

## **INVESTIDORES INSTITUCIONAIS: EVOLUÇÃO DA PARTICIPAÇÃO NAS EMPRESAS INVESTIDAS**

**Mônica Aparecida Caliman Nieiro**

*Universidade Federal Do Espírito Santo*

**Patricia Maria Bortolon**

*Universidade Federal Do Espírito Santo/Universidade Federal Do Rio De Janeiro*

### **Resumo**

Investidores institucionais têm se tornado cada vez mais relevantes no conjunto de acionistas de diversas empresas brasileiras. A literatura documenta a relevância dos mesmos no papel de monitores da gestão das empresas investidas. Esse tipo de investidor, entretanto, não representa um bloco único e homogêneo de atores. Pesquisas mostram diferentes comportamentos, por exemplo, entre fundos de pensão (públicos ou privados), fundos de investimento estrangeiros, os geridos por instituições financeiras e os sob gestão independente. O presente artigo investigará a presença dos diversos tipos de investidores institucionais entre os principais acionistas de empresas brasileiras negociadas na B3 detalhando-os num horizonte temporal de 10 anos analisando as participações, tanto em percentual de ações, quanto em quantidade de empresas investidas, a estabilidade e a longevidade dessas participações. Os dados foram obtidos na base de dados Comdinheiro.com e a análise dos dados feita por meio de Estatística Descritiva. Os resultados mostram que a participação dos investidores institucionais evoluiu para alguns tipos de fundos de forma diferente que para outros, o que mostra a relevância na análise dos diferentes tipos.

Palavras-chave: Investidores Institucionais; Fundos de Pensão; Governamental; Estrangeiros;

## INVESTIDORES INSTITUCIONAIS: EVOLUÇÃO DA PARTICIPAÇÃO NAS EMPRESAS INVESTIDAS

### RESUMO

Investidores institucionais têm se tornado cada vez mais relevantes no conjunto de acionistas de diversas empresas brasileiras. A literatura documenta a relevância dos mesmos no papel de monitores da gestão das empresas investidas. Esse tipo de investidor, entretanto, não representa um bloco único e homogêneo de atores. Pesquisas mostram diferentes comportamentos, por exemplo, entre fundos de pensão (públicos ou privados), fundos de investimento estrangeiros, os geridos por instituições financeiras e os sob gestão independente. O presente artigo investigará a presença dos diversos tipos de investidores institucionais entre os principais acionistas de empresas brasileiras negociadas na B3 detalhando-os num horizonte temporal de 10 anos analisando as participações, tanto em percentual de ações, quanto em quantidade de empresas investidas, a estabilidade e a longevidade dessas participações. Os dados foram obtidos na base de dados Comdinheiro.com e a análise dos dados feita por meio de Estatística Descritiva. Os resultados mostram que a participação dos investidores institucionais evoluiu para alguns tipos de fundos de forma diferente que para outros, o que mostra a relevância na análise dos diferentes tipos.

**Palavras-chave:** Investidores Institucionais; Fundos de Pensão; Governamental; Estrangeiros;

### 1. INTRODUÇÃO

A prática da governança corporativa através dos princípios de transparência, prestação de contas, equidade e responsabilidade corporativa por parte das organizações pode proporcionar a valorização de suas ações, sendo as mesmas mais demandadas por parte de diversos investidores entre eles os investidores institucionais. Esses buscam empresas onde esses princípios são implementados efetivamente proporcionando-lhes obter de forma mais clara informações relevantes.

É necessário observar os vários tipos de investidores institucionais, pois a diversidade existente no mercado pode influenciar na forma como estes se relacionam com as empresas investidas com consequências sobre as práticas de governança corporativa adotadas pelas mesmas. Apesar de proporcionar um melhor monitoramento, grandes acionistas podem, através do seu maior poder de controle, buscar atender seus próprios interesses em detrimento aos objetivos de todos os acionistas (Aguilera, Florackis & Kim, 2016; Claessens, Djankov, Fan & Lang, 2002).

Dada a relevância apresentada na literatura e considerando os estudos existentes sobre investidores institucionais no Brasil o presente artigo buscará responder a seguinte pergunta: **como evoluiu a participação dos diversos tipos de investidores institucionais em empresas brasileiras listadas nos últimos 10 anos?**

O objetivo principal da pesquisa é identificar a presença dos diversos tipos de investidores institucionais detalhando-os num horizonte temporal de 10 anos analisando as participações, tanto em percentual de ações quanto em quantidade de empresas investidas, a longevidade através da quantidade de anos em que o investidor manteve participação na empresa, e a estabilidade dessa participação, através do percentual das ações que cresceram, decresceram ou se mantiveram constantes no período. Tendo ainda os seguintes objetivos específicos:

- i. Identificar a presença de investidores institucionais entre os 5 maiores acionistas diretos das empresas da amostra;

- ii. Classificar os investidores institucionais nos diversos tipos sugeridos pela literatura (ex: fundos de pensão estatal, fundos de investimento estrangeiros, gestores independentes, fundos geridos por instituições financeiras);
- iii. Analisar as participações quanto ao percentual de ações investidas e o número de empresas investidas;
- iv. Analisar a longevidade através da quantidade de anos em que a participação foi mantida;
- v. Analisar a estabilidade das participações.

