

REVISTA de INFORMAÇÃO LEGISLATIVA

Brasília • ano 32 • n.º 126

abril/junho – 1995

Editor:

João Batista Soares de Sousa, Diretor

A imunidade dos fundos de pensão e o mercado de capitais

ARNOLDO WALD

1. Após a queda do muro de Berlim que, para alguns, marcou o fim da história, ou de um capítulo da história mundial, sociólogos, economistas e juristas desenvolveram teses referentes ao desenvolvimento de dois tipos de capitalismo: de um lado, o capitalismo anglo-saxão e, de outro, o germânico e japonês.

2. O primeiro se caracteriza por:

a) uma política de curto prazo;

b) um pragmatismo desenfreado;

c) uma aceitação de riscos imensos, no jogo financeiro, abrangendo a emissão dos chamados títulos podres (*junk bonds*), as tomadas de controle que constituem verdadeiras batalhas e chegaram a ser caracterizadas, no caso Nabisco, como verdadeiras "invasões de bárbaros";

d) a utilização das empresas pelos seus controladores, mas também pelos seus administradores, no seu próprio interesse e contrariamente aos interesses sociais.

3. O segundo reflete, ao contrário, por parte dos controladores das sociedades:

a) uma visão de longo prazo;

b) uma posição institucional;

c) uma busca de consenso entre os interesses dos vários acionistas, dos empregados, dos consumidores e do próprio Estado;

d) o reconhecimento da função social exercida pela companhia.

4. Surgiu assim um conflito entre o chamado capitalismo industrial, no qual se defendiam os interesses da empresa e dos seus integrantes, e o capitalismo financeiro, baseado em grande parte na especulação.

5. Por outro lado, no Japão e na Alemanha, criou-se um sistema de defesa da empresa, para assegurar a competitividade empresarial e a sua rentabilidade, não só a curto, mas também a

Arnoldo Wald é Advogado no Rio de Janeiro e Professor Catedrático de Direito Civil na UERJ.

Palestra realizada no Seminário da ABRAPP realizado em Manaus em sessão presidida pelo Ministro José Carlos Moreira Alves, do Supremo Tribunal Federal.

médio e longo prazos. Embora essa situação decorra da concentração do capital nos bancos (Alemanha) ou nos conglomerados (Japão), ela pode continuar a ocorrer com a ascensão da Previdência Privada, que poderia substituí-los, em parte.

6. Essa diferença de visão chegou a ser considerada como uma das razões do relativo atraso e da atual crise da economia norte-americana, fazendo com que, no plano econômico, se tivessem invertido as relações decorrentes da vitória dos aliados na Segunda Guerra Mundial. No plano econômico, vencedores se tornaram a Alemanha e o Japão e vencidos os Estados Unidos e a Inglaterra, como aliás evidencia a recente crise monetária na qual o dólar está perdendo a sua condição de padrão monetário internacional, não obstante a luta dos norte-americanos para manter a posição de sua moeda. Há, aliás, toda uma literatura mostrando o enfraquecimento da economia americana em virtude do capitalismo financeiro que prevalece sobre o capitalismo industrial.

7. Como bem salientam os economistas, os resultados financeiros da empresa a longo prazo não são necessariamente correspondentes a uma série de resultados a curto prazo. Na sua obra intitulada *Capitalismo Inteligente*, Jean Peyrelevade admite que uma nova classificação das sociedades humanas deve ser introduzida, de acordo com as relações que elas têm com o longo termo, ou seja, com a sua visão do futuro mais remoto, o que aliás implica a manutenção do valor da moeda nacional e a estabilidade das instituições políticas. E acrescenta que, enquanto os japoneses se caracterizam pelo seu espírito de poupança, acumulando investimentos e preparando as suas empresas para os desafios do futuro, ao contrário, nos Estados Unidos, a preocupação básica dos administradores está ligada aos interesses financeiros imediatos dos seus acionistas e diretores, à cotação diária das ações em bolsa, sacrificando-se a evolução da empresa.

