Os investimentos em participações apresentavam resultados especialmente ruins, contribuindo significativamente para o déficit (SCHUFFNER e SCHINCARIOL, 2017). A situação era melhor na Previ, que havia divulgado superávit em 2016, mas vinha de déficit do ano anterior. Os resultados financeiros não eram o único problema dos fundos, que estavam sendo investigados por irregularidades pela PF em operação deflagrada na segunda metade de 2016.

O substituto escolhido por Diniz, José Aurélio Drummond, então membro do CA da BRF, sofreu resistência da Petros e Previ. O nome de Drummond foi aprovado pela maioria dos conselheiros em reunião do CA e ele assumiu o posto no final de 2017, mas registraram voto contrário os conselheiros ligados à Previ e Petros. Frente à resistência dos fundos de pensão, em declaração pública, Diniz diz que “nenhum acionista, independente do tamanho de sua posição, vai

dar ordem aqui dentro” (MENDES, 2017). Os maiores acionistas no período continuavam sendo Petros e Previ. Assim que o novo CEO da BRF assumiu o posto, a Petros declarou publicamente ao jornal Valor Econômico insatisfação com os resultados da companhia.

No início de 2018 começou articulação dos acionistas da BRF, lideradas pela Petros e Previ, para destituir Diniz da presidência do CA e Drummond do comando da companhia. Por meio de fato relevante, a BRF confirmou o recebimento de uma carta requisitando AGE com objetivo de destituir todo o CA da companhia e eleger nova chapa. Diniz reagiu à articulação dizendo que “não houve espaço para o diálogo tampouco a preocupação com os interesses da BRF” (MENDES e VALENTI, 2018). No mesmo período, a companhia foi alvo de operação da PF que investigava a adulteração de produtos de origem animal de diversas empresas, dentre elas a BRF. As incertezas envolvendo a gestão da companhia somados à investigação contribuíram para que as ações da BRF registrassem então o menor patamar em sete anos (MENDES, 2018a).

Foi noticiado em abril de 2018 que Diniz havia chegado a um acordo com os fundos de pensão e que renunciaria à presidência do CA. Na reunião em que ocorreria a renúncia, contudo, surgiu um impasse entre as partes, atribuídas a exigências adicionais de última hora por Diniz, que levaram à suspensão do acordo (MENDES, 2018b). Por meio de fato relevante, ao fim da reunião, a BRF divulgou uma chapa alternativa para eleição ao CA, articulada por Diniz para que concorresse com a chapa dos fundos de pensão. O mercado reagiu negativamente à notícia e as ações da BRF tiveram queda significativa. Nos dias que se seguiram, foram publicados Fatos Relevantes de pessoas que haviam sido convidadas à chapa da Previ e Petros negando a participação, como divulgado, na chapa alternativa articulada por Diniz. Como solução para o conflito entre as partes, Diniz, em nova articulação, propôs nova chapa com Pedro Parente, então CEO da Petrobrás, como presidente do CA. Ligado à Petros, o nome de Parente conseguiu formar consenso entre os principais acionistas, sendo finalmente eleita a nova chapa ao final de abril.

Um dos aspectos relevantes do caso decorre de contar com dois investidores institucionais ligados a entes públicos como acionistas relevantes. As posturas diferentes da Previ e Petros reforçam a importância de não se limitar às características da companhia investida em análises de casos de ativismo

(GORANOVA e RYAN, 2014). Ao se opor à indicação de Diniz ao CA da BRF, é possível argumentar que a Petros considerou, dentre outros fatores, os possíveis conflitos de interesse decorrentes de sua indicação, o que aproximaria essa postura de uma forma tradicional de ativismo (GORANOVA e RYAN, 2014). Ao se envolver na articulação da candidatura de Diniz e seu subsequente apoio e contribuição, o ativismo da Previ, por sua vez, ao buscar influenciar questões gerenciais da companhia, se aproxima dos atribuídos pela literatura aos fundos hedge (GILLAN e STARKS, 2007).

No caso narrado é possível identificar na BRF relevantes antecedentes relacionados às companhias investidas. O eventual alinhamento de Petros e Previ em seu ativismo na BRF parece ter tido como principal motivação o desempenho insatisfatório (GILLAN e STARKS, 2007; JUDGE *et al.*, 2010), uma vez que outros antecedentes relacionados à companhia investida, como tamanho e concentração de propriedade, embora favoráveis à ocorrência de ativismo (GORANOVA e RYAN, 2014), se mantiveram relativamente constantes desde sua criação. Outro fator relevante que pode ter influenciado no ativismo dos fundos de pensão pode ter sido o desempenho dos mesmos. Ambos acumulavam prejuízos significativos, que podem ter pressionado os gestores do fundo a adotarem postura mais ativa.

Não é possível constatar na narrativa uma relação de substituição entre práticas de GC e ativismo de acionistas sugeridas pela literatura (GILLAN e STARKS, 2007; VARGAS *et al.*, 2018). Mesmo com os diversos antecedentes que favoreceriam ao ativismo, é importante ressaltar que a BRF não poderia ser considerada como uma companhia com práticas de GC insatisfatórias, uma vez que desde a sua criação negociava no Novo Mercado.

O robusto mecanismo de defesa da BRF contra a tomada de controle na forma da cláusula de proteção contra aquisições também é antecedente de ativismo presente na literatura (DENES *et al.*, 2017). Essas cláusulas dificultam a entrada de um novo controlador quando a companhia apresenta um desempenho insatisfatório que se reflete nos preços das ações, inibindo um mecanismo natural do mercado contra uma gestão ineficiente ou negligente. Nesses casos, caberia ao ativismo de acionistas assumir o protagonismo no papel de influenciar positivamente na GC e desempenho da companhia. É possível, por tanto, que a existência desse mecanismo também tenha

incentivado o ativismo da Petros e Previ na BRF, embora não tenha sido verificada evidência explícita disso.

A baixa concentração de propriedade da BRF é uma característica que parece ter influenciado no comportamento das acionistas. Por não se tratar de companhia com controlador, os fundos de pensão, como maiores acionistas, assumiram o protagonismo como ativistas e buscaram substituir a administração e os membros do CA, alvo recorrente do ativismo de investidores institucionais (CRISÓSTOMO e GONZÁLEZ, 2006). Essa característica também permitiu que os acionistas alcançassem o objetivo imediato do ativismo por meio de proposta em AGE, uma vez que não encontraram resistência de um controlador opositor, o que reduziria consideravelmente as chances de sucesso.

