

FUNDOS DE PENSÃO E O ATIVISMO: AGENDA DE PESQUISAS FUTURAS

VANESSA BORGES DA SILVA

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL (UFRGS)

JORGINEIA RAMOS DAS CHAGAS

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL (UFRGS)

LETICIA MEDEIROS DA SILVA

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL (UFRGS)

FERNANDA KREUZBERG

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL (UFRGS)

GIOVANA SORDI SCHIAVI

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL (UFRGS)

FUNDOS DE PENSÃO E O ATIVISMO: AGENDA DE PESQUISAS FUTURAS

1. Introdução

Os Fundos de Pensão são investidores institucionais, tais como os Fundos Mútuos, Fundos de Investimento e Companhias de Seguro, têm como principal característica a alta disponibilidade de recursos financeiros para investimentos, oriundos de indivíduos e empresas, estas buscam retornos de longo prazo, sendo regulamentados conforme a Lei Complementar 109, de 29 de maio de 2001, as Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPC) também conhecidas, por fundos de pensão (Oliveira, 2016).

Segundo o Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) em 2021, os fundos de pensão foram responsáveis por 12,80% do Produto Interno Bruto (PIB) do Brasil, totalizando um valor de aproximadamente 1.11 trilhões de reais. As EFPC contribuem para o aumento da capacidade de investimento do país e para a diversificação das fontes de financiamento do crescimento econômico, segundo estudos realizados pela Superintendência Nacional de Previdência Complementar (PREVIC) (Previc, 2021).

Com o decorrer dos anos os fundos passaram a ocupar um lugar de destaque no mercado financeiro, desenvolveram tamanhos e força financeira ao centralizar a poupança dos trabalhadores de forma coletiva e individual (Sauviat, 2005). Os fundos de pensão ao adquirirem ações ordinárias de empresas no mercado de capitais passaram a ter direito em participar mais ativamente das decisões dos conselhos de administração por meio de seus representantes (Sonza & Granzotto, 2018).

O monitoramento das partes envolvidas diminui a assimetria informacional, que é o resultado da separação entre gestão e propriedade (Jensen & Meckling, 1976). A assimetria informacional ocorre quando a informação não está disponível a todas as partes envolvidas em uma relação contratual (Akerlof, 1978). Conforme sinaliza Silva (2020) os fundos possuem propriedade pulverizada, quanto mais participantes, mais dispersa é a propriedade. Quanto mais disperso for o controle de uma empresa, maior a separação entre propriedade e controle, podendo ocasionar maiores conflitos entre os gestores e o principal, configurando o conflito de agência (Depoers, 2000).

No mercado de capitais, atuam diversos tipos de investidores que contribuem para o desenvolvimento do mercado financeiro (Nese, 2017). No Brasil, o destaque na participação dos fundos de pensão são os acionistas, os quais perceberam a importância de incentivar as empresas a adotarem práticas de Governança Corporativa e assim exercendo o poder subjacente à sua posição de grandes investidores, estes fundos passaram a perceber sua força e então passaram a reivindicar modificações na forma de atuação das investidas, esse movimento é conhecido como ativismo (Punsuvo et al., 2007). O acionista ativista é visto como aquele que, não está satisfeito com algum aspecto da empresa investida, e tenta propor mudanças, mas, sem que seja obrigatório mudar o controle (Gillan & Starks, 2007).

O ativismo dos acionistas é definido como um engajamento com a administração da empresa e exerce influência no seu comportamento, defende mudanças nas políticas adotadas e impacta sua conduta geral, com o intuito de que a adoção de estratégias propostas por ativistas ajude os acionistas a maximizar a riqueza (Shingade et al., 2022). E ainda conforme, Crisótomo e González (2006) ativismo, pode ser entendido como uma postura ativa quando acionistas passam a impor suas demandas à administração da empresa.

Na medida que, as participações acionárias desses fundos crescem, também cresce significativamente a preocupação de se monitorar a atuação dos gestores das empresas que recebem tais recursos (Sonza & Granzotto, 2018). Diante do exposto, questiona-se: ***Quais as oportunidades de pesquisa na temática de ativismo nos fundos de pensão?*** Nesse cenário, o presente estudo tem por objetivo identificar, a partir da análise da literatura, oportunidades de pesquisa no contexto de ativismo em fundos de pensão.

A pesquisa se justifica pela importância dos fundos de pensão como investidores institucionais no desenvolvimento econômico de seus países, suas motivações para o ativismo nas firmas investidas e respectivos impactos em desempenho econômico das empresas, tornando-se relevante a revisão de literatura (Nese, 2017; Sonza & Granzotto, 2018; Silva, 2020). As EFPC começam a perceber que devem exercer seus direitos como acionistas, para defender seus investimentos, o porte dos Fundos, possibilita sua participação ativa na gestão das empresas, particularmente nos conselhos de administração, trazendo força para o ativismo demonstrando a importância sobre o tema (Oliveira, 2016).

Contudo, esta pesquisa se diferencia por realizar uma análise sob a ótica do ativismo em fundos de pensão e as possíveis bases teóricas que estão sendo incorporadas nas pesquisas, proporcionando melhor compreensão das teorias que permeiam pelo tema, acredita-se também que a revisão de literatura ajudará a compreender o nível de interesse acadêmico no ativismo e identificando eventuais lacunas para futuras pesquisas e ainda os achados podem contribuir com as empresas investidas para utilizarem de mecanismo de governança corporativa para minimizar os possíveis conflitos de agência, somando-se a outros estudos no entendimento do ativismo.

