

ELIANE ALEIXO LUSTOSA THOMPSON-FLÔRES

**GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL E O
PAPEL DOS INVESTIDORES INSTITUCIONAIS**

TESE DE DOUTORADO

**DEPARTAMENTO DE ENGENHARIA
INDUSTRIAL**

Programa de Pós-Graduação em
Engenharia de Produção

Rio de Janeiro

Abril de 2004

ELIANE ALEIXO LUSTOSA THOMPSON-FLÔRES

**GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL E O
PAPEL DOS INVESTIDORES INSTITUCIONAIS**

Tese de Doutorado

Tese apresentada ao Programa de Pós-graduação em Engenharia Industrial do Departamento de Engenharia Industrial da PUC-Rio como parte dos requisitos para obtenção do título de Doutor em Engenharia Industrial

Orientador: Prof. Tara Baidya

Rio de Janeiro

Abril de 2004



ELIANE ALEIXO LUSTOSA THOMPSON-FLORES

**GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL E O
PAPEL DOS INVESTIDORES INSTITUCIONAIS**

Tese de Doutorado

Tese apresentada como requisito parcial para obtenção do título de Doutor pelo Programa de Pós-graduação em Engenharia Industrial da PUC-Rio. Aprovada pela Comissão Examinadora abaixo assinada.

Prof. Tara Keshar Nanda Baidya

Orientador

Departamento de Engenharia Industrial – PUC-Rio

Prof. José Paulo Teixeira

Departamento de Engenharia Industrial – PUC-Rio

Profa. Mônica Barros

Departamento de Engenharia Elétrica – PUC-Rio

Prof. Ricardo Pereira Câmara Leal

COPPEAD/UFRJ

Prof. Regis Velasco Fichtner Pereira

UERJ

Prof. José Eugenio Leal

Coordenador(a) Setorial do Centro Técnico Científico – PUC-Rio

Rio de Janeiro, 30 de abril de 2004

Thompson-Flôres, Eliane Aleixo Lustosa

Governança corporativa no Brasil e o papel dos investidores institucionais / Eliane Aleixo Lustosa Thompson-Flôres; orientador: Tara Baidya. – Rio de Janeiro: PUC, Departamento de Engenharia Industrial, 2004.

205 f; 30 cm

Tese (doutorado) – Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Departamento de Engenharia Industrial.

Inclui referências bibliográficas.

1. Engenharia industrial – Teses. 2. Governança corporativa. 3. Investidores institucionais. 4. Expropriação. I. Baidya, Tara. II. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro. Departamento de Engenharia Industrial. III. Título.

CDD: 658.5

Agradecimentos

O tema tratado nesta tese é fruto do trabalho desenvolvido ao longo de três anos e meio como diretora do Fundo de Pensão dos funcionários da Petrobras – Petros. Foi um período de muitos desafios, que foram ultrapassados em função da dedicação de um time de profissionais extremamente éticos e competentes, do qual tenho muito orgulho de ter participado.

Os casos aqui relatados foram resultado de árduo e contínuo trabalho dessa equipe na defesa das boas práticas de governança corporativa, não apenas nas empresas investidas, mas, também, no âmbito do próprio dia-a-dia da gestão dos investimentos da Fundação. Gostaria agradecer a todos os envolvidos e, em especial, a Leda Hahn, Frederico Sampaio e Roque Sut, que atuaram intensamente e contribuíram de forma decisiva para os resultados obtidos.

A Carlos Flory agradeço o apoio e a confiança que recebi ao longo desse período, essenciais para ultrapassar obstáculos e situações de extrema pressão.

A André Morandi, co-autor em outros trabalhos, agradeço a importante contribuição na elaboração desta tese, sem a qual esta etapa dificilmente teria sido concluída em tempo hábil.

Nesse período, aprendi muito em intenso convívio com os competentes advogados que participaram da difícil tarefa de compreender complexos acordos de acionistas e, no âmbito do aparato legal existente, obter importantes vitórias em árduas batalhas na defesa dos interesses da Fundação. Por receio de, no momento, esquecer algum nome, farei apenas este registro mais genérico.