Houve, contudo, oposição às ações de Petros e Previ. As ações iniciais de resistência de Diniz, ao postergar assembleias e se recusar a renunciar após ter firmado acordo com os acionistas, podem ser consideradas protelatórias (OLIVER, 1991). Diniz contava com menos de 5% das ações da BRF e, mesmo que contasse com apoio da acionista relevante Tarpon, concentraria menos ações do que Petros e Previ juntas. A resistência ao ativismo foi recebida negativamente pelo mercado, como é previsto na literatura (GIRARD e GATES, 2014). O tempo adicional resultante da resistência, contudo, permitiu a Diniz a articulação de nova chapa ao CA, que estivesse mais alinhada a seus interesses.

O caso também permite explorar algumas justificativas para o fato de a presença dos fundos de pensão não impactarem positivamente as práticas de GC (PUNSUVO *et al.*, 2007; OLIVEIRA *et al.*, 2012). Previ e Petros adotaram postura ativa na BRF, de modo que não se pode atribuir, nesse caso, à passividade das acionistas sua influência nas práticas de GC ou desempenho da companhia. Parte considerável do ativismo, contudo, não teve como objetivo o aprimoramento das práticas de GC, mas o controle da presidência do CA e dos gestores da companhia (GILLAN e STARKS, 2007).

Embora não seja o objetivo da análise dos casos mensurar o impacto do ativismo no desempenho das companhias, no caso da BRF o próprio presidente do CA, eleito após a articulação da qual tomou parte a Previ, reconhece nas alterações propostas em seu mandato parte da responsabilidade pelos resultados insatisfatórios, ainda que não se possa atribuir a essas alterações a integralidade desses resultados. Apesar da conjuntura econômica desfavorável,

quando comparados aos indicadores financeiros de outras companhias pertencentes ao mesmo segmento, fica evidente a destruição de valor na BRF desde 2014 (MALVESSI, 2018). Nesse sentido, os resultados estão em linha com as pesquisas que não encontram evidências de que a presença dos fundos de pensão patrocinados por empresas públicas está relacionada a um melhor desempenho financeiro nas companhias investidas (SONZA e GRANZOTTO, 2018).

4.3 CEMIG E BNDESPAR

O caso relata o ativismo do investidor institucional público BNDESPar na Companhia Energética de Minas Gerais (Cemig). A Cemig é uma holding constituída por diversas empresas do setor de energia e controlada pelo estado de Minas Gerais, detentor de 51% das ações com direito a voto. Além do estado de Minas Gerais, são acionistas relevantes a BNDESPar, com 13% das ações com direito a voto e 6,5% do capital total, e o fundo de investimento em ações FIA Dinâmica Energia, com 10% das ações com direito a voto e 8% do capital total, sendo o restante das ações pulverizadas no mercado.

A Cemig está listada no Nível 1, segmento de listagem especial da bolsa que, apesar de demandar melhores práticas de GC do que o nível básico, possui práticas limitadas quando comparadas às do Novo Mercado, segmento com mais exigências de GC. Não há, no Nível 1, por exemplo, exigência de proporção mínima de conselheiros independentes no CA e são facultativos comitê de auditoria, auditorias internas e a implementação de funções de *compliance*. Nesse segmento de listagem é permitido às empresas emitirem ações preferenciais, o que enfraqueceria o poder de monitoramento dos investidores. A BRF também está listada nas bolsas de Nova Iorque e Madrid, o que poderia ter impacto positivo nas práticas de GC (AGGARWAL *et al.*, 2007), uma vez que estaria submetida às exigências de órgãos reguladores estrangeiros, como a *Securities and Exchange Commission* (SEC).

Em março de 2016 foi publicado fato relevante informando que a BNDESPar, que detinha apenas 0,75% do capital total da Cemig, passava a ser acionista relevante, com 6,5% do capital total, por meio de permuta de

debentures da AGC Energia, então detentora das ações. No mês seguinte ocorreu AGO/E, na qual a BNDESPar indicou e elegeu um dos membros do CA, então composto por 15 membros efetivos, sendo 8 indicados pelos controladores. Devido à renúncia do presidente do CA, foi convocada AGE para nova eleição ao final de 2016. Nessa ocasião, a BNDESPar solicitou que fosse verificada a regularidade da eleição realizada na AGO/E para as vagas destinadas aos minoritários por voto em separado, uma vez que os já eleitos para o CA se mantiveram no cargo nessa nova AGE. O motivo da solicitação da BNDESPar foi a constatação de um equívoco na contagem de voto para eleição de dois membros eleitos, efetivo e suplente, para o CA indicados em nome dos acionistas minoritários. A BNDESPar então pediu que fosse convocada uma AGE com objetivo de verificar e corrigir os números, no que foi apoiada pelos demais acionistas presentes após reconhecido erro na contagem.

Em fevereiro de 2017 foi convocada AGE para discussão de duas pautas: a ratificação das atas da referida eleição de modo a corrigir as informações nela registradas quanto à quantidade de votos favoráveis, contrários e abstenções em relação à eleição de membros do CA; e a autorização para ultrapassagem de limites fixados no estatuto social da companhia para o ano corrente, detalhados a seguir. Não tendo sido convocada AGE para nova eleição do CA, a BNDESPar protocolou pedido na CVM com objetivo de interromper o prazo de convocação da assembleia, uma vez que havia divergência sobre os números corretos para a ratificação. No pedido, é questionada a validade da eleição desses membros do CA em que houve equívoco na contagem de votos e, em caso de ilegalidades, que fosse convocada AGE para nova eleição. A CVM indeferiu o pedido justificando que não cabia interrupção do prazo uma vez que a pauta da AGE se resumia à ratificação dos votos e não à verificação de irregularidades. O órgão conclui que, se nessa ratificação fossem identificadas irregularidades, os acionistas poderiam pedir novas eleições para substituição de todos os membros do CA (CVM, 2017c). A BNDESPar registrou voto contrário à ratificação proposta na AGE referente à eleição dos membros do CA, mas foi vencida pelo restante dos acionistas.

