

Os *White Papers* do Acende Brasil consolidam análises e recomendações aprofundadas sobre temas do Setor Elétrico Brasileiro e visam à promoção de discussões qualificadas sobre as seguintes dimensões setoriais: Agência Reguladora, Governança Corporativa, Impostos e Encargos, Leilões de Energia e Transmissão, Meio Ambiente e Sociedade, Oferta de Energia, Rentabilidade, Tarifa e Regulação. Para saber mais sobre o Instituto Acende Brasil acesse [www.acendebrasil.com.br](http://www.acendebrasil.com.br)

## GESTÃO ESTATAL (PARTE 2): GOVERNANÇA CORPORATIVA

Este *White Paper* se concentra na discussão do segundo conjunto de políticas públicas essenciais para o bom desempenho de estatais: políticas de Governança Corporativa.

No *White Paper* nº 10, intitulado “Gestão Estatal (Parte 1): Despolíticação e Meritocracia”, constatou-se o baixo desempenho das empresas estatais em relação às privadas tanto em termos econômico-financeiros quanto em termos operacionais.

Os principais entraves à eficiência das empresas estatais são: a) objetivo indefinido; b) indisciplina orçamentária; c) uso político; d) administração inepta (dirigentes da empresa nomeados sem as qualificações requeridas para o cargo); e e) processo decisório burocrático.

No *White Paper* nº 10 foi dado foco à interação entre as estatais e os políticos, principalmente com relação à nomeação de dirigentes das empresas e seus conselhos.

Já este *White Paper* nº 11 é voltado para a arquitetura institucional das estatais e seus procedimentos internos. A referência adotada para estudar tal arquitetura é o da Governança Corporativa, que pode ser definida como o ramo da administração que estuda as melhores formas para estruturar e reger os relacionamentos empresariais.

Após apresentar os princípios mais consolidados de Governança Corporativa (Transparência; Prestação de Contas; Equidade; e Conformidade ou Responsabilidade Corporativa) partiu-se para analisar o alinhamento de algumas estatais do Setor Elétrico Brasileiro a tais princípios por meio do estudo de casos bem documentados.

As conclusões a partir dos casos estudados não foram animadoras: informações contábeis frágeis e com problemas de acesso à informação, baixa responsabilização dos dirigentes por falhas, desrespeito a direitos de minoritários, e apropriação de recursos com baixa transparência sobre a relação custo-benefício envolvida.

Os desafios reais enfrentados pelas estatais brasileiras do setor elétrico devem ser interpretados como lições que precisam ser aprendidas para aprimorar o desempenho das estatais na execução de sua verdadeira função social: a prestação de um serviço público eficiente e com qualidade. Afinal, empresas estatais – como bem diz o nome – pertencem ao Estado, e não ao governo, partidos, bancadas ou políticos individuais.

*“A diferença entre a empresa privada e a empresa pública é que aquela é controlada pelo governo, e esta por ninguém.”*  
(Roberto Campos)

## SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO .....	2	5. PRINCÍPIO Nº 3: EQUIDADE (FAIRNESS) .....	15
2. GOVERNANÇA CORPORATIVA – CONCEITOS E PRINCÍPIOS .....	3	5.1 Caso nº 4: Retenção de dividendos obrigatórios na Eletrobras .....	15
2.1 A dispersão da propriedade e da gestão .....	3	5.2 Caso nº 5: ‘Repesamento tarifário’ na Copel .....	17
2.2 Estrutura organizacional das sociedades anônimas .....	5	6. PRINCÍPIO Nº 4: CONFORMIDADE (COMPLIANCE) .....	20
2.3 Princípios de Governança Corporativa .....	7	6.1 Caso nº 6: Gestão de encargos setoriais pela Eletrobras .....	20
3. PRINCÍPIO Nº 1: TRANSPARÊNCIA (DISCLOSURE) .....	9	CONCLUSÃO .....	23
3.1 Caso nº 1: Baixa qualidade da informação contábil .....	9	REFERÊNCIAS .....	24
3.2 Caso nº 2: Deficiências na transmissão de informações na Eletrobras .....	10		
4. PRINCÍPIO Nº 2: PRESTAÇÃO DE CONTAS (ACCOUNTABILITY) .....	12		
4.1 Caso nº 3: Falta de responsabilização de dirigentes por falhas recorrentes na Eletrobras .....	12		