2. Referencial Teórico

2.1 Fundos de Pensão, Ativismo e Teoria da Agência

As EFPC são aquelas criadas por empresas ou grupos de empresas, denominadas patrocinadoras, oferecendo por meio de adesão planos de benefícios previdenciários aos seus empregados (Previc, 2021). Segundo Reis (2014) define que a EFPC é a estrutura organizacional, constituída como pessoa jurídica, que administra e operam os planos de previdência complementar, estas entidades são constituídas no formato de fundações sem fins lucrativos e têm por finalidade exclusiva administrar e executar planos de benefícios de caráter previdenciário (Previ, 2021).

Os Fundos por serem responsáveis pela gestão de recursos de terceiros devem adotar práticas de governança corporativa (GC), cujas, são fortemente incentivadas pelo órgão fiscalizador (Silva, 2020). As boas práticas de GC contribuem para uma administração mais efetiva e consciente, vislumbrando sempre alto padrão de segurança econômico-financeira e atuarial, neste sentido, compete aos conselhos e à direção destas entidades estarem sempre atentos para mitigar os possíveis riscos para entidade (Silva, 2020). O monitoramento efetivo por grandes grupos de *Stakeholders* é um importante mecanismo de governança corporativa (Dasgupta & Piacentino, 2015).

Com a intenção de diminuir possíveis problemas de agência, a empresa deve buscar formas de atender as demandas dos diversos *Stakeholders* e ao mesmo tempo, garantir o alcance dos seus objetivos principais do mercado, deste modo, os acionistas e demais interessados, especialmente por sua característica de participação na propriedade, têm direitos formais perante a empresa investida, o papel dos acionistas ativistas tem se

tornado uma forma legítima de atuação dos investidores institucionais, ocasionando efeitos normalmente positivos para seus acionistas (Crisótopo & González, 2018).

É importante destacar que, embora os fundos de pensão individualmente não possam ser controladores majoritários de empresas, eles podem se unir em bloco com outros fundos de pensão ou outros investidores e assumir parte relevante do bloco de controle e do Conselho de Administração (Nese, 2017). Esta decisão de engajamento em iniciativas ativistas é antecipada por monitoramento da empresa em que foi realizado o investimento, este movimento de interferência, torna-se um meio de estimular a governança corporativa, na medida em que se pode apontar para eventuais conflitos de agência (Gillan & Staccks, 2007).

Para compreensão do surgimento do movimento de ativismo dos investidores, é primordial introduzir as razões históricas em relação ao despertar da governança corporativa, com atenção específica para os conflitos de agência que surgem naturalmente no ciclo de vida das organizações (Punsuvo et al., 2007). O conflito de agência surge da separação entre propriedade e controle, onde existe o risco de o agente não focar somente no interesse do principal, que é a maximização de seu retorno, o problema ocasionado pelo conflito de agência é o risco que se agrava em economias emergentes, que é caracterizado por altos custos de transação, como a falta de transparência e a fraca proteção de investidores (Nese, 2017).

Em essência, a razão principal da existência de investidores institucionais é a separação entre propriedade e controle da riqueza financeira, estes investidores, influenciam significativamente as decisões estratégicas das empresas por meio de seu poder de voto e habilidades superiores na aquisição de informação e monitoramento gerencial (Shleifer & Vishny, 1997, Mangoni, 2015). A motivação e o impacto do ativismo dos fundos de pensão foram investigados por Del. Guercio e Hawkins (1999) eles mencionam que propostas dos acionistas são seguidas por atividades adicionais significativas de governança corporativa e amplas mudanças corporativas, como vendas de ativo e reestruturações.

Seus resultados mostraram que os fundos são mais bem sucedidos em monitorar e promover mudanças nas empresas-alvo. Os autores não encontraram evidências que demonstrem que o ativismo tem outras motivações além da maximização de valor do fundo (Del. Guercio e Hawkins, 1999). Já o estudo de Mangoni (2015) encontrou relação positiva entre os investimentos dos fundos de pensão nas empresas listadas na bolsa e constatou que a relação em pertencer a um nível de governança e o percentual de participação dos fundos de pensão nas empresas é expressivo.

Quanto ao monitoramento Sonza e Granzotto (2018) demonstraram que os fundos de pensão não desempenham um bom papel, pois a estrutura de controle desses fundos está negativamente relacionada com o desempenho financeiro, ou seja, quanto maior a participação, pior o desempenho da empresa, uma possível razão para isso é que os fundos de pensão investem no mercado de capitais para diversificação de portfólio e não se preocupam com tomadas de decisão específicas nas empresas. Eles possuem pouca capacidade de monitoramento, assim, gerando conflitos que vão contra o objetivo de maximizar o valor da empresa. Além disso, o estudo identifica o fato de os investidores valorizarem mais as ações de empresas, nas quais, os fundos públicos nacionais têm investimentos, mesmo sem comprovação de que tais fundos melhoram a rentabilidade destas organizações (Sonza & Granzotto, 2018).

Crisótopo e Gonzáles (2006) evidenciaram a participação crescente dos fundos na propriedade de empresas brasileiras, isto seria um indicativo de possível estratégia dos fundos de pensão como grupo de acionistas ativos na governança das empresas investidas. Este comportamento pode ser visto como uma forma de mecanismo para reduzir os conflitos de interesse gerados pela separação entre propriedade e controle, esses controles buscam minimizar os custos decorrentes do problema de agência, de certo modo, o ativismo tem como razão principal a busca de solução de problemas de agência (Crisótopo & Gonzáles, 2006).