A pesquisa traz as seguintes contribuições: (i) caracteriza os investidores institucionais de forma detalhada em 09 categorias; (ii) faz uma análise longitudinal rara na literatura brasileira, observando um horizonte temporal de 10 anos; (iii) mostra o comportamento dos investidores institucionais ao analisar a estabilidade e a longevidade de suas participações.

## **2. REVISÃO DA LITERATURA**

Ferreira & Matos (2008) mencionam o crescimento da importância dos investidores institucionais no mundo. Segundo os autores, de acordo com dados do Fundo Monetário Internacional (FMI) os ativos sob gestão desses investidores triplicaram desde o início dos anos 1990. Esse tipo de investidor é relevante não só em mercados desenvolvidos, mas também nos mercados em desenvolvimento.

Os investidores institucionais, devido à elevada concentração de capital, passaram a ser considerados agentes-chave do sistema financeiro por diferentes abordagens teóricas. Sua importância é usualmente atribuída ao papel de intermediários financeiros e, por consequência, ao fato de figurarem como uma potencial fonte de recursos e liquidez aos mercados financeiros, fazendo com que exerçam influência não somente sobre as estratégias de financiamento e investimento das corporações não financeiras, mas também sobre a própria economia (Fonseca, 2019).

Cia, Guarita & Cia (2002) em seu estudo classificam os investidores institucionais em 09 categorias de acordo com o tipo de empresa (financeira, não financeira ou fundos de investimentos) e o tipo de capital (privado ou estatal, nacional ou estrangeiro). Considerando como investidores institucionais os Fundos de Pensão, os Fundos Mútuos, os Fundos de Empregados, as Companhias de Seguro e algumas Instituições Financeiras ligadas a Bancos de Investimento.

No gerenciamento de ativos existe uma grande variedade de tipos de investidores institucionais e cada um com características, capacidades e acordos de incentivos diferentes. Dentre esses tipos Chen, Forsberg & Gallagher (2019) buscou analisar fundos hedge, fundos mútuos, fundos de pensão e fundos de bancos privados, e em relação às características analisadas, entre elas a informatividade, os fundos hedge foram considerados mais informados do que os outros investidores institucionais.

Segundo Ferri & Soares (2009), os investidores institucionais tem sido tratados como investidores sofisticados por grande parte da literatura financeira, o que os qualifica para apresentarem uma maior capacidade de monitorar seus gestores.

A presença de grandes acionistas traz o benefício do melhor monitoramento, uma vez que estes têm maiores incentivos para exercer essa função. Entretanto, o maior controle sobre as decisões pode representar incentivo à busca do atendimento a interesses próprios, em detrimento do atendimento a objetivos que maximizariam a riqueza de todos os acionistas. Neste cenário o conflito de interesses que se configura é entre grandes acionistas, com frequência controladores, e os minoritários (Claessens et al., 2002; Stulz, 1988).

No Brasil diversos estudos documentam as características de concentração de controle e propriedade, com o agravamento da utilização de estruturas que permitem o desvio de direitos entre controle e caixa, tais como as pirâmides de controle e as ações sem direito a

voto. Há evidências de menor valorização das ações de empresas que utilizam esses mecanismos de alavancagem de controle (Aldrighi, Postali & Diaz, 2018; Andrade, Bressan & Iquiapaza, 2015; Leal & Carvalhal da Silva, 2006). Essa estrutura de propriedade concentrada, predominante no Brasil, é utilizada para explicar a relação negativa entre as variáveis de governança e a participação acionária dos fundos de pensão no estudo realizado por Punsuvo, Kaio & Barros (2007), sendo aparentemente contraditória em relação a algumas argumentações encontradas na literatura, em grande parte relacionadas ao mercado de capitais norte-americano, que apresenta uma estrutura de propriedade dispersa. Além das questões relacionadas à concentração de propriedade e controle e desvios de direitos, a pesquisa sobre estrutura de propriedade com frequência observa a identidade dos acionistas relevantes. A tipificação usual considera a presença de famílias, governo, investidores estrangeiros e institucionais entre os acionistas relevantes (Grillo, Reina, Bortolon & Neto, 2017; Leal & Carvalhal da Silva, 2006; Villalonga & Amit, 2006).

Evidências empíricas mostram o papel dos investidores institucionais como monitores da gestão (Gillan; Starks, 2000; Guercio; Hawkins, 1999). O monitoramento desses investidores pode ter efeito substituto ao demandado pelos minoritários. Aguilera et al. (2016), entretanto, chamam a atenção para a necessidade de se observar a heterogeneidade desse tipo de acionista ao invés da tradicional abordagem da concentração versus dispersão de propriedade como forma de discutir as práticas de governança. A denominação “investidores institucionais” abarca um conjunto de diferentes origens de capital e interesses sobre as firmas. Citam também os bancos como instituições que mereceriam uma visão mais ampla sobre os stakeholders dada, por exemplo, as garantias dadas pelos governos em situações de crise.