## 1. INTRODUÇÃO

Este *White Paper* nº 11 dá sequência à discussão iniciada no *White Paper* nº 10, intitulado “Gestão Estatal (Parte 1): Despolitização e Meritocracia”.

Como apresentado na introdução do *White Paper* nº 10, o mundo tem passado por ciclos pendulares onde os fenômenos definidos de forma simplificada como “estatização” e “privatização” se alternam. No final do milênio passado, a privatização estava em voga. Estatais eram geralmente vistas como ineficientes e fadadas ao fracasso. Passados alguns anos, a crise financeira mundial passou a ser usada como o cenário perfeito para contestar a eficiência dos mercados e para desafiar a tese de maior eficiência privada.

O Brasil também tem vivenciado esses ciclos alternados. No início do milênio, a maioria dos programas de privatizações foi suspensa ou abortada. O programa de privatizações do setor elétrico, que resultou na privatização da maior parte das empresas de distribuição, mas muito pouco da geração e transmissão, foi oficialmente abortado em março de 2004, quando a Eletrobrás, juntamente com suas subsidiárias, foi retirada do Programa Nacional de Desestatização (Lei 10.848). E, desde então, novas estatais têm surgido:

“Levantamento do *Estado* indica que o número de estatais criadas nos governos de Luiz Inácio Lula da Silva (2003-2010) e nos 20 meses de Presidência de Dilma ultrapassa o total de empresas constituídas por todos os presidentes civis anteriores, desde a redemocratização, em março de 1985.”

(*O Estado de S. Paulo*, 19/set/2012)

Neste movimento pendular que reflete o grau de intervenção do governo na economia, ora prevalece o comando e controle do governo, ora prevalece o incentivo à atuação da livre iniciativa.

Essas oscilações no grau de intervenção governamental na economia são fruto das inclinações políticas e ideológicas dos que detêm o poder em cada momento. Tais inclinações, por sua vez, são influenciadas por uma conjunção de fatores que extrapolam critérios econômicos.

O objetivo deste *White Paper* nº 11 é alinhado e complementar aos objetivos do *White Paper* nº 10: analisar de forma objetiva e factual o desempenho de empresas estatais e fornecer contribuições para a melhoria de sua gestão. Isto é feito adotando como referência o arcabouço conceitual da Governança Corporativa, baseada em quatro princípios. A partir dessa referência é estudada a aderência de estatais brasileiras a tais princípios por meio do estudo de alguns casos bem documentados.

### Organização do texto

Este *White Paper* está organizado em 7 seções, sendo que esta introdução representa a primeira seção.

A seção 2 discorre sobre os desafios derivados da dispersão da propriedade e da gestão, explica como a Governança Corporativa se apresentou como uma solução para tais desafios, e introduz os princípios norteadores da Governança Corporativa.

Nas seções 3, 4, 5 e 6 são apresentados e discutidos seis casos que analisam a aderência das empresas estatais do setor aos princípios de Governança Corporativa.

A seção 7 traz as conclusões do texto.

## 2. GOVERNANÇA CORPORATIVA – CONCEITOS E PRINCÍPIOS

Além da despolitização das empresas estatais, tema tratado no *White Paper* nº 10, um segundo conjunto de requisitos é essencial para assegurar a boa gestão: Governança Corporativa.