A BNDESPar também registrou voto contrário, sendo vencida pelos controladores, quanto à ultrapassagem de determinados limites previstos no estatuto social da companhia. Especificamente, votou contrariamente ao

descumprimento do limite dos recursos destinados a investimentos e à aquisição de ativos equivalente a 40% do lucro antes de juros, impostos, depreciações e amortização (LAJIDA). Como justificativa, declarou que a Cemig deveria seguir o “caminho do aumento da eficiência e alienação de ativos para redução da alavancagem de modo a retornar para os patamares limites previstos estatutariamente”. A situação financeira da Cemig era tida como delicada. A companhia havia anunciado, ainda em 2015, um plano de desinvestimento para melhorar sua situação financeira, pois as dívidas de curto prazo, em particular, eram muito significativas. Apesar disso, poucas operações nesse sentido haviam sido realizadas até a data da AGE e a companhia realizou novos investimentos (MOURA e SOUZA e MAIA, 2017). Na mesma votação, foi aprovada, com voto favorável da BNDESPar, o descumprimento do limite de endividamento previsto no estatuto, talvez pela necessidade de novos empréstimos para honrar obrigações de curto prazo. A BNDESPar ainda aproveitou a ocasião para pedir maior detalhamento nas contas a serem apresentadas em 2017 e para que a ordem das instâncias de aprovação nos seus processos fosse observada, evitando submeter matérias à deliberação dos acionistas antes de todas as deliberações a elas relativas no CA.

Alguns meses depois a agência de classificação de risco Moody's rebaixou a nota da Cemig com justificativa semelhante à do BNDESPar, ressaltando a necessidade de a companhia avançar com o plano de desinvestimento de modo a honrar seus compromissos e refinanciar suas dívidas de curto prazo. Em outubro de 2017, houve nova convocação para uma AGE incluindo na pauta uma autorização para o aumento do capital social da companhia em até um bilhão de reais por meio de emissão de novas ações. Apesar de a BNDESPar pedir a palavra novamente, ressaltando a necessidade de a companhia aumentar a eficiência e dar continuidade ao plano de desinvestimento de modo a voltar aos patamares limites do estatuto social, a proposta de aumento de capital foi aprovada por unanimidade, inclusive com voto favorável da BNDESPar.

Na AGO/E de 2018, a BNDESPar se absteve de votar as propostas de remuneração dos membros do CA e CF da Cemig, alegando que os valores postos em votação eram diferentes daqueles que contavam no edital de convocação. Apesar de se abster no voto, fez diversas considerações e

sugestões sobre a estrutura da proposta: considerar a alocação da verba anual global entre remuneração fixa e variável coerente com o objetivo de estimular a eficiência por parte da diretoria executiva; oferecer remuneração adicional para participantes de comitês do CA, preferencialmente formados por membros independentes; limitar a remuneração fixa dos conselheiros suplentes à participação em reuniões; e considerar a legislação aplicável quando da propositura do orçamento de remuneração, visto que a atual proposta desconsidera o limite de onze membros para o CA recomendados pelo IBGC. Nessa ocasião, a BNDESPar ressaltou que sua aprovação às indicações dos controladores ao CA partia da presunção de sua boa fé quanto ao cumprimento da Lei das Estatais, que estabelece normas de GC às companhias controladas e investidas por empresas públicas.

No caso narrado, como descrito na literatura, ficam evidentes as dificuldades encontradas por um investidor institucional para exercer influência em uma companhia com controlador (BESSIÈRE *et al.*, 2011), ainda que ambos, companhia investida e investidor, tenham como controladores entes públicos. Apesar da concentração da propriedade estar negativamente relacionada ao ativismo de investidores institucionais (JUDGE *et al.* 2010), uma vez que os controladores teriam como maiores proprietários interesse em maximizar os lucros da companhia (JENSEN e MECKLING, 1976), a BNDESPar adotou uma postura ativa de monitoramento desde que se tornou acionista da Cemig (ELYASIANI e JIA, 2010).

Uma explicação possível é a de que os direitos limitados ao lucro da companhia pelos controladores públicos podem ter contribuído para que o interesse dos acionistas minoritários e controladores não estivessem alinhados em benefício de um melhor desempenho da Cemig (SHLEIFER e VISHNY, 1997). De fato, se pode constatar no descumprimento dos limites previstos no Estatuto Social certa negligência dos controladores da Cemig com a eficiência de recursos, resultando em um desempenho insatisfatório, frequente antecedente do ativismo (DENES *et al.*, 2017).

Embora as evidências não sejam conclusivas, a Teoria da Agência sugere que um CA mais independente tende a restringir conflitos de interesse (GORANOVA e RYAN, 2014), o que reduziria a necessidade de uma postura ativa dos acionistas. O Formulário de Referência de 2016 registra apenas um

membro independente dos 15 que compunham o CA da Cemig, abaixo do recomendado pelo IBGC e dos 20% obrigatórios às companhias listadas em segmentos de listagem com maiores exigências, como o Novo Mercado. É possível, portanto, que a composição do CA da Cemig tenha contribuído para a postura ativista da BNDESPar.

Se observa que o ativismo da BNDESPar na Cemig teve como objetivos tanto a melhora do desempenho por meio de sua oposição a propostas para ultrapassar limites estatutários de investimento dado o endividamento da companhia investida (GORANOVA e RYAN, 2014), quanto questões relacionadas a eleição e substituição de membros do CA (CRISÓSTEMO e GONZALEZ). A BNDESPar, contudo, não foi capaz de obter sucesso em nenhuma de suas ações ativistas. Resta evidente no caso, contudo, que a concentração da propriedade pelo Estado de Minas Gerais prejudicou a BNDESPar em sua função de monitora e promotora de boas práticas de GC (BAINBRIDGE, 2006), tendo sido vencida em suas votações em assembleias. É importante ressaltar que mesmo sendo evidente a dificuldade de se opor às propostas de interesse dos controladores, a BNDESPar exerceu papel atribuído na literatura de informar os acionistas (PUNSUVO *et al.*, 2007) sobre os riscos de determinadas decisões e de boas práticas de GC, por meio de diversas sugestões nas assembleias.

4.4 LIGHT S.A. E BNDESPAR

O caso relata o ativismo do investidor institucional público BNDESPar na Light, distribuidora de energia listada no Novo Mercado. A Light tinha então a Cemig em seu grupo controlador, que junto com as companhias RME e LEPSA, também ligadas ao estado de Minas Gerais, detém aproximadamente 51% das ações com direito a voto. A BNDESPar era acionista relevante da Light, com aproximadamente 9% das ações da companhia, enquanto cerca de 39% das ações são negociadas livremente no mercado.