Os problemas de agência foram analisados no panorama normativo nos fundos de pensão por Mano e Porto (2022), seus achados demonstraram que as normas vigentes permitem estruturas ineficientes de governança em EFPC sob a ótica da teoria da agência. Eles destacam que os participantes por serem os maiores interessados nos resultados, deveriam ter mais poderes de controle sobre a atividade do fundo, bem como melhor monitoramento dos agentes que estão os representando (Mano & Porto, 2022). Bortolon et al., (2019) investigaram se as características do monitoramento, da estrutura de propriedade e do desempenho se associam às chances de pedido por implantação de conselho fiscal, essa solicitação pode ser demonstrada como uma manifestação de ativismo, uma vez que demonstra a preocupação dos acionistas em um melhor monitoramento e fiscalização sobre a gestão.

O estudo realizado por Punsuvo et al., (2007) analisaram a relação entre a participação acionária dos fundos de pensão e a qualidade da governança corporativa das empresas investidas, os resultados demonstraram uma relação negativa entre as variáveis, sugerindo um possível *tradeoff* entre a participação acionária e a governança corporativa como forma de alinhamento entre os fundos e as empresas que recebem o recurso. Já Vargas et al., 2018 acreditam que uma boa governança acaba por diminuir a necessidade de iniciativas ativistas, pois encontraram menor ativismo em empresas com melhor nível de governança.

Neste contexto, Mota et al., (2021) analisaram a consonância existente entre o ativismo dos acionistas, a teoria da agência e a governança corporativa no mercado de ações. Seus resultados demonstraram que o ativismo dos investidores é sempre necessário para uma boa prática de governança corporativa e aplicabilidade dos seus princípios, observaram ainda que existe uma relação intrínseca entre ativismo dos acionistas e teoria da agência. Em relação à continuidade das organizações, Sethi (2005) observou que os fundos de pensão e outros fundos mútuos devem se atentar com a sobrevivência e o crescimento de longo prazo das corporações, o autor considera que ações podem ser fortalecidas por meio de maior divulgação e transparência das atividades corporativas.

Para Mota et al., (2021) os investidores institucionais que vêm exercendo o poder em conjunto com as organizações, pressionando a diretoria das empresas, reivindicando modificações na forma de atuação das empresas investidas, estes, notam a importância de estimular às empresas investidas a adotarem práticas de governança. Fato este, que tais investidores acreditam ser necessário desenvolver mecanismos que procurem alinhar os seus interesses aos dos gestores das empresas, a teoria da agência capta bem este aspecto, de separação do agente e do principal (Mota et al., 2021).

3. Procedimentos para a seleção do portfólio bibliográfico

A primeira etapa de operacionalização para seleção dos trabalhos consiste na seleção de um Portfólio Bibliográfico (PB) que representa os artigos considerados relevantes para o tema de interesse. Essa etapa consiste em: (a) selecionar um banco de artigos, (b) aplicar procedimentos de filtragem nos artigos, e (c) testar a representatividade dos artigos. A seleção do Portfólio Bibliográfico inicia-se com a definição das palavras-chave e seleção da base de dados neste artigo a escolhida foi a “*Web of Science*”. A partir de então, se procede à busca de artigos na base de dados selecionada de acordo com as palavras-chave definidas e a posterior realização dos testes de aderência das palavras-chave definidas.

A realização da primeira busca foi efetuada na base de dados da *Web of Science* a qual retornou 1.636 artigos. Utilizando apenas o Título, fundos de pensão ou “Pension funds”, observa-se que os números iniciais de artigos brutos, foram significativamente altos, por ser muito abrangente a palavra, fundos de pensão, foi realizado, novamente outro filtro de palavras-chave, “Pension funds” e incluída a palavra, ativismo ou “activism”, após estas alterações o resultado da busca diminuiu de forma significativa a amostra, resultando apenas 17 artigos selecionados para avaliação mais detalhada. A busca dos artigos ocorreu na base da *Web of Science*, na data de 19 de junho de 2023.

Como parâmetro de busca estabeleceu-se: (1) pesquisa nos comandos título, resumo e palavras-chaves na base de dados; (2) sem delimitação de idioma; (3) sem limitação temporal; (4) sem delimitação de área de atuação. Na tabela 1 será apresentado o método utilizado para a filtragem dos artigos.

Tabela 1
Coleta de dados

Base acessada	Termos	Quantidade de artigos
1. <i>Web of Science</i>	1. “pension funds, ou fundos de pensão; 2. “activism”, ou “ativismo”.	17
	Artigos excluídos	(5)
1. <i>Web of Science</i>	1. “pension funds, ou fundos de pensão; activism”, 2. “activism” ou “ativismo”.	12

Após o refinamento da pesquisa, o número resultante foi de 17 artigos, onde se realizou a leitura dos títulos e dos resumos. Adotou-se, como critério para a exclusão de trabalhos, os quais que não tinham relação direta com o tema ou por não estarem publicados em modo de leitura aberto ou estarem em duplicidade, após as análises, optou-se pela exclusão de 5 artigos, resultando em 12 artigos pertencentes a amostra, os quais foram lidos de forma integral, com o intuito de verificar seu alinhamento com a temática. Na tabela 2 foi realizada a categorização dos 12 artigos selecionados em relação ao ano de publicação, título e em qual periódico o artigo foi publicado.