Uma dimensão da diversidade de investidores é o tipo de instituição levantado por Ferreira & Matos (2008). Os autores descrevem os investidores institucionais através de “cores diferentes” em relação à capacidade de monitoramento ativo das decisões, dividindo-os em dois grupos: instituições independentes (fundos mútuos e fundos de investimento) e instituições cinzentas (fundos bancários, Cias Seguros e outras) e essa classificação foi utilizada para examinar as semelhanças e diferenças entre as instituições. As instituições independentes tendem a ser mais resistentes à pressão do que as cinzentas que são mais sensíveis ou leais à gestão corporativa. As instituições cinzentas muitas vezes não agem de forma independente devido a possíveis laços com as empresas nas quais investem, não focando na maximização do valor para os acionistas. As instituições independentes tendem a exercer um melhor monitoramento devido ao fato de ser menos custoso do que para as cinzentas. O relacionamento comercial entre as instituições cinzentas e os gerentes corporativos pode ser prejudicado caso os pressionem. Esse relacionamento também as leva a não estimularem as mudanças nas práticas de governança corporativa, o que é mais bem desempenhado pelas instituições independentes.

A presença de Investidores Institucionais como acionistas de uma empresa pode gerar vantagens e desvantagens quanto aos mecanismos de governança corporativa, e como vantagem tem-se uma maior influência em atrair investimentos estrangeiros com a presença de investidores institucionais, porém como desvantagem destaca-se o fato de que o valor da ação pode ficar relacionado às decisões de permanência/saída destes investidores (Ferri & Soares, 2009).

Em seu estudo Muniandy, Tanewski & Johl (2016) analisaram institucionais investidores em empresas australianas e os classificam em três tipologias diferentes: os investidores resistentes à pressão, que só têm uma relação de investimento com empresas do portfólio, os sensíveis à pressão, que pode ter uma relação comercial com empresas do portfólio e os investidores nomeados e fiduciários, que detêm ações por conta de um beneficiário.

Em seu estudo sobre Investidores Institucionais e Governança Corporativa no Brasil, Da Silveira (2011) conclui que os Fundos de Pensão preferem seguir um conjunto de práticas de governança próprias não se atendo à maioria das práticas de governança recomendadas pelos principais “Códigos de Boas Práticas”. Já os Fundos Mútuos e empresas de private equity independentes (locais e estrangeiras) geralmente estão associados de forma positiva às práticas mais recomendadas e se destacam entre os investidores institucionais no Brasil.

A participação acionária dos Investidores Institucionais, em especial os Fundos de Pensão, vem crescendo no mercado de capitais e com ela cresce a preocupação em monitorar a atuação dos gestores de empresas (Punsuvo, Kaio & Barros 2007).

Investidores institucionais que possuem alta capacidade de monitoramento da administração da empresa, geralmente estão associados a um gerenciamento de resultados que privilegie o curto prazo em detrimento do longo prazo (Ferri & Soares, 2009).

Opazo, Raddatz & Shmukler (2014) realizaram um estudo sobre investidores institucionais no Chile com o intuito de medir quanto os fundos mútuos, fundos de pensão e companhias de seguros mantêm investimentos de longo prazo e quais fatores afetam suas escolhas. Eles observaram que os fundos de investimento e pensões investem principalmente em ativos de curto prazo, com vencimentos inferiores a 01(um) ano. Já as seguradoras investem muito mais a longo prazo. Essa diferença pode ser explicada pelos incentivos dos gerentes, relacionados ao monitoramento de curto prazo que, combinados aos fatores de risco, inclinam as carteiras para instrumentos de curto prazo, mesmo quando os investimentos de longo prazo têm uma média de retornos mais altos.

Punsuvo et al (2007) cita que os Fundos de Pensão são considerados investidores de longo prazo, tendo em vista o foco dos seus principais clientes, à formação de uma poupança almejando o recebimento de benefícios quando da sua aposentadoria.

Investidores institucionais resistentes à pressão melhoram significativamente o desempenho de curto prazo das empresas investidas, não mostrando capacidade de monitoramento de longo prazo. O que não é tão claro em relação aos investidores institucionais sensíveis à pressão. Os investidores “sem rosto”, por meio de instituições indicadas e fiduciárias, desempenham um papel importante de monitoramento na criação de um valor de empresa de longo prazo (Muniandy et al, 2016)

Ferri & Soares (2009) cita os Fundos de Pensão, Empresas Seguradoras, Fundações, Bancos de Investimentos como investidores institucionais que dispõem de vultosos recursos mantidos com certa estabilidade, destinados à reserva de risco ou à renda patrimonial, e que investem parte desses recursos no mercado de capitais.

### **3. MÉTODO**

A população deste estudo são as empresas de capital aberto negociadas nos segmentos Bolsa, Bovespa Mais, Bovespa Nível 1, Bovespa Nível 2 e Novo Mercado da B3. O período de análise é de 10 anos, de 2009 a 2018, de forma a capturar variações nas participações acionárias.