A BNDESPar e a Cemig protagonizaram embates envolvendo a interpretação da Lei das Estatais na Light. Como detalhado anteriormente, a Lei das Estatais impede que sejam elegíveis ao CA, de companhias públicas ou de

capital misto, quem atuou nos últimos 36 meses em “estrutura decisória de partido político ou em trabalho vinculado a organização, estruturação e realização de campanha eleitoral.” A primeira aplicação desse dispositivo se deu na própria Light no início de 2017, em processo movido pela CVM, quando a Cemig indicou Giles Azevedo para o CA, então impedido por decisão do colegiado da CVM. Pouco depois, após convocação e divulgação das propostas para AGO de 2017 da companhia, na qual constavam as indicações aos CA e CF da companhia, a BNDESPar entrou com pedido de interrupção de prazo para realização da AGO na CVM, alegando, novamente, descumprimento da Lei das Estatais em indicações para os conselhos da companhia pelo bloco controlador.

Mais especificamente, a BNDESPar argumentou que quatro candidaturas ao CA e seis ao CF estavam em desacordo com vedações impostas pela Lei das Estatais. A SEP considerou improcedente o questionamento da BNDESPar com relação aos candidatos ao CA, uma vez que se tratavam de indicações dos empregados da companhia ou de indicação de companhia que não estava sujeita à Lei das Estatais por não possuir instituição pública como controlador. A Cemig, companhia sujeita à Lei das Estatais, contudo, havia indicado Marcelo Rocha ao CA, que constava no Comunicado ao Mercado como Assessor da Secretaria do Estado de Minas Gerais. Quanto a essa indicação, a SEP argumentou que “com base nas informações disponibilizadas pela Light, a princípio, o Sr. Marcelo Rocha estaria enquadrado no art. 17, §2º, I, da Lei das Estatais. E este seria um impedimento aplicável à sua indicação pela Cemig ao cargo de conselheiro de administração.” Sobre essa indicação, a Light e Cemig alegaram que o currículo publicado estava desatualizado e que o indicado havia se desligado do cargo que ocupava no governo de Minas Gerais, não se encontrando mais inserido nas vedações da Lei das Estatais. O argumento foi acatado pela SEP, que manteve todas as indicações ao CA.

A Cemig foi responsável pelas seis indicações ao CF da Light, que também aparentavam estar em desacordo com a Lei das Estatais. Em sua manifestação no processo, a Cemig declarou que seus indicados não estariam sujeitos à aplicação da referida lei, uma vez que não estariam inclusos em suas exigências os membros do CF. Ainda que a redação da lei não incluía o CF em suas imposições, a SEP entendeu em favor da BNDESPar argumentando que “o conselho fiscal, ainda que não seja um órgão da administração, é um órgão

relevante do sistema de governança de uma companhia” e, portanto, as exigências ao CA se estenderiam ao órgão (CVM, 2018a e b). O entendimento da SEP foi respaldado pela maioria do colegiado da CVM responsável pelo julgamento (CVM, 2018c).

A Light possui características de propriedade semelhantes à Cemig e JBS, de modo que também não se observa na concentração elevada de propriedade um impeditivo ao ativismo. No caso também não está evidente uma influência do desempenho na postura ativista da BNDESPar. O ativismo da BNDESPar teve como antecedente o reconhecimento de uma ilegalidade por parte dos controladores, que por sua vez comprometeria a independência dos conselhos de administração e fiscal da companhia investida.

Por se tratar de disputa pelo reconhecimento de uma ilegalidade a elevada concentração de propriedade não foi determinante para o sucesso do ativismo, que se deu por meio de processo administrativo na CVM. O ambiente regulatório, por tanto, teve influência no resultado do ativismo, como previsto na literatura (JUDGE *et al.*, 2010), e o sucesso da BNDESPar pela aplicação da Lei das Estatais abrangendo os membros do CF criou importante jurisprudência, apesar da resistência das companhias investidas. Ainda que se reconheça os limites de normas e legislação impostos ao ativismo (ROMANO, 2001), o caso reflete a aplicação de legislação recente em favor dos acionistas, contribuindo para maior independência e melhores práticas de GC.

4.5 ANÁLISE TRANSVERSAL DOS CASOS

As narrativas foram selecionadas de modo que permitissem explorar diferentes aspectos do ativismo, incluindo companhias investidas com diferentes tipos e concentrações de propriedade: controle estatal ou que conta com influência de instituições relacionados a entes públicos como acionistas (Cemig e Light), familiar (JBS) e sem controle definido (BRF). Os investidores institucionais ligados a entes públicos também abrangeram instituições com diferentes finalidades, como banco de fomento e fundos de pensão. Apesar de as distintas características dos protagonistas das narrativas, foi possível observar que determinados antecedentes do ativismo foram recorrentes nos

casos. Dentre eles, e em linha com a literatura sobre antecedentes do ativismo, o desempenho das companhias investidas parece ter sido o mais significativo (GILLAN e STARKS, 2007).

O ativismo de acionistas buscou com mais frequência influenciar no desempenho das companhias investidas do que em mudanças na estrutura de GC, possivelmente pelo desempenho insatisfatório apresentado e por já se encontrarem em segmentos de listagem especial com exigências adicionais de GC. Os mecanismos de GC, contudo, não foram capazes de proteger os interesses dos acionistas mesmo nas companhias pertencentes ao Novo Mercado. Não se observou, conseqüentemente, a relação de substituição entre ativismo e GC sugerida pela literatura (GILLAN e STARKS, 2007; VARGAS *et al.*, 2018). Foi possível observar nos casos a prevalência de um ativismo reativo dos acionistas, seja por conta de supostas irregularidades praticadas, como nos casos da JBS e Light, ou em reação a uma já estabelecida situação financeira desfavorável, como nos casos da Cemig e BRF.

Aspectos relacionados aos acionistas também parecem ter influenciado significativamente em sua postura de ativismo. Os fundos de pensão Petros e Previ apresentavam perdas consideráveis em seus investimentos em ações, que podem ter contribuído para que estes acionistas adotassem uma postura mais ativa buscando a substituição do presidente do CA. No caso da BNDESPar na JBS, se constatou que interesses políticos da instituição impediram a reorganização societária da companhia investida, entendida como uma mudança positiva pelo mercado.