Tabela 2
Categorização dos artigos

Nº	Ano da Publicação	Título	Periódico
1	1999	The motivation and impact of pension fund activism	<i>JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS</i>
2	2018	Are pension funds good monitors?	<i>RAUSP MANAGEMENT JOURNAL</i>
3	2015	Shareholder activism of public pension funds: The political facet	<i>JOURNAL OF BANKING & FINANCE</i>
4	2012	Crisis, internal governance mechanisms and pension fund performance: Evidence from Poland	<i>EMERGING MARKETS REVIEW</i>
5	2014	Pension funds and stock market volatility: An empirical analysis of OECD countries	<i>JOURNAL OF FINANCIAL STABILITY</i>
6	2023	Between stakeholders and shareholders: Pension funds and labour solidarity in the age of sustainability	<i>EUROPEAN LABOUR LAW JOURNAL</i>
7	2018	Determinants of Shareholder Activism of the National Pension Fund of Korea	<i>ASIA-PACIFIC JOURNAL OF FINANCIAL STUDIES</i>
8	2013	The Drivers of Responsible Investment: The Case of European Pension Funds	<i>JOURNAL OF BUSINESS ETHICS</i>
9	2019	Corporate sustainability and institutional shareholders: The pressure of social responsible pension funds on environmental firm practices	<i>BUSINESS STRATEGY AND THE ENVIRONMENT</i>
10	2020	State Pension Funds and Corporate Social Responsibility: Do Beneficiaries' Political Values Influence Funds' Investment Decisions?	<i>JOURNAL OF BUSINESS ETHICS</i>
11	2022	Environment, Social, and Governance Performance and Financial Performance With National Pension Fund Investment: Evidence From Korea	<i>FRONTIERS IN PSYCHOLOGY</i>
12	2005	Investing in socially responsible companies is a must for public pension funds - Because there is no better alternative	<i>JOURNAL OF BUSINESS ETHICS</i>

Em relação ao período temporal das publicações, pode-se perceber que o tema Ativismo em Fundos nos anos 90 era incipiente em relação às publicações, o artigo “*The motivation and impact of pension fund activism*”, é um artigo muito citado no cenário atual das pesquisas neste tema. Sendo que a partir dos anos 2000 obtém-se uma média nas publicações um pouco maior, porém continua um tema pouco explorado, e quanto aos periódicos publicados também não foi encontrada uma periodicidade para as publicações.

4. Resultados da Pesquisa

Após as leituras realizadas nos artigos selecionados pela amostra e análise de resultados, destaca-se na Tabela 3, a classificação por tema central e a teoria de base dos artigos analisados.

Tabela 3

Classificação por tema e teoria dos artigos

Tema central	Impacto do ativismo
	Desempenho dos fundos
	Mecanismos de Governança
	Desempenho <i>ESG</i>
	Desempenho Financeiro
	Investimento Socialmente Responsável
	Motivações políticas
Teoria mencionada	Teoria da Agência
	Teoria Institucional
	Teoria <i>Stewardship</i>
	Teoria Instrumental
	Teorias Relacionadas ao Capital Humano
	Teoria <i>Stakeholders</i>

Com a finalidade de explorar os temas mais discutidos nos artigos, observou-se que entender o impacto do ativismo dos acionistas no desempenho financeiro, é uma questão relevante e discutida pelos autores (Jackowicz & Kowlewski, 2012; Del. Guercio & Hawkins, 1999) eles acreditam que mecanismos de governança influenciam o desempenho dos fundos de pensão. Del. Guercio e Hawkins (1999) examinaram o impacto e a motivação do ativismo dos fundos de pensão, seus resultados demonstram que os fundos da amostra diferem em seus objetivos de ativismo, fazendo uso de publicidade como ferramenta de ativismo e impactando nas empresas investidas, e que essa diferença geralmente consiste com as estratégias de investimentos dos fundos.

O estudo realizado por Jin e kim (2022) verificou que a participação de fundos pode ter efeitos afirmativos no desempenho do *Environmental, Social and Governance (ESG)* ou desempenho financeiro. Já Shingade et al., (2022) entendem que o ativismo dos acionistas atrai grande atenção de pesquisadores e formuladores de políticas, assim ajudando a melhorar o desempenho e a avaliação das empresas em nações desenvolvidas. Mas, em países com economia em desenvolvimento, seus resultados demonstram uma relação insignificante entre o ativismo dos acionistas e os parâmetros de desempenho da

empresa em relação à avaliação, margens de lucratividade e retornos na Índia (Shingade et al., 2022).

Outro conjunto de estudos demonstrou interesse em avaliar a influência da governança corporativa e seus mecanismos de controle (Sonza & Granzotto, 2018; Jackowicz & Kowlewski, 2012). Quando os investidores institucionais adquirem ações de empresas no mercado de capitais, eles passam a participar mais ativamente das decisões dos conselhos de administração, por intermédio de seus representantes, a governança acaba sendo um caminho importante para que os investidores alcancem o retorno esperado. Neste sentido, diversas instituições estão dispostas a se engajarem no ativismo dos acionistas, sendo que estas identificam o processo de voto por procuração promovida por estes investidores institucionais um importante canal de governança entre os acionistas (Sonza & Granzotto, 2018).

Jackowicz e Kowlewski (2012) acreditam que os mecanismos internos de governança são importantes, mas que só mecanismos internos não criam incentivos suficientes para disciplinar os gestores no mercado de fundos de pensão. É fundamental para a eficácia da governança interna que o conselho fiscal seja composto por membros de dentro e de fora da entidade, trazendo conselheiros independentes, mas, acreditam que o presidente deve ser uma pessoa de dentro da entidade, que, por seus conhecimentos profissionais possam exercer um efetivo monitoramento (Jackowicz & Kowlewski, 2012).