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC, 2009) define Governança Corporativa como um sistema de relações:

“Governança Corporativa é o sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre proprietários, conselho de administração, diretoria e órgãos de controle. As boas práticas de Governança Corporativa convertem princípios em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor da organização, facilitando seu acesso ao capital e contribuindo para a sua longevidade.”

www.ibgc.org.br  
(acesso 04/12/2012)

Conceitualmente, a Governança Corporativa surgiu para evitar ou superar os conflitos potenciais que podem surgir quando a propriedade e a gestão empresa são detidos por agentes diferentes. A Governança Corporativa busca alinhar os interesses de todos os agentes e coibir ações oportunistas pelas quais um agente possa vir a expropriar parte ou todo o capital investido pelos acionistas.

### 2.1 A DISPERSÃO DA PROPRIEDADE E DA GESTÃO

As transformações econômicas desde a Revolução Industrial fomentaram o advento das grandes corporações. A adoção de novos métodos de produção, o desenvolvimento de novas tecnologias e os avanços no transporte e logística possibilitaram que as empresas explorassem cada vez mais os ganhos de escala e escopo, elevando a sua eficiência e reduzindo os custos para o consumidor. Embora tal processo tenha sido muito benéfico para a sociedade, ele resultou no agigantamento das empresas que, por sua vez, gerou desafios à gestão.

Os montantes de capital requeridos para realizar os investimentos nesses grandes empreendimentos superava a capacidade de financiamento de seus proprietários, levando-os a recorrer a financiamento de terceiros e à admissão de novos sócios.

O crescimento das empresas tornou a sua administração cada vez mais complexa. Os seus proprietários já não davam conta de administrar suas empresas sozinhos, tendo que delegar cada vez mais tarefas a gestores profissionais.

O efeito dessas transformações foi uma dispersão da propriedade e da gestão das empresas. As empresas já não eram conduzidas pelos proprietários das empresas. A gestão passava a ser conduzida por equipes de gestores profissionais. Do mesmo modo, a propriedade das empresas já não era mais concentrada na mão de um proprietário, mas passava a ser detida por um grupo de sócios.

A crescente delegação de responsabilidades e compartilhamento da propriedade implicava a necessidade de coordenar a ação e interesses de grupos cada vez maiores. Nem sempre os interesses do gestor coincidiam com os dos proprietários, resultando em conflitos, fenômeno que especialistas denominam **conflito de agência** ou de **problema agente-principal**.

Para assegurar o bom funcionamento destas grandes empresas tornou-se necessário o desenvolvimento de uma estrutura de coordenação das atividades. A dispersão da propriedade e gestão da empresa deu origem a assimetrias de interesses, não só entre os proprietários e os gestores, mas também entre acionistas majoritários e minoritários. Para mitigar e administrar estes conflitos, as grandes corporações passaram a buscar formas de ordenar e estruturar as interações entre esses diversos agentes. Começou-se a experimentar diversas ‘arquiteturas institucionais’ e diferentes regras e procedimentos para tornar a coordenação, controle e

monitoramento dessas empresas mais eficiente e segura para todas as partes envolvidas. Foi a partir desta necessidade que nasceu a Governança Corporativa.

Uma das definições para Governança Corporativa apresentada por Andrade e Rosseti (2004) é:

“A Governança Corporativa é o sistema segundo o qual as corporações de negócios são dirigidas e controladas. A estrutura de Governança Corporativa especifica a distribuição dos direitos e responsabilidades entre os diferentes participantes da corporação, tais como o conselho de administração, os diretores executivos, os acionistas e outros interessados, além de definir as regras e procedimentos para a tomada de decisão em relação a questões corporativas. E oferece também bases através das quais os objetivos da empresa são estabelecidos, definindo os meios para se alcançarem tais objetivos e os instrumentos para se acompanhar o desempenho.”

Nesse processo evolutivo, a estrutura de governança que emergiu como mais eficaz para gerir essas empresas colossais foi a das **Sociedades Anônimas** (mais conhecidas como empresas ‘SAs’). A Sociedade Anônima é uma forma de constituição de empresas na qual a propriedade do seu capital social não é definida em escritura pública, mas dividida em ações que podem ser transacionadas e que, no Brasil, são fiscalizadas pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM). As Sociedades Anônimas de capital aberto são aquelas que podem negociar suas ações no mercado de valores mobiliários (bolsas de valores).