Quanto à concentração do capital das companhias como antecedente do ativismo, a análise das narrativas sugere resultado diverso do sugerido na literatura, que encontra evidências de que uma elevada concentração de propriedade alinharia os interesses dos grandes acionistas por um melhor desempenho financeiro da companhia investida (JUDGE *et al.*, 2010; GORANOVA e RYAN, 2014). Conseqüentemente, haveria menor necessidade de uma postura ativa de monitoramento dos acionistas, assim como menor possibilidade de sucesso do ativismo dos minoritários por mecanismos de GC, como as assembleias. Nos casos da Cemig, Light e JBS, companhias de controle definido ou elevada concentração de capital, contudo, foi possível observar uma postura ativa da BNDESPar. Uma possível explicação é que o interesse imediato

dos controladores pode não ser um melhor desempenho financeiro, como sugere o caso da Cemig, e que o controle definido não garante proteção aos minoritários da expropriação de valor pelos controladores, como sugere o caso da JBS, ou mesmo que o acionista minoritário tenha interesses que se sobrepõem ao melhor desempenho financeiro companhia, como no caso do ativismo da BNDESPar contra a reorganização societária na JBS. O fato de ser minoritária não impediu esta acionista de se utilizar de processos administrativos e judiciais em seu ativismo, embora tenha dificultado as ações nas assembleias.

Foi possível constatar, conseqüentemente, que a concentração de propriedade também foi relevante para definição dos meios empregados pelos acionistas ativistas, assim como para os meios de resistência e resultado dessas ações. Na BRF, companhia sem controle definido, os fundos de pensão Petros e Previ foram bem-sucedidos em sua articulação, por meio de votação nas assembleias, para substituir o presidente do CA. Essa articulação, pela propriedade combinada dos fundos, enfraqueceu a tentativa de resistência dos acionistas que buscavam a manutenção da presidência, uma vez que teriam que iniciar um processo de articulação com um grupo muito disperso de acionistas. Nas companhias de controle definido, Cemig e JBS, a acionista BNDESPar, como esperado, não obteve êxito em suas ações contra os grupos controladores pelos mecanismos de GC ao nível da empresa. Na JBS, a acionista obteve sucesso em seu ativismo contra a reestruturação proposta pelos controladores por cláusula prevista em Acordo de Acionistas, que se mostrou importante instrumento na proteção de seus interesses.

Em outras ações na JBS e na Light, contudo, a BNDESPar teve de recorrer às agências reguladoras e ao Poder Judiciário para proteger seus interesses, dando início a uma disputa judicial, uma vez que os controladores também se utilizaram dos mesmos canais. Os casos reforçam a importância do ambiente regulatório no ativismo de investidores institucionais nos casos de companhias com elevada concentração de capital, característica comum no mercado brasileiro. A aplicação da recente Leis das Estatais favoreceu a BNDESPar em sua ação na Light, consolidando importante jurisprudência em direção a um CA e CF mais independentes. O caso da JBS, contudo, revela a necessidade de uma evolução no conjunto regulatório na identificação de casos de conflito de interesse.

5 CONCLUSÃO E CONSIDERAÇÕES FINAIS

A análise das narrativas envolvendo o ativismo de investidores institucionais públicos no mercado brasileiro apresentada permitiu que, em busca de singularidades no ativismo desse grupo específico de investidores, fossem explorados certos aspectos do ativismo, tais como: os antecedentes; os meios empregados; os meios de resistência; os objetivos; e, finalmente, os resultados. A partir da análise foi possível constatar não apenas aspectos esperados, tendo como base a literatura brasileira e internacional, mas resultados que podem contribuir com possibilidades ainda não completamente exploradas para o fato de as pesquisas brasileiras não encontrarem na presença de investidores institucionais relacionados a entes públicos impacto nas práticas de GC e desempenho das companhias investidas.

Especificamente, a análise dos casos sugere a influência de antecedentes ao ativismo relacionadas à companhia investida esperadas na literatura, como tamanho, desempenho insatisfatório e cláusulas para proteção contra aquisições. Nesses casos, o ativismo de investidores institucionais relacionados a entes públicos teve características semelhantes às esperadas na literatura.

Ao mesmo tempo, é possível concluir, a partir da análise dos casos, que antecedentes que inibiriam o ativismo, como a presença das companhias investidas em segmentos de listagem especiais de GC, não foi suficiente para impedir o ativismo dos investidores institucionais relacionados a entes públicos. Também se conclui da análise que o ativismo desse grupo de investidores foi recorrente mesmo nas companhias com elevada concentração de propriedade. Esses resultados, que contrastam com a literatura internacional sobre antecedentes, indicam uma possível singularidade do ativismo dos investidores institucionais relacionados a entes públicos, uma vez que a literatura prevê menor incidência de ativismo em empresas de controle definido e com melhores práticas de GC. Essa aparente singularidade persiste mesmo considerando países com tradição jurídica semelhante e que também contam com uma elevada concentração de propriedade como característica (JUDGE *et al.*, 2010).

Essas duas características do mercado brasileiro, por tanto, não seriam capazes de por si mesmas explicar completamente o fenômeno observado.

Pesquisas futuras, ao contrastar o ativismo de investidores institucionais relacionados a entes públicos com casos de ativismo de demais investidores institucionais no mercado brasileiro com relação aos antecedentes do ativismo, suas motivações e resultados imediatos, poderiam indicar se essa aparente singularidade pode ser atribuída às narrativas selecionadas como casos isolados, se o ativismo de investidores institucionais relacionados a entes públicos é recorrente mesmo em companhias com elevada concentração de propriedade, ou se o ativismo é recorrente em companhias de elevada concentração de propriedade independente de características relacionadas ao investidor institucional, cabendo nesse caso a uma razão ainda não explorada a singularidade percebida nos casos analisados.

Resta evidente, contudo, a dificuldade de os acionistas alcançarem êxito em seu ativismo por meio dos mecanismos de GC quando há um controle definido e resistência dos controladores. Nesses casos, o ambiente regulatório se mostrou determinante no resultado do ativismo, inclusive com aplicação de recente legislação em favor dos acionistas, mas existem deficiências com relação à identificação de conflitos de interesse que impediram o sucesso de algumas das ações dos investidores institucionais. Por outro lado, como a maioria das empresas brasileiras possuem controle definido, se os acionistas ativistas as evitarem, sobrarão muito pouco onde possam atuar. Sendo assim, esses acionistas atuaram assim mesmo porque devem ter avaliado que havia chances de sucesso e que o grupo controlador, mesmo diante de seu poder de voto, não seria totalmente insensível a pressões.

É possível, portanto, que além do baixo número de ações ativistas dos investidores institucionais revelado pela literatura brasileira (VARGAS *et al.*, 2018), os mecanismos de GC domésticos e o ambiente regulatório brasileiro sejam ainda insuficientes para proteger os interesses dos acionistas minoritários, promover melhores práticas de GC ou uma mudança no desempenho das companhias com controle definido, mesmo quando se trata de grandes investidores institucionais relacionados a entes públicos. Essa seria uma explicação plausível para a evidência de que pesquisas anteriores sobre o mercado brasileiro não encontraram efeitos positivos em função da presença de

investidores institucionais ligados a entes públicos na GC e desempenho das companhias investidas.