Para Shingade et al., (2022) a estrutura regulatória e a execução eficaz são os capacitores críticos do ativismo dos acionistas, os autores mencionam que as novas iniciativas são tomadas por reguladores, como facilitadores, a votação eletrônica, nomeação de número mínimo de diretores independentes, separação do cargo de presidente e diretor administrativo trouxe mais poder aos acionistas ativistas na Índia. A participação do investidor institucional cresceu de 21% em 2001, para 34% em 2018, este é um dos principais impulsionadores do ativismo dos acionistas onde a maior participação está associada ao maior poder de voto e políticas de controle (Shingade et al., 2022).

Na análise dos artigos, percebe-se a predominância com a preocupação em questões ligadas aos investimentos socialmente responsáveis e questões ligadas aos investimentos de longo prazo (Sethi, 2005; Sievanen et al. 2013; Chen et al. 2020; Alda, 2019; Jin & Kim, 2022). A gestão sustentável é uma questão de longo debate nas pesquisas de negócios e atualmente é compreendida em três pilares, meio ambiente, social e governança (*ESG*) (Jin & Kim, 2022). Os autores examinaram a relação entre a gestão ambiental, social e de governança, o desempenho financeiro e o papel do investidor socialmente responsável no Fundo Nacional de Pensões (NPF), sendo este, o maior investidor da Coreia, o *ESG* é um movimento que enfatiza a maximização do desempenho corporativo e os valores não financeiros, incluindo as chamadas práticas verdes, valores sociais, éticos e a melhoria da governança corporativa.

Alda (2019) examinou se os fundos de pensão melhoram os preços e os retornos das empresas investidas, as descobertas demonstram que fundos de pensão pressionam as empresas a desenvolverem políticas *ESG* proativas, onde uma maior participação em fundos aumenta o desempenho *ESG* das empresas investidas. Jin e Kim, (2022) avaliaram o impacto dos efeitos da participação do fundo no desempenho *ESG* e financeiro com o número crescente de problemas ambientais, sociais e de governança, muitas empresas começaram a implementar práticas empresariais mais sustentáveis, no meio desta mudança, os acionistas institucionais declararam que preferem adotar procedimentos de

investimento socialmente responsáveis, e que isso é uma forma de se envolverem no ativismo dos investidores.

Da mesma maneira que foram abordados os temas principais e norteadores dos artigos, foi verificada a inserção de outras perspectivas teóricas, além da teoria da agência, como por exemplo, a teoria dos *Stakeholders*, cuja visão não é atrelada somente ao benefício do acionista, mas também nas outras partes interessadas, como credores, fornecedores, entre outros, onde se busca o alinhamento de todas as partes interessadas (Hoepner & Schopohl, 2020; Jin & Kim, 2022).

Os autores Jim e Kim (2022) argumentam que com base Teoria dos *Stakeholder* o comportamento socialmente responsável pode ter efeito positivo no desempenho financeiro, pois uma empresa com bom desempenho financeiro consegue aumentar suas atividades para agregar valor social porque tem mais recursos disponíveis. Os autores avaliaram também pela ótica da teoria da agência, onde eles argumentam que a administração não deve se envolver em ações que prejudiquem o valor para o acionista porque os esforços para melhorar o desempenho social fazem com que as empresas gastem recursos corporativos e prejudiquem o valor da empresa no curto prazo.

Hoepner e Schopohl (2020) também abordaram a teoria dos *Stakeholders*, os autores sugerem que os interesses de responsabilidade social corporativo no nível institucional podem ser motivados por interesse relacionais e morais, pois os investidores institucionais visam agir de acordo com seus deveres de administração e refletir os valores e normas de ordem superior de seus *Stakeholders* e da sociedade. Segundo os autores no caso dos fundos de pensão públicos, o dever fiduciário define quais interesses devem ser priorizados, pois obriga esses fundos a tomarem decisões de investimento no melhor interesse de seus beneficiários. Já os autores Souza e Granzotto, (2018) acreditam que o efetivo monitoramento por grandes grupos de *Stakeholders*, representados por assessores administrativos, é um importante mecanismo de governança nas companhias de capital aberto.

Sievanen et al., (2013) constaram que o comportamento social corporativo está ligado aos níveis, individual quanto ao nível empresarial, os autores defendem que os investimentos responsáveis se concentrem em questões que impactam os *stakeholders*. Os autores aplicaram a Teoria instrumental das partes interessadas, essa sugere que as empresas podem reduzir os custos de transação e custo de agência, realizando iniciativas sociais que afetam as relações com as partes interessadas.

Jin e kim (2022) utilizaram em seu estudo a Teoria *Stewardship*, este termo pode ser definido como o conjunto de deveres fiduciários dos gestores de recursos próprios ou de terceiros na administração dos valores sob sua gestão de forma diligente e transparente, esse termo tem sido utilizado no discurso da sustentabilidade, de acordo com *Financial Reporting Council* (FRC) do Reino Unido. A gestão visa promover o sucesso ao longo prazo das empresas de tal maneira que os fornecedores finais de capital também prosperem, assim acredita-se que a gestão eficaz beneficia as empresas, os investidores e a economia como um todo (Jin & kim, 2022).