Para seleção foram consideradas apenas empresas que abriram o capital em 2009 ou anteriormente, que mantiveram ações em negociação no período 2009-2018, ou seja, não foram admitidas empresas que abriram ou fecharam capital no período do estudo. Seguindo esse critério a amostra foi composta por 279 empresas.

A seleção deveria atender ainda a condição de que as empresas tenham pelo menos um acionista institucional entre os 5 maiores acionistas em pelo menos 3 anos no período observado. Depois de atendida essa condição, a amostra foi definida em 140 empresas. Para atender os objetivos específicos foi necessário excluir as empresas cujos investidores institucionais apresentaram participação nas ações investidas com percentual igual a 0 (zero), sendo assim a amostra final foi de 127 empresas.

Para ser classificado como Investidor Institucional o acionista, em regra, deveria ser um grande investidor, portanto uma pessoa jurídica, sendo uma organização bem estruturada em termos de capital, aplicando altos valores e fazendo investimentos estratégicos. Nesse perfil enquadram-se os Fundos de Investimento, Fundos de Pensão e os Fundos geridos por Instituições Financeiras.

Fundos de Investimento são empresas que trabalham com aplicação financeira onde um ou mais investidores concentram seus recursos para realizar aplicações em ativos no mercado financeiro.

Os Fundos de Pensão acumulam grandes quantias através de investimentos em aposentadoria feitas por grupo de colaboradores ou por particulares que investem determinados valores que no futuro serão resgatados. Enquanto o montante não é resgatado ele deve ser investido para que valorize, pois esses colaboradores esperam resgatar uma quantia acima do valor investido durante o período. Os fundos de pensão podem ser criados por empresas privadas ou estatais, o qual os colaboradores devem aderir. Existem também os fundos de pensão privados que são contratados por particulares que desejam ter uma renda garantida no futuro.

Os Fundos geridos por Instituições Financeiras, ou seja, fundos geridos por Bancos, por sua característica principal de trabalhar com quantias elevadas buscam valorizar seu capital.

Portanto, foram excluídas da amostra as pessoas físicas, os Fundos de Investimentos que tem a finalidade de gerir o patrimônio de poucos investidores, como holdings familiares.

A classificação dos investidores institucionais foi definida de modo a capturar da melhor forma possível a variedade de atores no conjunto de participações observadas. Os investidores foram classificados em **Fundos de Pensão, Fundos de Investimentos e Fundos geridos por Instituições Financeiras** e subdivididos pelo tipo de capital: privado ou estatal, nacional ou estrangeiro conforme Tabela 1.

**Tabela 1**

CLASSIFICAÇÃO DOS FUNDOS	
FUNDOS DE PENSÃO	
TIPOS	SIGLA
Fundos de Pensão Privados Nacional	FPP
Fundos de Pensão Privados Estrangeiros	PPFOR
Fundos de Pensão Estatal	FPE
FUNDOS DE INVESTIMENTO	
TIPOS	SIGLA
Fundos de Investimento Privados Nacional	FIP
Fundos de Investimento Privados Estrangeiros	FIFOR
Fundos de Investimento Governamental	FIGOV
FUNDOS GERIDOS POR INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS	
TIPOS	SIGLA
Fundos gerido por Instituições Financeiras Privadas Nacional	FGIFP
Fundos gerido por Instituições Financeiras Privadas Estrangeiras	FGIFOR
Fundos gerido por Instituições Financeiras Estatais	FGIFE

As fontes utilizadas para a coleta de dados foram os relatórios divulgados no website da B3 e da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), bem como os websites das respectivas empresas e a plataforma comdinheiro.com.

#### 4. RESULTADOS

A Participação Institucional foi observada ao longo dos 10 anos através do percentual médio investido por cada tipo de investidor conforme Tabela 2, bem como a quantidade de empresas investidas conforme Tabela 3.

Com base nos dados estatísticos levantados, conforme a Tabela 2, percebemos certo equilíbrio entre os percentuais médios das participações acionárias dos três tipos de fundos estudados.

Os Fundos de Pensão Privados e Estatal apresentaram uma tendência de queda nas participações médias. Apenas os Fundos de Pensão Estrangeiros apresentaram crescimento ao longo do período analisado. Já os Fundos de Investimento todos demonstraram crescimento no período. Os Fundos geridos por Instituições Financeiras Privadas apresentaram uma queda, ao contrário dos Fundos geridos por Instituições Financeiras Estrangeiras e Estatais que apresentaram uma tendência positiva, sendo que os FGIFE obtiveram o maior crescimento dentre todos os fundos analisados.

Analisados o percentual médio de todos os tipos de todos os grupos de fundos percebemos que os Fundos Estrangeiros foram os únicos que cresceram nos três tipos de fundos, o que demonstra um maior interesse desses fundos pelo mercado brasileiro. Porém os fundos que apresentaram um maior destaque em relação à evolução das participações a partir de 2014 foram os Fundos geridos por Instituições Financeiras Estatais, com destaque para os Fundos de Investimento do Banco do Brasil.