Também se pode constatar nas narrativas selecionadas, como mencionado anteriormente, que o ativismo de investidores institucionais ligados a entes públicos teve como objetivo mais frequente questões que poderiam influenciar diretamente no desempenho, possivelmente pelos resultados insatisfatórios apresentados pelas companhias investidas. Consequentemente, é possível que, além do baixo número de ações dos investidores institucionais, o foco desse ativismo em questões alheias às práticas de GC seja uma das razões para dificuldade em se estabelecer uma relação entre ativismo e práticas de GC. Nesse aspecto, a análise corrobora a literatura que enfatiza o engajamento visando melhoria de desempenho.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ABRAPP - ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES FECHADAS DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR. Apresenta dados consolidados sobre entidades fechadas de previdência complementar. Brasil. Disponível em: <<http://www.abrapp.org.br/consolidados/forms/allitems.aspx>>. Acesso em: 29 de ago. de 2018.

AGGARWAL, R.; EREL, I.; STULZ, R.; WILLIAMSON, R. Differences in governance practices between U.S. and foreign firms: Measurement causes and consequences. **The Review of Financial Studies**, v.22, n.8, p. 3131-3169, 2007.

AGGARWAL, R.; EREL, I.; FERREIRA, M.; MATOS, P. Does governance travel around the world? Evidence from institutional investors. **Journal of Financial Economics**, v.100, n.1, p. 154-181, 2011.

BAINBRIDGE, S. M. The case for limited shareholder voting rights. **UCLA Law Review**, Vol. 53, n. 3, p. 601-636, 2006.

BECHT, M.; BOLTON, P.; ROELL, A. **Corporate governance and control**. Bruxelas: European Corporate Governance Institute, Finance Working Paper N. 02/2002, 2005.

BECHT, M.; FRANKS, J.; MAYER, C.; ROSSI, S. Returns to shareholder activism: Evidence from a clinical study of Hermes UK Focus Fund. **The Review of Financial Studies**, v. 22, n. 8, p. 3093-3129, 2008.

BESSIÈRE, V.; KAESTNER, M.; LAFONT, A.-L. Hedge fund activism: insights from a French clinical study. *Applied Financial Economics*, v. 21, n. 16, p. 1225-1234, 2011.

BLACK, B. S. Agents watching agents: The promise of institutional investor voice. **UCLA Law Review**, v. 39, p. 811-892, 1992.

BLACK, B. S. Shareholder activism and corporate governance in the United States. In: NEWMAN, P. (Org.). **The new Palgrave dictionary of economics and law**, 1998.

BLACK, B. S.; CARVALHO, A. G. de; GORGA, E. What matters and to which firms for corporate governance in emerging markets? Evidence from Brazil (and other BRIC countries). **Journal of Corporate Finance**, v. 18, n. 4, p. 934-952, 2010.

BLACK, B. S.; CAVALHO, A. G. de.; SAMPAIO, J. O.; The evolution of corporate governance in Brazil. **Emerging Markets Review**, v.20, n.1, p.176-195, 2012.

BNDES – BANCO NACIONAL DO DESENVOLVIMENTO. Nota JBS. Brasil. 26 de outubro de 2016. Disponível em: <<https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/imprensa/noticias/conteudo/nota-jbs>>. Acesso em: 29 de ago. de 2018.

CAIXA assume carteira de ações de R\$ 2 bilhões da BNDESPar. **Folha de São Paulo**. São Paulo, 4 de janeiro de 2013. Disponível em <<https://www1.folha.uol.com.br>>. Acesso em 4/9/2018.

CARVALHO, D. The real effects of government-owned banks: Evidence from an emerging market. **The Journal of Finance**, v.69, n.2, p.577-609, 2014.

CRISÓSTOMO, V. L., GONZÁLEZ, E. V. Possível estratégia de ativismo de fundos de pensão no Brasil. **Revista de Economia Contemporânea**, v. 10, n. 1, p.139-155, 2006.

CVM – COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Relatório n. 86/2017-CVM/SEP/GEA-4. Brasil. 29 de agosto de 2017a. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2017/20170829/0788.pdf>>. Acesso em: 29 de ago. de 2018.

CVM – COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. ATA DA REUNIÃO EXTRAORDINÁRIA DO COLEGIADO DE 29.08.2017. Brasil. 29 de agosto de 2017b. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/decisoes/2017/20170829_R2.html>. Acesso em: 29 de ago. de 2018.

CVM – COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. ATA DA REUNIÃO EXTRAORDINÁRIA DO COLEGIADO DE 28.03.2017. Brasil. 28 de março de 2017c. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/decisoes/2017/20170328_R1/20170328_D0630.html>. Acesso em: 29 de ago. de 2018.

CVM – COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Relatório n.39/2018-CVM/SEP/GEA-3. Brasil. 2018a. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2018/20180426/1021_SEP.pdf>. Acesso em: 29 de ago. de 2018.

CVM – COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. PROCESSO ADMINISTRATIVO CVM No 19957.004466/2018-41. Brasil. 2018b. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2018/20180426/1021_Voto_DHM.pdf>. Acesso em: 29 de ago. de 2018.

CVM – COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. ATA DA REUNIÃO EXTRAORDINÁRIA DO COLEGIADO DE 26.04.2018. Brasil. 2018c. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/decisoes/2018/20180426_R1.html>. Acesso em: 29 de ago. de 2018.