As teorias relacionadas ao capital humano enxergam os funcionários como agentes organizacionais essenciais e como uma fonte de vantagem competitiva, a satisfação dos funcionários leva a retornos significativos das ações no longo prazo. Os investidores institucionais influenciam os gerentes a aumentar a satisfação dos

funcionários, os gestores se concentram em melhorar a segurança no local do trabalho, reduzindo as preocupações e aumentando os pontos fortes (Chen et al., 2020).

Alda (2019) abordou a teoria da agência juntamente com a teoria institucional de uma forma bem detalhada em seu estudo, onde analisou o papel dos fundos de pensão socialmente responsáveis, de acordo com a teoria da agência, constatou que os investidores institucionais influenciam significativamente as decisões estratégicas das empresas por meio de seu poder de voto e habilidades superiores na aquisição de informações e monitoramento gerencial. Por outra ótica os defensores da teoria institucional postulam que as pressões externas são os principais impulsionadores da empresa para determinar opções estratégicas, como sustentabilidade corporativa e proteção ambiental, além destas duas teorias a autora abordou de forma resumida a teoria das partes interessadas, onde propõe que a gestão corporativa deve incluir os objetivos dos acionistas e das partes interessadas, considerando as preocupações sociais dos participantes dos fundos de pensão (Alda, 2019).

4.1 Oportunidades para Agenda de Pesquisa

Num primeiro momento apresentam-se as oportunidades de pesquisa identificadas no que tange a teoria mencionada nos artigos selecionados. Como observado pela análise conceitual, os artigos foram pautados na sua grande maioria com base na teoria da agência, que tem seu pano de fundo no conflito entre agente e principal (Jensen & Meckling, 1976), porém artigos posteriores, como Alda (2019) trouxe para discussão a teoria institucional, que postulam sobre as pressões externas, e podem ser vistos como os principais impulsionadores da empresa para determinar ações estratégicas, como sustentabilidade corporativa e proteção ambiental, abrindo assim um amplo campo de estudo neste contexto.

Foi identificada a teoria *Stewardship*, que busca compreender o papel dos agentes, que se identificam com a companhia e tem por objetivo o crescimento mútuo, a gestão visa promover o sucesso em longo prazo das empresas de tal forma que os fornecedores finais também prosperem (Jim & Kim, 2022). As teorias relacionadas ao capital humano enxergam os funcionários como agentes organizacionais de valor significativo para as empresas e como uma fonte de vantagem competitiva (Chen et al., 2020). Neste contexto, abre espaço para pesquisas onde o papel dos agentes pode ser investigado.

Em um segundo momento, apresenta-se as oportunidades de pesquisa identificadas no que tange aos mecanismos de governança corporativa: níveis de ativismo na governança corporativa podem ser exercidos de diferentes formas, pois os fundos tem desempenhado um papel ativo na governança, embora seja questionada sua eficácia e motivações (Del. Guercio & Hawkins, 1999). Os artigos sugerem que mecanismos internos de governança têm sido considerados importantes para complementar os controles externos, observar a composição do conselho fiscal, pode ser considerado um importante mecanismo de controle, avaliar se o conselho é composto por conselheiros independentes, e qual a influência que ele exerce nas decisões da entidade.

Por meio de mecanismos de governança foi possível verificar também o direito de eleger representantes executivos para companhia investida, e qual impacto de escolher profissionais certificados para conselho administrativo. Seria possível, então observar e avaliar o desempenho econômico das entidades em função dessas características (Sonza & Granzotto, 2018).

As investigações podem seguir a linha de influência política na escolha dos gestores e conselheiros, para fundos de pensão com patrocínio de entidades públicas. Pesquisas no sentido de investigar qual o incentivo político dos fundos de pensão públicos no ativismo dos acionistas, de acordo com Wang e Mao (2015) descobriram que o número de políticos nos conselhos de fundos de pensão públicos está significativamente relacionado de forma positiva com a frequência com que as empresas do portfólio são visadas. Há um campo fértil para estudar os fundos de pensão e seu ativismo em relação às empresas investidas, o papel dos fundos de pensão em economias emergentes nos investimentos em empresas de capital aberto, investidores institucionais e sua interface com o mercado financeiro e de capitais (Nesse, 2017; Alda, 2019).

Outra possibilidade para estudos futuros é a investigação da dinâmica dos fundos de pensão e do investimento responsável, aprofundando a investigação dos mecanismos de transmissão entre as características, ampliando as diversas variáveis associadas ao investimento responsável, exemplo: origem legal, propriedade do fundo de pensão, tipo de financiamento do plano de pensões, tipo de estatuto do plano de pensão, número de funcionários do fundo de pensão, número de assistidos e aposentados pelo plano, e dimensão do patrimônio financeiro dos fundos (Sievanen et al. 2013).

Grant (2021) sugere para pesquisas futuras, que seja examinado se os sindicatos estão ou não, de fato, se esquivando das suas responsabilidades fiduciárias para com seus membros, como gerentes dos fundos de pensão, em favor de suas responsabilidades de representação para esses membros, buscando interesses particulares por meio do ativismo dos acionistas que beneficia seus trabalhadores como membros do sindicato ao invés de priorizar os acionistas. Os autores Shingade et al., (2022) recomendam que seja realizado um estudo semelhante ao seu onde investigou o ativismo dos acionistas e seu impacto na lucratividade, retorno e avaliação das empresas da Índia, poderia ser ampliado para outros países com economia emergente, o estudo ajudará várias partes interessadas a entender se o ativismo tem impacto tangível no desempenho das economias emergentes.