**Tabela 2**

**PARTICIPAÇÃO - PERCENTUAL MÉDIO**

TIPO	ANO 1	ANO 2	ANO 3	ANO 4	ANO 5	ANO 6	ANO 7	ANO 8	ANO 9	ANO 10
<b>FUNDOS DE PENSÃO</b>										
FPP	9.8538	10.1285	11.3329	9.4125	6.7824	6.5019	6.5009	6.8178	7.7200	8.6300
PPFOR	11.6333	13.2552	17.3145	17.3145	20.1682	20.5029	26.6360	22.4526	23.5257	23.5267
FPE	16.4727	17.4016	15.8080	16.1611	14.1718	13.1587	13.1579	14.0487	12.6872	13.5016
<b>FUNDOS DE INVESTIMENTO</b>										
FIP	15.1900	16.6547	11.9139	11.5475	10.0216	13.7967	13.5083	15.2461	13.2578	15.5091
FIFOR	8.9919	9.3536	8.9631	8.0859	8.7473	10.4659	12.4084	10.9538	11.9978	11.9050
FIGOV	13.3063	13.6902	12.7254	13.5751	12.7752	13.7828	14.6966	14.8300	15.7242	12.9019
<b>FUNDOS GERIDOS POR INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS</b>										
FGIFP	14.3033	21.7463	19.3229	19.3229	6.3452	9.1622	8.7832	9.0967	8.1853	6.0690
FGIFOR	6.0591	6.9956	4.7870	5.8327	7.3101	5.5021	6.3861	7.6067	10.2543	10.5200
FGIFE	17.5950	10.3600	0.0000	0.3304	12.0110	39.3781	38.1214	31.6885	43.8750	43.8290

Em relação à participação analisada através da quantidade de empresas investidas, descrita na Tabela 3, os Fundos de Investimentos apresentaram um volume de empresas investidas muito superior aos Fundos de Pensão e Fundos geridos por Instituições Financeiras.

Os Fundos de Pensão Privados e os Fundos de Pensão Estatal apresentaram uma queda no número de empresas investidas, que pode ser fruto de problemas como má gestão enfrentada pelos fundos de pensão no Brasil, principalmente os Estatais que foram alvos de investigação. Já os Fundos de Pensão Estrangeiros apresentaram-se estáveis no período. Os Fundos de Investimento Privados e os Fundos de Investimento Estrangeiros obtiveram um crescimento expressivo e os Fundos de Investimento Governamental apresentou uma pequena queda na quantidade de empresas investidas no período. Os Fundos geridos por Instituições Financeiras se mantiveram estáveis com uma pequena queda no número médio de empresas investidas pelos Fundos geridos por Instituições Financeiras Estrangeiras.

Analisando a participação quanto ao número de empresas investidas de forma geral podemos destacar um maior interesse dos Fundos de Investimento das instituições de origem privadas em adquirir ações numa quantidade maior de empresas negociadas na B3.

**Tabela 3**

**PARTICIPAÇÃO - QTDE EMPRESAS INVESTIDAS**

<b>TIPO</b>	<b>ANO 1</b>	<b>ANO 2</b>	<b>ANO 3</b>	<b>ANO 4</b>	<b>ANO 5</b>	<b>ANO 6</b>	<b>ANO 7</b>	<b>ANO 8</b>	<b>ANO 9</b>	<b>ANO 10</b>
<b>FUNDOS DE PENSÃO</b>										
FPP	8	6	4	4	4	5	4	3	2	1
PPFOR	3	3	2	2	3	3	2	3	3	3
FPE	22	19	22	24	27	26	26	22	17	13
<b>FUNDOS DE INVESTIMENTO</b>										
FIP	14	16	19	28	31	26	33	33	39	36
FIFOR	27	30	37	39	43	44	47	46	42	40
FIGOV	19	18	19	20	21	18	16	16	16	15
<b>FUNDOS GERIDOS POR INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS</b>										
FGIFP	3	3	2	2	3	3	5	4	5	2
FGIFOR	11	8	12	9	10	9	6	11	6	5
FGIFE	2	1	0	1	4	3	3	3	2	2

A Longevidade da Participação foi analisada pelo número de anos em que o fundo mantém participação nas empresas investidas. Os resultados da Tabela 4 mostram um equilíbrio entre os Fundos de Pensão e os Fundos de Investimentos, onde cerca de 50% dos fundos estrangeiros e estatais/governamental investem por um prazo de 06 anos.

A Tabela 4 apresenta a análise da Longevidade dos fundos estudados. Nos Fundos de Pensão Privados 50% apresentam uma longevidade de no máximo 03 anos. Já nos Fundos de Pensão Estrangeiras e os Fundos de Pensão Estatal, 60% e 53% respectivamente, apresentaram uma longevidade de 06 anos ou mais. O que se repete nos Fundos de Investimento Estrangeiros e Fundos de Investimento Governamental com percentuais de 47% e 48%. Nos Fundos de Investimento Privados 54% apresentam uma longevidade de 04 anos. Os Fundos geridos por Instituições Financeiras apresentaram os menores períodos de longevidade. Nos FGIFP 50% investem no máximo por 03 anos, nos FGIFOR esse percentual sobe para 64% para o mesmo período. Já nos FGIFE 50% investem por um período de 05 anos.