8. Chegou-se, assim, a falar na oposição entre a lógica da empresa e a do mercado, salientando-se que as bolsas são locais de intermediação que asseguram o desenvolvimento das empresas. Rejeitou-se, assim, a idéia bastante disseminada, de acordo com a qual as empresas só existem para que a respeito delas se possa especular na bolsa. Dando um sentido geográfico a essa afirmação, Peter Drucker chegou a afirmar que Wall Street não se pode

identificar com Las Vegas.

9. Embora a jurisprudência brasileira não se tenha desenvolvido na matéria tanto quanto a americana, já temos atualmente um bom número de decisões judiciais condenando o abuso da maioria e responsabilizando administradores de empresas que as utilizaram no seu próprio interesse. Posição diferente era a dominante até 1960, quando os problemas entre administradores e acionistas eram considerados conflitos domésticos e não eram levados ao Poder Judiciário. Assim sendo, não podemos dizer que se trata de problema peculiar às nações mais desenvolvidas, que ainda não apresenta interesse para o mercado brasileiro.

10. Aliás, o nosso mercado se apresenta com traços particulares que o distinguem de todos os demais. Não há dúvida que já é hoje um mercado desenvolvido e não mais um simples mercado emergente, como bem tem lembrado o eminente presidente da CVM, Dr. Thomas Tosta de Sá, em recentes pronunciamentos. É um mercado desenvolvido quantitativa e qualitativamente.

11. Efetivamente, com uma capitalização em bolsa das sociedades abertas chegando a cerca de 120 bilhões de dólares, representando cerca de um quarto do PIB nacional, embora em outros países tenha alcançado cerca de sessenta ou até 80% do mesmo, mas no Brasil durante muito tempo correspondeu a 5% e 10%. Essa valorização das ações brasileiras tem ocorrido todavia num clima de grande volatilidade, bastando dizer que, nos últimos sete anos o montante da capitalização variou numa faixa que chegou ao mínimo de cerca de trinta bilhões e ao máximo de quase duzentos, ou seja uma variação de um para seis, que certamente é excessiva.

12. Na realidade, o Brasil tem, há mais de vinte anos, um importante mercado acionário, que hoje já se caracteriza pela sua sofisticação, seu tamanho e sua representatividade. O Codimec fez um levantamento de acordo com o qual existiriam cerca de duas mil entidades ligadas ao funcionamento do mercado de capitais, utilizando diretamente quase trinta mil pessoas e tendo, em sua órbita, cerca de oitocentas sociedades abertas, que geram mais de dois milhões de empregos diretos e de cujo capital participam quase cinco milhões de acionistas diretos e sete milhões de cotistas de fundos. As empresas abertas seriam responsáveis pela geração direta de 16% do PIB, por 22% das nossas exportações e 20% dos impostos recolhidos.

As pessoas vinculadas, direta ou indiretamente, pelo trabalho ou pelo investimento, ao mercado e seus dependentes econômicos representam cerca de 10% da nossa população.

13. Por outro lado, não tem aumentado o número de sociedades abertas e o seu crescimento, nos últimos anos, tem sido lento e relativamente pouco expressivo em relação às necessidades de recursos das empresas brasileiras. De fato, as companhias abertas representam cerca de um terço do patrimônio das mil maiores empresas do país, e o crescimento do mercado, em virtude do ingresso de novas entidades, tem sido reduzido. Chegou a haver um declínio no número de empresas abertas e grande parte das emissões foram feitas em debêntures que, embora constituindo um título útil e fecundo para o crédito a longo prazo, não se enquadram no rol das participações acionárias e não criam um vínculo societário de solidariedade entre os debenturistas e a sociedade.

14. Em determinados momentos, os mercados de opções e de futuros chegaram a sofrer certas distorções, deixando de exercer uma função complementar de garantia (*hedging*) em relação ao mercado à vista, para criar um clima de pura especulação, sem vantagem específica para as empresas industriais e comerciais que abriam o seu capital e participam do mercado.