No contexto das sociedades anônimas podem emergir conflitos de agência não apenas entre proprietários e gestores, mas entre os próprios proprietários. Assim como os gestores podem atuar de forma oportunista, apropriando-se dos investimentos dos acionistas, os acionistas majoritários (que detêm o controle da empresa) podem agir de forma oportunista expropriando o retorno dos investimentos de acionistas minoritários.

Essa expropriação pode tomar muitas formas:

- diretamente, na forma de pagamentos e benefícios para os gestores;
- por meio de transações envolvendo outras empresas com as quais o gestor detém interesses, seja subfaturando na venda ou superfaturando na compra de produtos ou serviços; ou
- na alienação de ativos da empresa para um terceiro com preços inferiores ao de mercado (Shleifer e Vishny, 1997).

Os problemas de oportunismo entre acionistas tendem a surgir especialmente em situações em que existem assimetrias entre os acionistas da empresa, tais como:

- em empresas compostas de ações de diferentes espécies e classes; ou
- em empresas de capital misto.

No primeiro caso, a assimetria decorre de diferenças entre as diferentes classes de ações (ordinárias e preferenciais), o que faz com que o grau de representação e o fluxo de rendimentos auferidos por cada acionista possam ser diferentes.

No segundo caso, a assimetria pode surgir da perseguição de objetivos divergentes. O investidor racional tipicamente busca maximizar o retorno do seu investimento, o que o leva a buscar, de forma muito focada, a geração de valor na área de atuação da empresa. O Estado, por sua vez, é orientado por uma conjunção de objetivos. Por isso, empresas estatais, nas quais o Estado é acionista, frequentemente sofrem desvio de função, sendo levadas a perseguir outros objetivos que não constam do objetivo estatutário da empresa.

## 2.2 ESTRUTURA ORGANIZACIONAL DAS SOCIEDADES ANÔNIMAS

As Sociedades Anônimas são verdadeiras ‘obras primas’ da arquitetura institucional global porque tais sociedades possibilitam a democratização do capital, mesmo no contexto da crescente concentração das atividades econômicas à medida que as empresas recorrem a escalas cada vez maiores para explorar as economias de escala e escopo proporcionadas pela tecnologia. Por meio das Sociedades Anônimas, mesmo um pequeno poupador individual pode deter uma participação das maiores empresas do planeta, compartilhando de seus lucros.

As Sociedades Anônimas também são uma forma eficaz de dispersão de riscos. Ao pulverizar a propriedade da empresa entre – literalmente – milhares ou mesmo milhões de investidores, os riscos de uma determinada atividade são compartilhados por uma base maior, o que reduz o impacto de eventuais reveses desses grandes empreendimentos sobre os investidores individuais.

No Brasil, as Sociedades Anônimas são regidas pela **Lei 6.404**, de 1976, também conhecida como a **Lei das SAs**. Essa lei delinea a configuração básica dessas empresas.

As Sociedades Anônimas devem constituir um **Estatuto** que definirá:

- o seu objeto “de modo preciso e completo” (§2º do art. 2º);
- o valor inicial do capital social da empresa (art. 5º);
- a quantidade de ações e a composição de espécies e classes a serem emitidas, bem como seu valor nominal inicial (art. 11);
- as competências do Conselho de Administração e da Diretoria na administração da empresa (art. 138);
- as regras para a criação e emissão de debêntures (art. 59); e
- as regras para a definição de matérias específicas, como a de quórum qualificado para certas deliberações (art. 140).

Outra exigência da Lei é que o Estatuto preveja a distribuição mínima de dividendos (‘dividendo obrigatório’) anualmente no valor equivalente a 25% ou mais do lucro líquido (art. 152).