Os Fundos de Investimento foram os que apresentaram maior número de empresas investidas a longo prazo, principalmente os estrangeiros e o governamental. Já os Fundos



geridos por Instituições Financeiras foram os que se mostraram como investidores de curto prazo, não apresentando empresas investidas ao longo de todo o período estudado e apenas uma empresa investida num período superior a 06 anos.

**Tabela 4**

<b>LONGEVIDADE</b>								
<b>FUNDOS DE PENSÃO</b>								
<b>TIPO</b>	<b>Período</b>	<b>Quantidade</b>	<b>TIPO</b>	<b>Período</b>	<b>Quantidade</b>	<b>TIPO</b>	<b>Período</b>	<b>Quantidade</b>
FPP	10	1	FPFOR	10	1	FPE	10	8
	9	1		9	0		9	4
	8	0		8	0		8	3
	7	1		7	0		7	1
	6	1		6	2		6	2
	5	0		5	0		5	6
	4	0		4	0		4	2
	3	1		3	1		3	5
	2	1		2	1		2	3
	1	4		1	0		1	0
<b>FUNDOS DE INVESTIMENTO</b>								
<b>TIPO</b>	<b>Período</b>	<b>Quantidade</b>	<b>TIPO</b>	<b>Período</b>	<b>Quantidade</b>	<b>TIPO</b>	<b>Período</b>	<b>Quantidade</b>
FIP	10	3	FIFOR	10	6	FIGOV	10	7
	9	4		9	6		9	2
	8	3		8	10		8	3
	7	6		7	6		7	1
	6	8		6	6		6	2
	5	2		5	10		5	3
	4	7		4	7		4	3
	3	9		3	10		3	3
	2	11		2	4		2	4
	1	8		1	7		1	3
<b>FUNDOS GERIDOS POR INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS</b>								
<b>TIPO</b>	<b>Período</b>	<b>Quantidade</b>	<b>TIPO</b>	<b>Período</b>	<b>Quantidade</b>	<b>TIPO</b>	<b>Período</b>	<b>Quantidade</b>
FGIFP	10	0	FGIFOR	10	0	FGIFE	10	0
	9	1		9	0		9	0
	8	0		8	0		8	0
	7	0		7	0		7	0
	6	0		6	3		6	2
	5	1		5	3		5	1
	4	1		4	4		4	0
	3	2		3	8		3	0
	2	3		2	4		2	1
	1	2		1	6		1	2

A Tabela 5 apresenta a Estabilidade da Participação, a qual foi obtida através do percentual das participações que cresceram, decresceram ou se mantiveram constantes no período analisado.

Assim como na análise das participações médias e da longevidade, também na análise da estabilidade, os Fundos de Investimento se destacaram como os que mantiveram maior estabilidade quanto à participação percentual investida nas empresas.

**Tabela 5**

<b>ESTABILIDADE</b>				
<b>FUNDOS DE PENSÃO</b>				
<b>Tipo</b>	<b>Quantidade de Fundos</b>	<b>Quantidade de Empresas</b>	<b>Estabilidade</b>	
FPP	12	6	Aumento %	16.67
			Redução %	50.00
			% Mantido	33.33
FPFOR	3	5	Aumento %	60.00
			Redução %	0.00
			% Mantido	40.00
FPE	5	34	Aumento %	14.71
			Redução %	26.47
			% Mantido	58.82
<b>FUNDOS DE INVESTIMENTO</b>				
<b>Tipo</b>	<b>Quantidade de Fundos</b>	<b>Quantidade de Empresas</b>	<b>Estabilidade</b>	
FIP	71	53	Aumento %	32.07
			Redução %	24.53
			% Mantido	43.40
FIFOR	101	65	Aumento %	41.54
			Redução %	23.08
			% Mantido	35.38
FIGOV	1	28	Aumento %	17.86
			Redução %	32.14
			% Mantido	50.00
<b>FUNDOS GERIDOS POR INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS</b>				
<b>Tipo</b>	<b>Quantidade de Fundos</b>	<b>Quantidade de Empresas</b>	<b>Estabilidade</b>	
FGIFP	9	8	Aumento %	50.00
			Redução %	25.00
			% Mantido	25.00
FGIFOR	18	22	Aumento %	27.27
			Redução %	18.18
			% Mantido	54.55
FGIFE	8	4	Aumento %	50.00
			Redução %	25.00
			% Mantido	25.00

Analisando os Fundos de Pensão Privados observamos que na metade, ou seja, 50% das empresas investidas houve uma redução do percentual de ações investidas. Nos Fundos de Pensão Estrangeiros 60% das empresas investidas apresentaram um aumento no percentual de

ações. Já os Fundos de Pensão Estatais mantiveram participações estáveis em quase 60% das empresas investidas. Os Fundos de Investimento Privados e os Fundos de Investimento Governamental são mais frequentes onde o percentual de ações investidas se manteve estável, sendo 43,30% e 50% respectivamente. Nos Fundos de Investimento Estrangeiros 41,54% das empresas investidas apresentaram um aumento no percentual de ações contra 35,38% que se mantiveram estáveis. A análise dos Fundos geridos por Instituições Financeiras Privadas e Estatais apresentou que em 50% das empresas o percentual investido aumentou. Já nos Fundos geridos por Instituições Financeiras Estrangeiras em quase 55% das empresas o percentual investido se manteve estável.