15. A excessiva concentração nas negociações faz também com que, na realidade, nem todas as sociedades abertas tenham a liquidez que se presume para empresas cotadas em bolsa ou transacionadas no mercado de balcão. Talvez sejamos um dos países de maior concentração nas operações em bolsa considerando que, na última década, nos períodos de maior desconcentração, a *grosso modo*, três ações representavam cerca de 40% do movimento, cinco ações concentraram mais de 50% e 60% das negociações, cinquenta ações corresponderam a quase 80% e cem ações alcançaram a ordem de 90% das operações em bolsa. Assim, podemos afirmar que o movimento normal nas bolsas não abrange mais de cento e cinquenta ou duzentas ações, enquanto, no mercado de balcão, são poucas as ações movimentadas de modo contínuo.

16. A primeira fase do mercado acionário se desenvolveu em virtude dos incentivos fiscais, que atualmente desapareceram ou estão em fase de extinção ou de substancial redução. A partir de 1988, com a criação do *Fundo Brasil* nos Estados Unidos e os leilões da conversão, sur-

giu um novo ingrediente, que ensejou o crescimento do movimento das bolsas: foi a internacionalização liderada pelos fundos de captação, tanto de dinheiro novo, como de créditos externos convertidos em investimentos. Assim mesmo, no plano internacional, verificou-se ser o nosso mercado relativamente incipiente pelas suas dimensões. Basta lembrar que, se das mil maiores empresas brasileiras só 33% são de sociedades abertas, se conseguíssemos que as mil maiores empresas brasileiras fossem todas abertas, a capitalização em bolsa deveria alcançar cerca de quinhentos bilhões de dólares, passando a corresponder, a *grosso modo*, ao nosso PIB.

17. Feito de modo muito sumário o diagnóstico, que não é novo, mas não deixa de ser impressionante, caberia examinar o que se pode mudar rapidamente para que o mercado deixe de trabalhar em circuito fechado, exclusiva ou predominantemente, no interesse dos especuladores, para vir a favorecer mais as empresas, seus empregados, os investidores e a economia nacional. Trata-se de encontrar uma fórmula para que parte importante dos recursos da poupança interna e externa seja encaminhada para o mercado acionário produtivo, em vez de serem tais recursos mantidos em operações financeiras de curto prazo.

18. Após o exame do mercado de capitais, cabe salientar a importância da missão que nele pode e deve desempenhar a previdência privada no momento em que se cogita da Reforma Constitucional. Efetivamente, além de complementar a previdência social, que está praticamente falida em todos os países, a previdência privada está sendo e pode ser, com muito maior desenvoltura, a fonte básica não só de financiamentos de longo prazo, mas também de recursos que poderão representar uma maior participação efetiva nas sociedades abertas e até nas chamadas empresas emergentes, que mereceram recentemente a criação de fundos especiais autorizados a funcionar pela CVM. Trata-se de uma forma de *capital venture*, que se caracteriza pela possibilidade de capitalizar e desenvolver pequenas e médias empresas de boa tecnologia para que, em seguida, seja aberto o capital das mesmas.

19. A relevância do papel da previdência privada no mercado de capitais decorre de sua estrutura que a obriga a raciocinar, investir e aplicar no longo prazo, ao contrário do que acontece com a maioria dos acionistas, tanto

nacionais quanto estrangeiros, que sofrem da obsessão da rentabilidade a curto prazo, à qual já aludimos, pois a variação da cotação em bolsa das ações das empresas por eles administradas é considerada, muitas vezes, como sendo a prova da eficiência dos administradores. Por outro lado, os dividendos e o ganho de capital competem, no mercado, com os títulos de renda fixa que, no Brasil, alcançaram uma rentabilidade muito alta.

20. Numa obra pioneira, o grande pensador e economista americano Peter Drucker considerou que a previdência privada estava realizando uma revolução invisível, ao permitir que a propriedade de grande número de ações passasse a pertencer aos empregados das empresas. Assim, os fundos de pensão norte-americanos passaram a possuir mais de 25% das ações negociadas em bolsa. Surgiu o chamado *capitalismo popular* ou de *massas*, ou capitalismo dos empregados, que superou a luta de classes para aproximar, numa luta comum pela empresa, tanto os seus empregados, como os seus administradores e acionistas.