- DENES, M. R.; KARPOFF, J. M.; McWILLIAMS, V. B. Thirty years of shareholders activism: A Survey of empirical research. **Journal of Corporate Finance**, v. 44, n. 1, p. 405-424, 2017.
- DURÃO, V.; MATTOS, A.; FERNANDES, D. Abílio e Sergio Rosa são indicados para a BRF. **Valor Econômico**. 22 de fevereiro de 2013. Disponível em <<https://www.valor.com.br>>. Acesso em 4/9/2018.
- ELYASIANI, E.; JIA, J. Distribution of institutional ownership and corporate firm performance. **Journal of Banking and Finance**, v.34, n.3, p. 606-620, 2010.
- FORJAN, J. M. The wealth effects of shareholders-sponsored proposals. **Review of Financial Economics**, v. 8, n. 1, p. 61-72, 1999.
- GILLAN, S.L.; STARKS, L.T. A survey of shareholder activism: Motivation and empirical evidence. **Contemporary Finance Digest**, v. 2, p.10-34, 1998.
- GILLAN, S.L.; STARKS, L.T. Corporate governance, corporate ownership, and the role of institutional investors: A global perspective. **Journal of Applied Finance**, Fall/Winter, p. 4-22, 2003.
- GILLAN, S.; STARKS, L. T. The evolution of shareholder activism in the United States. **Journal of Applied Corporate Finance**, v. 19, n.1, p. 55-73, 2007.
- GIRARD, C.; GATES, S. Global drivers of and local resistance to French shareholder activism. **Journal of Applied Corporate Finance**, v. 26, n. 1, p. 94–100, 2014. doi: 10.1111/jacf.12058
- GORANOVA, M.; RYAN, L.V. Shareholder activism: A multidisciplinary review. **Journal of Management**, v. 40, n. 5, p. 1230-1268, 2014.
- GUERCIO, D. Del; HAWKINS, J. The motivation and impact of pension fund activism. **Journal of Financial Economics**, v. 52, n. 3, p. 293-340, 1998.
- HAMDANI, A.; YAFEH, Y. Institutional investors as minority shareholders. **Review of Finance**, v.17, n. 2, p. 691-725, 2013.
- HIRSCHMAN, A. O. **Exit, voice, and loyalty: Responses to decline in firms, organizations, and states**. Cambridge, MA: Harvard University Press, 1971.
- HUSON, M. **Does governance matter? Evidence from CalPERS interventions**. Edmonton: University of Alberta, working paper, 1998.
- INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa. Julho de 2010. Disponível em <http://www.ibgc.org.br/userfiles/Codigo_julho_2010_a4.pdf>. Acesso em: 29 de ago. de 2018.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p.305 – 360, 1976.

JUDGE, W. Q.; GAUR, A.; MULLER-KAHLE, M. I. Antecedents of shareholder activism in target firms: Evidence from a multi-country study. **Corporate Governance: An International Review**, v. 18, n. 4, p. 258–273, 2010. doi: 10.1111/j.1467-8683.2010.00797

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY R. Law and Finance. **Journal of Political Economy**, v. 106, n. 6, p. 1113-1155, 1998.

LAZZARINI, S. G.; MUSACCHIO, A.; BANDEIRA DE MELLO, R. **What Do Development Banks Do?** Evidence from Brazil, 2002-2009. Harvard Business School. Working Paper, 2011.

LEAL, R. P. C.; CARVALHAL, A.L.; IERVOLINO, A.; One decade of evolution of corporate governance practices in Brazil. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 13, n.1, p. 134–161, 2015.

LEAL, R. P. C. **A new metric of institutional investor engagement and corporate governance**. Monografia. Rio de Janeiro: Instituto Coppead de Administração, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2015.

LEAL, R. P. C.; MARANHO, F. S. Brazil – recent corporate governance advancements and retreats. In: NGWU, F. N.; OSUJI, O. K.; STEPHEN, F. H. **Corporate governance in developing and emerging markets**. Londres, UK: Routledge, p. 63-75, 2017.

LIMA, L. de S. **Governança corporativa, valor e desempenho de empresas com participação acionária de fundos de pensão no Brasil**. 2013. 83 f. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) – Instituto de Administração e Gerência, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro.

LIPTON, M.; ROSENBLUM, S. A. A new system of corporate governance: The quinquennial election of directors. **University of Chicago Law Review**, v. 58, n. 1, p. 187-253, 1991.

LUSTOSA, E.; LEAL, R. P. C. Institutional investors and corporate governance in Brazil. Paris: Organization for Economic Cooperation and Development (OECD), Relatório de Pesquisa, 2004.

MALVESSI, O. Destruição de valor na BRF S/A. **Revista Relações com Investidores**, n. 222, 2018.

MARANHO, F. **Dois ensaios sobre governança corporativa**. 2018. Tese (Doutorado em Administração de Empresas) – Instituto Coppead de Administração, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro.

MARANHO, F. S.; LEAL, R. P. C. Corporate governance and firm performance in Latin America: A meta-analysis. *Academia*, v. 31, n. 1, p. 195-211, 2018. DOI: 10.1108/ARLA-04-2017-0126.

MENDES, L. H. MPF denuncia Joesley Batista, da JBS, por crime financeiro. **Valor Econômico**. São Paulo, 26 de janeiro 2016. Disponível em: <<https://www.valor.com.br>>. Acesso em 4/9/2018.

MENDES, L. H. Favorito de Abílio ganha força na BRF. **Valor Econômico**. São Paulo, 16 de novembro 2017. Disponível em: <<https://www.valor.com.br>>. Acesso em 4/9/2018.

MENDES, L. H. No menor patamar em quase sete anos, BRF já perdeu R\$ 10 bi em 2018. **Valor Econômico**. São Paulo, 4 de março de 2018a. Disponível em: <<https://www.valor.com.br>>. Acesso em 7/9/2018.

MENDES, L. H. Acordo entre Abílio e fundos trava e gera impasse na BRF. **Valor Econômico**. São Paulo, 4 de março de 2018b. Disponível em: <<https://www.valor.com.br>>. Acesso em 7/9/2018.

MENDES, L. H.; ADACHI, V.; TORRES, F.; GOÉS, F. A Saga da JBS. **Valor Econômico**. São Paulo, 7 de julho de 2017. Disponível em: <<https://www.valor.com.br>>. Acesso em 4/9/2018.

MENDES, L. H.; VALENTI, G. Empresário reclama de falta de diálogo. **Valor Econômico**. São Paulo, 27 de fevereiro de 2018. Disponível em: <<https://www.valor.com.br>>. Acesso em 4/9/2018.

MOURA e SOUZA, M.; MAIA, C. Após suspender emissão, Cemig avalia alternativas. **Valor Econômico**. São Paulo, 23 de maio de 2017. Disponível em: <<https://www.valor.com.br>>. Acesso em 4/9/2018.

NESBITT, S. Long term rewards from shareholder activism: A study of the CalPERS effect. **Journal of Applied Corporate Finance**, v. 6, n. 4, p. 75-80, 1994.

NELSON, J. M. The CalPERS effect revisited again. **Journal of Corporate Finance**, v. 12, n. 2, p. 187-213, 2006.

OECD - Organization for Economic Co-operation and Development. **Trends and Factors impacting on Latin American Equity Market Development**. Paris: OECD, 2013.