Dentre todos os fundos estudados, os Fundos Estrangeiros foram os que obtiveram o melhor desempenho quanto à estabilidade dos percentuais investidos, sendo que os Fundos de Pensão Estrangeiros apresentaram um aumento desse percentual em 60% das empresas investidas. Já os Fundos de Pensão Privados foram os que obtiveram o pior desempenho, com uma redução do percentual investido em 50% das empresas.

## **5. CONCLUSÃO**

O objetivo deste artigo foi investigar a presença dos diversos tipos de investidores institucionais entre os principais acionistas de empresas brasileiras negociadas na B3 analisando as participações, a longevidade e a estabilidade no horizonte temporal de 10 anos. A amostra de estudo foi composta por 127 empresas observadas nos anos de 2009 a 2018.

Conforme os resultados, a menos dos Fundos geridos por Instituições Financeiras Estrangeiras e os Fundos de Pensão Privados, concluímos que os percentuais médios das participações acionárias não são muito diferentes nos diferentes tipos de fundos estudados. Ao longo do tempo observou-se um crescimento dos Fundos Estrangeiros, sendo os únicos que cresceram nos três tipos de fundos, demonstrando que o mercado de ações brasileiro tem despertado maior interesse neles, e dos Fundos geridos por Instituições Financeiras Estatais, que apresentaram um maior crescimento em relação à evolução das participações, com destaque para os Fundos de Investimento do Banco do Brasil.

Quando se observa a participação analisada através da quantidade de empresas investidas, os Fundos de Investimentos apresentaram um volume muito superior aos Fundos de Pensão e Fundos geridos por Instituições Financeiras no número de empresas investidas. No horizonte de estudo os Fundos de Pensão Privados e os Fundos de Pensão Estatal apresentaram uma queda nesse número, que pode estar relacionada com a ineficiência na administração desses fundos no Brasil, destacando ainda as investigações realizadas nos Fundos de Pensão Estatais, não corroborando totalmente com Punsuvo et al. (2007) que afirma haver um crescimento na participação acionária dos fundos de pensão em especial.

Analisando a longevidade da participação em cada tipo de fundo ao longo dos 10 anos, verificamos um equilíbrio entre os Fundos de Pensão e os Fundos de Investimentos, sendo que Fundos de Investimento Estrangeiros foram os que apresentaram maior número de empresas investidas a longo prazo. Este resultado em relação aos Fundos de Pensão confirma o que Punsuvo et al. (2007) observou em seu estudo sobre a longevidade desses fundos.

Os Fundos geridos por Instituições Financeiras foram os que se mostraram como investidores de curto prazo, em todas as subdivisões representadas através do capital, não apresentando empresas investidas ao longo de todo o período estudado e apenas uma empresa investida num período superior a 06 anos. Portanto, podemos concluir que todos os tipos dos FGIF, conforme mencionado por Ferri & Soares (2009), são investidores institucionais que estão relacionados com o foco no curto prazo em detrimento do longo prazo, assim como os fundos do tipo Privado, o que não se aplica tão incisivamente com os Fundos de Investimento Estrangeiros, Estatal/Governamental e os Fundos de Pensão. Diferentemente do que apresenta

o estudo de Opazo et al. (2014) onde os Fundos de Investimento e Pensão no Chile investem principalmente em ativos de curto prazo.

Quanto à estabilidade do percentual de participação investido nas empresas, os Fundos de Investimento se destacaram como os que mantiveram maior percentual. Dentre todos os fundos estudados os Fundos Estrangeiros foram os que obtiveram o melhor desempenho quanto à estabilidade dos percentuais investidos, sendo que os Fundos de Pensão Estrangeiros apresentaram aumento desse percentual e os Fundos de Pensão Privados uma redução, obtendo o pior desempenho dentre todos os fundos, confirmando em parte o que Ferri & Soares, (2009) concluíram em sua pesquisa, que Fundos de Pensão mantêm certa estabilidade de investimento de seus recursos.