21. Atualmente, os fundos de pensão nos Estados dispõem de recursos financeiros de quatro trilhões de dólares, ou seja, um pouco menos que o PIB americano, que é de quase seis trilhões. Em relação às vinte e cinco maiores empresas norte-americanas, os fundos de pensão possuem, na média, 50% do capital. Alguns dos maiores fundos de pensão dos Estados Unidos dispõem de mais de cem bilhões de dólares (ou seja, um quinto do PIB brasileiro). Os vinte maiores fundos de pensão do mundo gerem recursos no montante de um trilhão de dólares.

22. Na Alemanha, os fundos de pensão representam recursos de cerca de trezentos bilhões de dólares, ou seja, 2/3 do nosso PIB, e na Inglaterra alcançam um valor um pouco menor — duzentos e cinquenta bilhões.

23. Em todos os países, a imunidade tributária e os favores e incentivos fiscais permitiram que se criasse um instrumento que serve, simultaneamente, à complementação da previdência social e aos financiamentos e às aplicações em investimentos e participações acionárias de longo prazo.

24. Criou-se, assim, um capitalismo sem capitalistas e sem capital. Os administradores não são capitalistas e os recursos não constituem capital, mas salário diferido em favor do empregado, quando se aposentar.

25. No Brasil, se a previdência privada é bem mais modesta em comparação com os Estados Unidos, a Alemanha e a Inglaterra, mesmo mantidas as respectivas proporções, o seu crescimento nos últimos vinte anos nos revela um dinamismo e um aprimoramento gradativo, que aliás corresponde à sua progressiva emancipação da tutela governamental.

26. Inicialmente presas numa espécie de camisa de força e dominadas pelas tradições das empresas de capitalização que, algumas vezes, não foram felizes num país cuja moeda foi, por longo tempo, corroída pela inflação, as entidades da previdência privada lutaram pelos direitos dos seus associados e obtiveram, aos poucos, a liberação de pesadas e minuciosas regulamentações estatais que, muitas vezes, as obrigavam a investir em aplicações não rentáveis e até, em certos casos, prejudiciais, em detrimento dos seus associados e para atender necessidades do Tesouro Nacional, o que, até recentemente, só deixou de ocorrer em virtude de medidas judiciais (relativamente aos CP's, NTN's etc.).

27. Atualmente, com um patrimônio de mais de cinquenta bilhões de dólares, abrangendo algumas centenas de entidades vinculadas a duas mil empresas e beneficiando quase três milhões de empregados, as entidades de previdência fechada aplicam cerca de 40% dos seus fundos em ações, tornando-se, assim, verdadeiros catalizadores do desenvolvimento do mercado.

28. A estrutura de créditos e débitos de longo prazo permite que os fundos participem do mercado acionário com uma visão mais empresarial, pensando no futuro da empresa, sem prejuízo da sua rentabilidade a curto, médio e longo prazo.

29. Enquanto, no início, os fundos de pensão eram simples acionistas investidores, rendeiros, aplicadores minoritários ou titulares de ações preferenciais sem direito de voto, foram, aos poucos, assumindo um papel de observador vigilante da evolução da empresa, ocupando cargos no conselho fiscal e, eventualmente, no Conselho de Administração, exercendo não somente uma auditoria formal, mas também uma *auditoria de performance*.

30. Recentemente, deixaram de ser sócios passivos e inertes, *sleeping partners*, na expressão norte-americana, para, em diversos casos, participarem de controle, ou até assumi-lo, muitas vezes numa forma de controle partilhado, como aconteceu no caso de aquisição do

controle da Perdigão e em algumas privatizações, como a da Acesita.

31. Além de uma mudança do espírito e da política empresarial, que decorre da perenidade dos fundos de pensão e da sua visão de longo prazo, está, assim, ocorrendo uma intervenção na gestão empresarial que libera as sociedades de preocupações imediatistas, permitindo que realizem mais adequadamente a função social que a legislação societária lhes atribuiu expressamente (art. 154 da Lei n.º 6.404/76).