A Lei 6.404 (art. 15-9) admite a criação de diferentes espécies e classes de ações. As ações ordinárias são aquelas que detêm direito de voto na Assembleia Geral. As ações preferenciais não têm direito a voto ou têm direito de voto restrito, mas em compensação dispõem de preferência na distribuição de dividendos e no reembolso do capital. Isso permite que o controle da empresa possa ser obtido com uma participação minoritária do capital social da empresa.

A estrutura administrativa da empresa deve ser definida em convenção, sendo dirigida por um Conselho de Administração. O **Conselho de Administração** é órgão de deliberação colegiada, sendo composto de membros eleitos pela Assembleia Geral. O número de membros, o processo de escolha e de sua substituição será estabelecido no Estatuto. A Lei prevê que devem compor o Conselho de Administração “representantes dos empregados, escolhidos pelo voto destes, em eleição direta, organizada pela empresa” (art. 140). A Lei também prevê que os acionistas minoritários podem eleger, em separado do acionista controlador, um membro do Conselho de Administração (art. 141).

Cabe ao Conselho de Administração, entre outras responsabilidades (art. 142):

- “fixar a orientação geral dos negócios da companhia”;
- convocar a Assembleia Geral;
- eleger e destituir os diretores da empresa, assim como definir as suas respectivas atribuições e competências;
- fiscalizar a gestão dos diretores;

- manifestar-se sobre o relatório da administração e as contas da diretoria;
- escolher e destituir os auditores independentes.

A **Diretoria** é eleita e destituída pelo Conselho de Administração a qualquer momento. Embora a Lei permita que Conselheiros atuem como diretores, ela restringe a sua participação a um terço do Conselho de Administração (art. 143)

A remuneração dos administradores, inclusive de seus benefícios, será definida em Assembleia Geral levando em conta “suas responsabilidades, o tempo dedicado às suas funções, sua competência e reputação profissional e o valor dos seus serviços no mercado” (art. 152).

A empresa também deve estabelecer um **Conselho Fiscal**, composto de três a cinco membros. Os membros do Conselho Fiscal serão eleitos em Assembleia Geral. Um dos membros do Conselho Fiscal será eleito pelos titulares de ações preferenciais e outro pelos acionistas minoritários (art. 161).

Cabe ao Conselho Fiscal:

- fiscalizar os atos dos administradores, verificando o cumprimento dos seus deveres legais e estatutários;
- opinar sobre o relatório anual da administração e suas propostas;
- denunciar quaisquer “erros, fraudes ou crimes que descobrirem, e sugerir providências úteis à companhia”;
- analisar e opinar sobre as demonstrações financeiras do exercício social;
- responder aos pedidos de informações formulados pelos acionistas nas Assembleias Gerais (art. 163-5).

A Lei também prevê que a Diretoria deve providenciar, anualmente, a apresentação de **demonstrações financeiras** que expressem “com clareza a situação do patrimônio da companhia e as mudanças ocorridas no exercício” (art. 175-6 e 247-50). Tais demonstrações devem ser examinadas e aprovadas pelo Conselho Fiscal.

O controle das Sociedades Anônimas é exercido por meio de **Assembleia Geral** dos acionistas da empresa. A Assembleia Geral “tem poderes para decidir todos os negócios relativos ao objeto da companhia e tomar as resoluções que julgar convenientes à sua defesa e desenvolvimento”. Somente por Assembleia Geral pode-se:

- reformar o estatuto social;
- eleger ou destituir administradores ou fiscais da empresa;
- deliberar sobre transformação, fusão, incorporação e cisão da empresa ou, ainda, de sua dissolução e liquidação;
- autorizar a emissão de debêntures; e
- deliberar sobre as demonstrações financeiras (art. 121-2) .

A Assembleia Geral pode ser convocada pelo Conselho de Administração ou pelos diretores e, quando os administradores retardarem a convocação por prazos maiores do que o estipulado na Lei, poderá ser convocada pelo Conselho Fiscal ou por acionistas que representem pelo menos cinco por cento do capital (seja do capital votante ou do capital social) (art. 123).