5. Conclusão e Recomendações

Esta pesquisa teve como objetivo identificar, a partir da análise da literatura, oportunidades de pesquisa na temática de ativismo em fundos de pensão, por meio de uma revisão de literatura onde analisou 12 artigos, que foram coletados na base de dados da *Web of Science* em de 19 de junho de 2023. Pela análise realizada observou-se que novas teorias, além da teoria da agência estão sendo incorporadas às discussões sobre ativismo dos fundos, teorias como a teoria institucional, teoria *Stewardship*, teoria instrumental, teoria relacionada ao capital humano e teoria dos *Stakeholders*. Como ponto de destaque os trabalhos reverenciam a importância da Governança Corporativa, e seus mecanismos de controle e ainda destacam o problema de agência. Outro ponto que merece atenção é a preocupação com investimento socialmente responsável e questões relacionadas ao *ESG* que são recorrentes nos artigos analisados.

Entende-se que esse estudo tenha contribuído para o melhor entendimento do ativismo nos fundos de pensão e a maneira como se comunicam com os usuários das informações, os resultados podem vir a ser utilizados, também pelos órgãos reguladores, proporcionando melhor compreensão das teorias que permeiam pelo tema do ativismo em fundos de pensão e oportunidades de pesquisa neste tema, a ampliação das discussões e descobertas sobre ativismo no meio acadêmico poderá servir de insumo para o ambiente

dos fundos de pensão e para seus órgãos reguladores, cada um ao seu modo. Contribuindo ainda com as empresas interessadas em ter estes fundos como acionistas, no sentido de se adequarem e se adaptarem às necessidades e as características valorizadas por eles.

As limitações do presente trabalho incluem, principalmente, o reduzido volume de artigos analisados e apenas uma única base de dados, e ainda a diferença de regras dos países estudados nos artigos, países com economia emergente e países altamente desenvolvidos, como: Canadá, EUA, Reino Unido, e países que integram a União Europeia, onde o ativismo é bem desenvolvido e os fundos de pensão são grandes investidores.

As sugestões para pesquisas futuras são a ampliação deste estudo por meio de outros bancos de dados, ampliando a pesquisa. A realização de uma revisão da literatura com foco nos fundos de pensão brasileiros e seu ativismo para descobrir novas lacunas de pesquisa no âmbito brasileiro. Foco na transparência e responsabilidade na tomada de decisões corporativas das empresas que tem como investidores fundos de pensão, analisando os desafios em relação a conflitos de interesse entre os principais acionistas institucionais.

Referências

- Alda, M. (2019). Corporate sustainability and institutional shareholders: the pressure of socially responsible pension funds on companies' environmental practices. *Business Strategy and the Environment*, 28 (6), 1060-1071.
- Akerlof, GA (1978). The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market. *In Uncertainty in the economy*.235-251.
- Associação Brasileira das Entidades de Previdência Complementar - ABRAPP. (2014). Comissão Técnica de Governança e Riscos. Manual de Controles Internos/3.ed.- São Paulo : Abrapp, 2019 , ISBN 978-85-99388-63-1
- Associação Brasileira das Entidades de Previdência Complementar – ABRAPP. (2021). *Relatório Consolidado Estatístico*. São Paulo.
- BRASIL. Conselho Geral de Previdência Complementar. Resolução nº 13, de 1 de outubro de 2004. Estabelece princípios, regras e práticas de governança, gestão e controles internos a serem observados pelas entidades fechadas de previdência complementar – EFPC.
- BRASIL. Lei complementar nº 109, de 29 de maio de 2001. Dispõe sobre o Regime de Previdência Complementar e dá outras providências. Diário Oficial da União: seção 1, Brasília, DF, p. 3, 30 maio 2001.
- BRASIL. Lei Complementar 108, de 29 de maio de 2001a. Dispõe sobre a relação entre a União, os Estados, o Distrito Federal e os Municípios, suas autarquias, fundações, sociedades de economia mista e outras entidades públicas e suas respectivas entidades fechadas de previdência complementar, e dá outras providências.
- BRASIL. Lei Complementar 109, de 29 de maio de 2001b. Dispõe sobre o Regime de Previdência Complementar e dá outras providências