32. Efetivamente, na gestão da empresa, estamos agora encontrando além dos administradores profissionais, equipes de especialistas independentes que trazem à sociedade a sua experiência externa em determinados setores de atividade e, ainda, os representantes da poupança coletiva, entre os quais se destacam os da previdência privada.

33. Resumindo uma evolução do direito societário que estamos encontrando em todos os países do mundo, o Professor André Tunc assinala que está ocorrendo uma nova formulação na estrutura da gestão empresarial. Se inicialmente tivemos o comando exclusivo dos acionistas controladores nas grandes empresas, foram eles, aos poucos, substituídos pela tecnocracia dos administradores, a chamada "tecnocrata", cuja prepotência foi analisada nos Estados Unidos, desde Adolph Berle até John Galbraith. Posteriormente, os *take over bids* – ofertas públicas de compra de ações ou assunções não consensuais do controle – enfraqueceram os poderes pessoais dos administradores, sem prejuízo de lhes oferecer eventuais "pára-quadras dourados", que adoçavam a sua queda, enquanto se inventavam pílulas envenenadas para dissuadir os eventuais compradores do controle. Agora, os principais acionistas dinâmicos já são os fundos de pensão, os órgãos da previdência privada, que participam do controle com os fundos mútuos, mas têm sobre eles a vantagem de ter tempo e se caracterizam com uma visão empresarial de longo prazo, até por terem obrigações que se vencem num futuro mais remoto.

34. Estamos numa fase em que se cogita, em virtude de recente legislação, de concessões de obras e em que já várias delas estão sendo objeto de licitação, sendo evidente a necessidade de capitais que possam ser remunerados a longo prazo, com uma carência correspondente à fase de construção e implantação do projeto. Em todos os países, as empresas concessio-

nárias estão entre as mais negociadas em bolsa, e nelas as entidades da previdência privada podem ter uma importante participação acionária, tanto mais que, em virtude de princípio constitucional e legal, as tarifas devem assegurar a compensação do capital investido, garantindo o equilíbrio econômico-financeiro da empresa no qual está incluído o direito a um lucro razoável.

35. Em todo o Brasil, a concessão de obra está sendo utilizada e desenvolvida, sendo considerada pelo Presidente eleito, Fernando Henrique Cardoso, como a mola mestra da nova fase econômica na qual entra o país, com um sério déficit de infra-estrutura e a ausência de recursos financeiros para investir em obras e serviços, que são necessários e abrangem desde o fornecimento de eletricidade e de água até o transporte, as telecomunicações, o saneamento, as estradas de rodagem etc...

36. Já existem leis estaduais na matéria no Rio de Janeiro e em São Paulo, e a legislação federal acaba de ser promulgada. Mas a concessão já entrou na vida administrativa, em relação ao lixo no Município de São Paulo, às estradas de rodagem nos Estados de São Paulo e do Rio de Janeiro, à manutenção da Ponte Rio-Niterói e ainda em inúmeras outras atividades. Cabe lembrar que o recente eurotúnel – a maior obra de engenharia do século – somente foi construído em virtude da utilização da técnica jurídica da concessão.

37. Ora, as concessões exigem investimentos de longo prazo cuja rentabilidade não é imediata, pois pressupõe a construção de obras que, somente quando terminadas, ensejarão a possibilidade de distribuir dividendos. É, pois, uma área privilegiada para a atuação da previdência privada, e em particular das entidades de previdência fechada, que estão estudando com as autoridades a viabilidade de institucionalizar este tipo de investimento.

38. Também as privatizações, que devem ser reiniciadas tanto no plano federal – com as programadas vendas das ações da Excelsa, do Banco Meridional e da Light –, quanto em vários Estados, podem ensejar a utilização de importantes recursos dos fundos de pensão, seja no caso de privatização total ou até de privatizações parciais, que poderão vir a ocorrer, ou em parcerias de empresas privadas com entidades governamentais, nas áreas de monopólio que admitem a utilização de recursos privados para determinadas finalidades, ou com a esperada "flexibilização", que deverá permitir maiores in-

vestimentos privados em áreas estratégicas da maior importância, como a de telecomunicações. Poderemos, assim, ter recursos privados utilizados para obras e serviços públicos no interesse social.