As Sociedades Anônimas são reguladas pela **Comissão de Valores Mobiliários**, cujas competências abrangem as seguintes atribuições:

- aprovar a distribuição pública de valores mobiliários (art. 4º);
- classificar as companhias abertas em categorias, segundo as espécies e classes dos valores mobiliários, e especificar as normas aplicáveis a cada categoria (§3º do art. 4º);

- estabelecer as normas a serem observadas na elaboração das demonstrações financeiras (§3º do art. 177);
- estabelecer os critérios para avaliação e contabilização a serem utilizadas em operações societárias (art. 184-A);
- estabelecer normas a serem observadas na alienação de controle (§3º do art. 254);
- declarar pessoas inabilitadas para exercer cargos de administração de companhia aberta (§2º do art. 147); e
- dirimir conflitos entre administradores e acionistas, tais como a recusa do administrador em disponibilizar informações ao acionista por considerar que a sua “revelação porá em risco interesse legítimo da companhia” (§5º do art. 157).

Esse breve resumo sobre a forma segundo a qual sociedades anônimas são estruturadas e regulamentadas proporciona os contornos institucionais e regulatórios para a aplicação dos princípios de Governança Corporativa.

## 2.3 PRINCÍPIOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

Alguns anos atrás, o então presidente da Eletrobras, José Muniz, respondeu a críticas de acionistas minoritários relativos à Governança Corporativa da estatal se referindo ao conceito como uma noção abstrata e imprecisa. O executivo comparou Governança Corporativa ao amor: “é um conceito como felicidade ou amor, para cada um é diferente” (*O Valor Econômico*, 30/nov/2010).

A Governança Corporativa pode de fato tomar muitas formas, mas isto não significa que não seja um conceito concreto que possa ser observado e avaliado. Tanto é que no amor, para usar o “exemplo” dado, os enamorados conseguem perceber quando são desprezados pelo seu parceiro.

A Governança Corporativa é um ramo da administração que estuda as melhores formas para estruturar e reger os relacionamentos empresariais. A tarefa não é simples, particularmente tendo em vista a grande diversidade existente entre corporações, setores de atuação, regimes legais e regulatórios, tradições e práticas locais, entre outros fatores.

Apesar dessa complexidade, no entanto, existe um consenso quanto aos princípios básicos que devem reger a Governança Corporativa. Os livros textos de administração (vide por exemplo, Andrade e Rossetti, 2004), com algumas variações em termos de nomenclatura, geralmente agrupam os princípios que devem reger a Governança Corporativa em quatro grupos:

- transparência (*disclosure*);
- prestação de contas (*accountability*);
- equidade (*fairness*); e
- conformidade (*compliance*) ou Responsabilidade Corporativa.

Esses são os requisitos mínimos para que as sociedades anônimas possam funcionar. Para obter a confiança de investidores, as sociedades anônimas precisam criar as condições mínimas para que os acionistas possam acompanhar a evolução da empresa, cobrar resultados, auferir os retornos de seus investimentos e vislumbrar a perpetuação da empresa.

Para que haja confiança é necessário primeiro que haja **transparência**. Os acionistas precisam saber como andam os negócios. Precisam conhecer os riscos e as oportunidades; precisam conhecer as condições básicas de funcionamento da empresa e de seus resultados.

Mas não basta transparência. Para assegurar um bom desempenho é necessário que haja **prestação de contas**. Isso requer que as atribuições dos administradores sejam claramente delimitadas de forma que aqueles que não desempenharem suas funções de forma satisfatória possam ser responsabilizados. Com a transparência e prestação de contas, os acionistas podem monitorar e cobrar um bom desempenho dos administradores, zelando, assim, pela condução eficiente da empresa.

Mas não basta prestação de contas. É preciso que haja **equidade** no tratamento dos diversos tipos de acionistas. Mesmo que a empresa tenha um bom desempenho, se houver manipulações que resultem no benefício de certos acionistas à custa de outros acionistas, a credibilidade da sociedade anônima será severamente abalada, comprometendo futuros investimentos.