- Bortolon, P. M., Silva, L. S., & Barros, L. A. B. de C. (2019). Ativismo e Solicitação de Instalação do Conselho Fiscal: influência do Monitoramento, Desempenho e Estrutura de Propriedade. *Journal of Accounting, Management and Governance*, 22 (2), 261-279.
- Campos, T. (2006). Estrutura da propriedade e desempenho econômico: uma avaliação empírica para as empresas de capital aberto no Brasil. *Revista de Administração*. 41(4), 369-380.
- Crisóstomo, V. L., & González, E. V. (2006). Possível estratégia de ativismo de fundos de pensão no Brasil. *Revista de Economia Contemporânea*. 10, 139-155.
- Chen, T., Dong, H., & Lin, C. (2020). Institutional shareholders and corporate social responsibility. *Journal of Financial Economics*, 135(2), 483-504.
- Depoers, F. (2000). A cost benefit study of voluntary disclosure: Some empirical evidence from French listed companies. *European Accounting Review*, 9(2), 245-263.
- Dasgupta, A., & Piacentino, G. (2015). A caminhada de Wall Street quando os blockholders competem por fluxos. *The Journal of Finance*, 70 (6), 2853-2896.
- Del Guercio, D., & Hawkins, J. (1999). The motivation and impact of pension fund activism. *Journal of financial economics*, 52(3), 293-340.
- Gil, A. C. (2008) *Métodos e técnicas de pesquisa social*. (6. ed.). Editora Atlas.
- Gillan, S., & Starks, L. (2007). The Evolution of Shareholder Activism in the United States. *Journal of Applied Corporate Finance*, 19(1), 55–73.
- Grant, B. C. (2021). The Dual-Agency Problem of Labor Union Pension Fund Shareholder Activism. *Employee Responsibilities and Rights Journal*, 33, 253-263.
- Hoepner, A. G., & Schopohl, L. (2020). State pension funds and corporate social responsibility: Do beneficiaries' political values influence funds' investment decisions? *Journal of Business Ethics*, 165, 489-516.
- Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC). (2015). *Código das melhores práticas de governança corporativa*. 5º.ed./Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. – São Paulo
- Jensen, M.C.; & Meckling, W.H. (2008). Teoria da firma: Comportamento gerencial, custos de agência e estrutura de propriedade. Em *Governança Corporativa*. 48 (2),77-132.
- Jackowicz, K., & Kowalewski, O. (2012). Crisis, internal governance mechanisms and pension fund performance: Evidence from Poland. *Emerging Markets Review*, 13(4), 493-515.
- Jin, M., & Kim, B. (2022). The effects of ESG activity recognition of corporate employees on job performance: The case of South Korea. *Journal of Risk and Financial Management*, 15(7), 316.

- Mangoni, L. A. (2015). A participação societária dos fundos de pensão nas empresas listadas na BM&FBOVESPA: fatores explicativos da atração de investimentos.
- Magnani, M., Jardim, M. C., & da Silva, S. J. (2020). Os fundos de pensão como agentes do capital: estado da arte da literatura recente. *BIB-Revista Brasileira de Informação Bibliográfica em Ciências Sociais*, (93), 1-22.
- Mano, J. C. B., & Porto, A. J. M. (2022). Problemas de agência no panorama normativo das entidades fechadas de previdência complementar (fundos de pensão). *Economic Analysis of Law Review*, 13(1), 159-181.
- Mota, J. L.N, de Meneses Braga, A. E. L., & Andrade, R. L. (2021). O ativismo dos acionistas, a teoria da agência e governança corporativa no mercado de ações. *Brazilian Journal of Business*, 3(3), 2333-2348.
- Nese, A. D. A. S. (2017). Governança, características das organizações e desempenho dos investimentos: evidências em fundos de pensão no Brasil [Tese Doutorado, Universidade de São Paulo].
- Oliveira, P. H. D. S. (2016). Estrutura de propriedade e desempenho: um estudo empírico sobre o ativismo de Fundos de Pensão brasileiros. [Dissertação Mestrado, Faculdade de Economia e Finanças –Ibmec Rio de Janeiro]
- Punsuvo, F. R., Kayo, E. K., & Barros, L. A. B. D. C. (2007). O ativismo dos fundos de pensão e a qualidade da governança corporativa. *Revista Contabilidade & Finanças*, 18, 63-72.
- Reis, A. (2014). *Curso Básico de Previdência Complementar*. Editora Revista Tribunais.
- Rezende, J. F. C. & Fontes, F. J.R. (2008). Controle estratégico e mensuração da performance em fundos de pensão: um ensaio sobre as limitações e possibilidades metodológicas. *Revista de informação contábil*.
- Sauviat, C. (2005). *Os fundos de pensão e os fundos mútuos: principais atores da finança mundializada e do novo poder acionário. A finança mundializada*. São Paulo: Editora Boitempo.
- Sethi, S. P. (2005). Investing in socially responsible companies is a must for public pension funds—because there is no better alternative. *Journal of Business Ethics*. 56, 99-129.
- Shingade, S., Rastogi, S., Bhimavarapu, V. M., & Chirputkar, A. (2022). Shareholder activism and its impact on profitability, return, and valuation of the firms in India. *Journal of Risk and Financial Management*. 15(4), 148.
- Sievänen, R., Rita, H., & Scholtens, B. (2013). The drivers of responsible investment: The case of European pension funds. *Journal of business ethics*, 117, 137-151.
- Silva, L. M. (2019). Nível de disclosure dos fundos de pensão brasileiros: a capacitação formal dos gestores como fator explicativo. [Tese Doutorado, Universidade do Vale do Rio dos Sinos. Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis].
- Silva, L.M., Macagnan, C.B., Seibert, R.M. (2020). Indicadores de disclosure para fundos de pensão brasileiros. *XXIII Semead. Seminário em Administração*.

- Sonza, I. B., & Granzotto, A. (2018). Are pension funds good monitors? *RAUSP Management Journal*, 53, 190-201.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The journal of finance*, 52(2), 737-783.
- Superintendência Nacional de Previdência Complementar (PREVIC). (2012). Guia Melhores Práticas de Governança para Entidades Fechadas de Previdência Complementar.
- Superintendência Nacional de Previdência Complementar (PREVIC). (2021). Relatório sobre as despesas administrativas das EFPC.
- Vargas, LHF, Bortolon, PM, Barros, LABC et al. Iniciativas recentes de ativismo no Brasil. *Int J Discl Gov* 15, 40–50 (2018). <https://doi.org/10.1057/s41310-018-0035-1>
- Wang, Y., & Mao, C. X. (2015). Shareholder activism of public pension funds: The political facet. *Journal of Banking & Finance*, 60, 138-152.