39. A presença desse dinheiro social no mercado está também ligada à reintrodução do verdadeiro espírito empresarial, que se caracteriza pelo planejamento de longo prazo e pelo atendimento aos princípios básicos da eficiência e moralidade.

40. Efetivamente, enquanto os demais acionistas descontentes podem abandonar a empresa, vendendo as suas ações, "votando com os pés", para usar a terminologia norte-americana, os fundos da previdência fechada lutam pelo aprimoramento da empresa porque devem atuar, nas suas operações ativas e passivas, tendo sempre em vista o futuro tanto próximo quanto remoto. E foi justamente por ter adotado uma política imediatista, tanto na captação, como na aplicação, que, no passado, certas entidades de capitalização acabaram sob intervenção ou liquidadas, porque não pensaram no futuro ou não quiseram fazer as previsões adequadas.

41. Há, pois, na previdência fechada, um novo espírito inspirado pela ética que se impõe na gestão das empresas abertas. Durante longo tempo, os economistas se esqueceram da moral e houve até administradores públicos e privados que admitiram que a sua conduta fosse aética, considerando que a economia e a política, sendo pragmáticas, pudessem ser amorais e até imorais. Fizeram com que o país crescesse, mas não se desenvolvesse.

42. Já agora, no Estado democrático de direito, sabem administradores e controladores de empresas que a economia deve submeter-se à ética e que o direito é a arte e a ciência que determinam o modo pelo qual a economia deve conciliar-se sempre com a ética.

43. A presença ativa no mercado dos Fundos de Pensão gozando da imunidade tributária e funcionando como novos investidores que aplicam a longo prazo, a democratização do capital decorrente das privatizações, nas quais os empregados se transformaram em acionistas, e a atuação vigilante e construtiva da CVM já permitem vislumbrar, agora, que, no futuro, o mercado de capital não mais constituirá uma

atividade predominantemente especulativa, mas um contexto adequado para incentivar a poupança, melhorar a distribuição da riqueza e a qualidade de vida do cidadão brasileiro.

44. Pretende-se, assim, vincular, embora de modo indireto, de um lado, o enriquecimento das empresas e o dos seus empregados, o financiamento de projetos a longo prazo, úteis ou necessários ao país, inclusive no campo da infra-estrutura, e, de outro lado, a melhoria das pensões e aposentadorias que sofreram, até agora, a erosão decorrente da inflação e a redução em virtude de manipulações governamentais.

45. É condição básica para que a previdência privada possa desempenhar as suas funções na sociedade brasileira, realizando a revolução invisível à qual já aludimos e podendo, simultaneamente, substituir em parte a Previdência Social, suprimindo as suas deficiências e complementando a sua missão e, por outro lado, garantir o desenvolvimento do mercado de capitais, que mantenha a sua imunidade fiscal, que a Constituição lhe garante.

46. Os numerosos pareceres que reconhecem a imunidade tributária das entidades fechadas de previdência privada, oriundos de autores como Gilberto de Ulhoa Canto, Ives Gandra Martins, Nelson Jobim, Sacha Calmon, no campo jurídico, e Rio Nogueira, na área atuarial, evidenciam o estatuto constitucional dessas entidades, que deve ser respeitado em virtude do texto expresso da Magna Carta, das normas legais aplicáveis, dos interesses legítimos que se transformaram em verdadeiros direitos adquiridos e dos imperativos econômicos e sociais que os justificam.

48. Para o social liberalismo, como para a filosofia grega, o homem, o indivíduo, volta a ser o centro de todas as coisas. Quando o Presidente da República fala em social liberalismo, em desenvolvimento baseado numa parceria, a previdência privada aparece como sendo um dos grandes parceiros do Estado. Garantir a sua sobrevivência e integralidade e estimular o seu crescimento constitui, pois, um dos grandes meios que a sociedade brasileira tem para transformar cada proletário num proprietário, fazendo com que o aumento do PIB se acelere e se reflita, também, na renda per capita de cada brasileiro, compensando, assim, as injustiças e iniquidades do passado e criando novas esperanças para o futuro.