Cabe, também, mencionar que os resultados aqui apresentados refletem importante cooperação e coordenação de amplo conjunto de profissionais de diversos Fundos de Pensão. Além de registrar o crescente profissionalismo dos técnicos dessas instituições, gostaria de ressaltar o dedicado e competente trabalho de assessoramento na área comunicação realizado por Hélio Sussekind.

A César Mattos agradeço as importantes sugestões e críticas, que muito contribuíram para enriquecer este trabalho. Agradeço, também, a revisão e sugestões de Leda Hahn, Magali Klajmic, Monica Barros, João Laudo de Camargo e Isabel Bocater.

A Ricardo Leal, que atuou como meu co-orientador, agradeço o incentivo para avançar na conclusão desta etapa: suas contribuições, além de

terem me permitido uma visão mais ampla a respeito do tema GC, foram fundamentais na definição do tema desta tese.

Ao meu orientador, Tara Baidya, agradeço o apoio que recebi ao longo de todo o meu curso de doutorado, assim como a disponibilidade de debater e orientar o desenvolvimento de diversos outros possíveis temas de teses.

Vale registrar, ainda, que o convívio com os demais membros do Conselho de Administração do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC contribuiu significativamente para aumentar minha compreensão sobre GC e, conseqüentemente, para os resultados deste trabalho.

Por fim, como não poderia deixar de ser, agradeço o apoio de minha família e, em especial, de meus filhos aos quais dedico esta tese, com todo o meu amor.

Para Julia e Carlos, meus filhos queridos.

Resumo

Thompson-Flôres, Eliane Aleixo Lustosa; Baidya, Tara Keshar Nanda (Orientador). **Governança corporativa no Brasil e o papel dos investidores institucionais**. Rio de Janeiro, 2004. 205p. Tese de Doutorado – Departamento de Engenharia Industrial, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

A separação entre propriedade e controle abre espaço para importante assimetria de informação e, conseqüentemente, surge o problema de risco moral associado à perspectiva de expropriação dos investidores (*outsiders ou principais*) pelos controladores e executivos da empresa (*insiders ou agentes*). O objetivo desta tese é, por meio de uma análise qualitativa, ilustrar em que medida os Fundos de Pensão, enquanto importantes investidores institucionais no Brasil, são capazes de mitigar o chamado “risco de agência” incentivando as chamadas boas práticas de Governança Corporativa e agregando valor nas empresas que compõem seus portfólios.

Palavras-chave

Governança Corporativa, investidores institucionais, expropriação

Abstract

Thompson-Flôres, Eliane Aleixo Lustosa; Baidya, Tara Keshar Nanda (Advisor). **Corporate governance in Brazil and the role of institutional investors**. Rio de Janeiro, 2004. 205p. Tese de Doutorado – Departamento de Engenharia Industrial, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

The separation of ownership and control leads to information asymmetry and, consequently, to a moral hazard problem related to the perspective of expropriation of investors (outsiders or principals) by managers and controlling shareholders (insiders or agents). Based on case studies, this thesis aims at assessing Brazilian institutional investors' capability to mitigate the so called "agency risk" notably in related parties transactions. More specifically, it will use a qualitative analysis to investigate to which extent Pension Funds' activism has effect on companies' corporate governance rules and value.

Keywords

Corporate Governance, institucional investors, expropriation

Sumário

I.	Introdução	10
II.	Governança Corporativa e Investidores Institucionais: condições de contorno para ativismo de fundos de pensão no mercado acionário brasileiro	20
2.1	– Financiamento Corporativo sob Assimetria de Informação e o Papel dos Investidores Institucionais	21
2.2	– Mercado de Capitais: regulação e demais medidas de incentivo às boas práticas de GC	38
2.3	– Fundos de Pensão: arcabouço regulatório e governança corporativa	79
2.4	– Instrumentos de GC em Fundos de Pensão: o caso Petros	93
2.5	– Fundos de Pensão, Privatizações e Participações Minoritárias	109
III.	Ativismo de Investidores Institucionais e <i>Enforcement</i> : Estudos de Casos no Mercado Acionário Brasileiro	118
3.1	– Casos de sucesso	121
3.2	– Casos de insucesso	143
3.3	– <i>Enforcement</i> CVM: operações entre partes relacionadas	160
IV.	Ativismo e Performance: algumas considerações	177
V.	Conclusões e Observações Finais	188
VI.	Bibliografia	197