Analisando as participações acionárias e respondendo à pergunta: **como evoluiu a participação dos diversos tipos de investidores institucionais em empresas brasileiras listadas nos últimos 10 anos?** Concluímos que a participação dos diversos tipos de investidores institucionais apresenta comportamentos distintos entre os tipos de fundos, visto que em determinada análise um tipo de fundo se mostrava em evolução e para esse mesmo fundo apresenta uma situação negativa em relação à outra análise. Portanto, a análise descritiva que esse estudo se propôs a fazer mostra que em alguns aspectos o comportamento dos diferentes fundos ao longo do tempo é semelhante, mas em outros eles são diferentes. Como estudos futuros sugere-se analisar como os diferentes tipos e as diferentes características se relacionam com outros aspectos de gestão como estratégias financeiras e a evolução da governança.

## REFERÊNCIAS

- Aguilera, R., Florackis, C., & Kim, H. (2016). Advancing the Corporate Governance Research Agenda. *Corporate Governance: An International Review*, 24(3), 172–180. <https://doi.org/10.1111/corg.12167>
- Aldrighi, D. M., Postali, F. A. S., & Diaz, M. D. M. (2018). Governança Corporativa e Propriedade Piramidal: O Papel do Novo Mercado. *Revista Brasileira de Finanças*, 16(1), 5–38.
- Andrade, L. P., Bressan, A. A., & Iquiapaza, R. A. (2015). Estrutura Piramidal de Controle, Emissão de Duas Classes de Ações e Desempenho Financeiro das Empresas Brasileiras. *Revista Brasileira de Finanças*, 12(4), 555–595.
- Chen, Z., Forsberg, D., & Gallagher, D. R. (2019). Which institutional investor types are the most informed? *Accounting & Finance*, 59(S1), 449–480. <https://doi.org/10.1111/acfi.12378>
- CIA, J. C.; GUARITA, C. I.; CIA, J. N. DE S. O Duplo Papel do Investidor Institucional: Influenciador do Corporate Governance e Gestor de Carteiras, [s.d.].
- Claessens, S., Djankov, S., Fan, J. P. H., & Lang, L. H. P. (2002). Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings. *The Journal of Finance*, 57(6), 2741–2771. <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00511>
- Da Silveira, A. (2011). Institutional Investors and Corporate Governance in Brazil (SSRN Scholarly Paper ID 1957110). Social Science Research Network. <http://papers.ssrn.com/abstract=1957110>

- Ferreira, M. A., & Matos, P. (2008). The colors of investors' money: The role of institutional investors around the world. *Journal of Financial Economics*, 88(3), 499–533. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.07.003>
- Ferri, M. da S., & Soares, R. O. (2009). Investidores Institucionais e o Foco no Curto Prazo: Um Estudo nas Empresas Negociadas na Bovespa. *Contabilidade Vista & Revista*, 20(4), 15–30.
- FONSECA, C. V. C. (2019). Ensaio sobre a atuação dos investidores institucionais no mercado acionário brasileiro. Tese de Doutorado apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Econômicas do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas, Campinas, SP, BR.
- Gillan, S. L., & Starks, L. T. (2000). Corporate governance proposals and shareholder activism: The role of institutional investors. *Journal of Financial Economics*, 57(2), 275–305. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00058-1](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00058-1)
- Grillo, F. F., Reina, D., Bortolon, P. M., & Neto, A. S. (2017). INFLUÊNCIA DA PRESENÇA FAMILIAR NO CONTROLE, GESTÃO E CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO SOBRE A RELEVÂNCIA E A TEMPESTIVIDADE DAS INFORMAÇÕES CONTÁBEIS. *Revista Universo Contábil*, 13(1), 85–105.
- Guercio, D. D., & Hawkins, J. (1999). The motivation and impact of pension fund activism. *Journal of Financial Economics*, 52(3), 293–340. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(99\)00011-2](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(99)00011-2)
- Leal, R., & Carvalho da Silva. (2006). Controlling shareholder and corporate valuation in Brazil. *Corporate Ownership & Control*, 3(2), 137–141.
- MUNIANDY, P.; TANEWSKI, G.; JOHL, S. K. Institutional investors in Australia: Do they play a homogenous monitoring role? *Pacific-Basin Finance Journal*, v. 40, p. 266–288, dez. 2016.
- Oliveira, R. M. de, Leal, R. P. C., & Almeida, V. de S. e. (2012). Large Pension Funds and The Corporate Governance Practices of Brazilian Companies. *Corporate Ownership & Control*, 9(2), 76–84.
- Opazo, L., Raddatz, C., & Schmukler, S. L. (2014). Institutional Investors and Long-Term Investment: Evidence from Chile. The World Bank. <https://doi.org/10.1596/1813-9450-6922>
- Punsuvo, F. R., Kayo, E. K., & Barros, L. A. B. de C. (2007). O ativismo dos fundos de pensão e a qualidade da governança corporativa. *Revista Contabilidade & Finanças*, 18(45), 63–72. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772007000400006>
- Stulz, RenéM. (1988). Managerial control of voting rights. *Journal of Financial Economics*, 20, 25–54. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(88\)90039-6](https://doi.org/10.1016/0304-405X(88)90039-6)

Villalonga, B., & Amit, R. (2006). How do family ownership, control and management affect firm value? *Journal of Financial Economics*, 80(2), 385–417.  
<https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.12.005>