OLIVEIRA, R. M.; LEAL, R. P. C.; ALMEIDA, V. DE S. Large pension funds and the corporate governance practices of Brazilian companies. **Corporate Ownership and Control**, v. 9, n. 2, p. 76-84, 2012.

OLIVER, C. Strategic responses to institutional processes. **Academy of Management Review**, v. 1, n. 1, p. 145-179, 1991.

OPLER, T.; SOKOBIN, J. **Does coordinated institutional activism work? An analysis of the activities of the Council of Institutional Investors.**

Columbus, OH: Dice Center For Research In Financial Economics, Fisher College of Business, Ohio State University, Working Papers Series 95-5, 1998.

PREVOST, A. K.; RAO R. P. Of what value are shareholder proposals sponsored by public pension funds? **Journal of Business**, v. 73, n. 2, p. 177-204, 2000.

PUNSUVO, F. R.; KAYO, E. K.; BARROS, L.A.B.C. O Ativismo dos fundos de pensão e a qualidade da governança corporativa. **Revista Contabilidade e Finanças**, v. 18, n. 45, p.63-72, 2007.

ROBERT, B. **Exercício do direito de voto nas assembleias das companhias brasileiras, pedidos públicos de procuração, voto e participação à distância.** 2014. Tese (Doutorado em Direito) – Universidade de São Paulo, São Paulo.

ROMANO, R. Public pension fund activism in corporate governance reconsidered. **Columbia Law Review**, v. 93, n. 4, p. 795-853, 1993.

ROMANO, R. Less is more: Making institutional investor activism a valuable mechanism of corporate governance. **Yale Journal on Regulation**, v. 18, n. 2, p. 174-252, 2001.

SCHUFFNER, C.; SCHINCARIOL, J. Petros tem déficit pelo quarto ano seguido. **Valor Econômico**. São Paulo, 13 de janeiro de 2017. Disponível em: <<https://www.valor.com.br>>. Acesso em 4/9/2018.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. A survey of corporate governance. **The Journal of Finance**, v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997.

SILVA, M. S. Governança Corporativa de empresas estatais: notas sobre o novo modelo adotado no Brasil (lei no 13.303/2016). **Boletim de Análise Político-institucional**. n. 15. Jul.-dez, 2018.

SILVA, A. L. C. da; TSAI, C.; GUTIERREZ, M. M. G. P. S. Determinants of equity investments by long-term institutional investors: Evidence from Brazil. **The Open Management Journal**, v.4, s/n, p. 9-15, 2011.

SILVA, A. L. C.; LEAL, R. P. C. Corporate governance index, firm valuation and performance in Brazil. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 3, n. 1, p. 1-18, 2005.

SILVEIRA, A. di M. da; **The Role of BNDES (Brazilian Development Bank) on the corporate governance of large companies in Brazil.** 2010.

Monografia, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo.

SILVEIRA, A. di M. da. **Institutional investors and corporate governance in Brazil**. São Paulo: Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2011. Diapositivos.

SILVEIRA, A. di M. da; BARROS, L. A. B. de.; Corporate Governance Quality and Firm Value in Brazil, 2007.

SILVEIRA, A. di M. da; BARROS, L. A. B. de.; Determinantes da qualidade das práticas de governança corporativa das companhias abertas brasileiras. **REAd - Revista Eletrônica de Administração**, v. 14, n.3, p. 1-29, 2008.

SMITH, M. P. Shareholder activism by institutional investors: Evidence form CalPERS. **The Journal of Finance**, v. 51, n. 1, p. 227-252, 1996.

SONG, W.; SZEWCZYK, S. Does coordinated institutional investor activism reverse the fortunes of underperforming firms? **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 38, n. 2, p. 317-336, 2003.

SONZA, I. B.; GRANZOTTO, A. Are pension funds good monitors? **RAUSP Management Journal**, v. 53, n. 1, p. 190-201, 2018.

STERNBERG, L.; LEAL, R. P. C.; BORTOLON, P. M. Affinities and agreements among major Brazilian shareholders. **International Journal of Disclosure and Governance**, v. 8, n. 3, p. 213-228, 2011.

TOMAZELLA, C. M. **Proteção de acionistas e credores nas operações de incorporação envolvendo sociedades anônimas**. 2011. Tese (Doutorado em Direito) – Universidade de São Paulo, São Paulo.

TORRES, F.; GOÉS, F. Desvio de finalidade em apoio do BNDES é consenso no TCU; preço não. **Valor Econômico**. São Paulo, 20 de julho 2017. Disponível em: <<https://www.valor.com.br>>. Acesso em 4/9/2018.

USEEM, M.; BOWMAN, E.; MYATT, J.; IRVINE, C. US institutional investors look at corporate governance in the 1990s. **European Management Journal**, v. 11, n. 2, p. 175-189, 1993.

VALENTI, G. Abílio pode ter chapa rival na BRF. **Valor Econômico**. São Paulo, 15 de fevereiro de 2013a. Disponível em: <<https://www.valor.com.br>>. Acesso em 4/9/2018.

VALENTI, G. Abílio Diniz em GPA e BRF é caso único. **Valor Econômico**. São Paulo, 26 de março de 2013b. Disponível em: <<https://www.valor.com.br>>. Acesso em 4/9/2018.

VALENTI, G. Previ quer ampliar o ativismo nas companhias. **Valor Econômico**. São Paulo, 30 de agosto de 2013c. Disponível em: <<https://www.valor.com.br>>. Acesso em 4/9/2018.

VALENTI, G; ROCHA, A. do A. BRF confirma mudança e reforça o foco no varejo. São Paulo, **Valor Econômico**. 15 de agosto de 2013. Disponível em: <<https://www.valor.com.br>>. Acesso em 4/9/2018.

VARGAS, L. H. F.; BORTOLON, P. M.; BARROS, L. A. B. C.; LEAL, R. P. C. Recent activism initiatives in Brazil. **International Journal of Disclosure and Governance**, v.15, n.1, p. 40-50, 2018.

WAHAL, S. Pension fund activism and firm performance. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 31, n. 1, p. 1-23, 1996.

WOIDKE, T. Agents watching agents? Evidence from pension fund ownership and firm value. **Journal of Financial Economics**, v. 63, n. 1, p. 99-131, 2002.

WORLD BANK. Doing business report 2019. Disponível em: <<http://www.doingbusiness.org/>>

YIN, R. K. Estudos de caso: planejamento e métodos. 5ed. Porto Alegre, Bookman, 2015.