Mas não basta equidade entre os acionistas. A sustentabilidade de longo prazo da empresa também depende da sua condução em plena **conformidade** com as leis, regulamentos e preceitos éticos da sociedade. Por mais rentável que uma empresa seja, e mais correta que seja no tratamento de seus acionistas, se a empresa não for conduzida de forma condizente com o que a sociedade considera adequada, a empresa estará fadada ao fracasso. Portanto, é necessário zelar por preceitos e interesses mais amplos de todos aqueles que são de uma forma ou outra afetados pela empresa, sejam eles os funcionários, os consumidores, os vizinhos etc. Em outras palavras, é preciso zelar pela responsabilidade da corporação com relação à sociedade. É preciso assumir a sua 'responsabilidade corporativa'.

Embora os princípios sejam simples, a sua operacionalização é desafiadora. As empresas do mundo todo tem se empenhado no esforço de melhorar a sua governança com o intuito de se tornarem mais eficientes e eficazes. Existem dezenas de organizações ao redor do mundo dedicados ao estudo e compartilhamento de experiências sobre como promover uma melhor governança nas corporações. No Brasil se destaca o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) e, em nível internacional, o *International Corporate Governance Network*. Além dessas organizações criadas exclusivamente para tratar desse tema, há também outras organizações que têm se debruçado sobre o tema, como a Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), que desenvolveu algumas das principais referências sobre o assunto como o *Princípios de Governança Corporativa da OCDE (OECD, 2004)* e o *Guia OCDE para Governança Corporativa de empresas estatais (OECD, 2005)*. Há também o *National Bureau of Economic Research* nos Estados Unidos, que tem promovido uma série de estudos sobre o tema.

A seguir discute-se de forma mais detalhada cada princípio, especificando algumas das medidas a serem tomadas para atender ao princípio em questão e ilustrando as dificuldades defrontadas pelas empresas com base em episódios recentes de estatais do Setor Elétrico Brasileiro.



### 3. PRINCÍPIO Nº 1: TRANSPARÊNCIA (*DISCLOSURE*)

A transparência se constitui no mais básico requisito para a boa Governança Corporativa. As empresas devem divulgar as informações de forma precisa e atualizada para que seja possível monitorar a evolução da empresa. Quaisquer fatos novos que possam ser relevantes para a valoração da empresa, tais como alterações societárias, acordos, riscos corporativos, reduções patrimoniais substantivas ou mudanças de estratégia devem ser imediatamente comunicados. As demonstrações financeiras precisam ser apresentadas de forma tempestiva e regular, observando as normas contábeis, e precisam ser auditadas por instituição externa e independente.

O princípio da transparência não consiste apenas na disponibilização de informações, mas em um esforço intencional e proativo da administração para informar os seus acionistas sobre a real situação da empresa e as condições do mercado.

Tal esforço pode parecer simples, mas não é. A disponibilização de informação de qualidade é uma tarefa árdua. E as estatais brasileiras têm apresentado muita dificuldade para cumprir de forma eficaz esse requisito. A seguir apresentam-se dois conjuntos de evidências que apontam deficiências por parte de estatais brasileiras no quesito de transparência.

#### 3.1 CASO Nº 1: BAIXA QUALIDADE DA INFORMAÇÃO CONTÁBIL

A disponibilização de informação contábil é um dos aspectos centrais para a promoção da transparência. Os dados contábeis são úteis para subsidiar a compreensão e o monitoramento da situação da empresa, para subsidiar a tomada de decisões, e para proporcionar métricas para avaliação de desempenho.

Nas ciências contábeis a qualidade da informação contábil é avaliada com base em três aspectos:

- oportunidade;
- relevância; e
- conservadorismo.

A **oportunidade contábil** refere-se ao reconhecimento tempestivo e integral dos fatos que afetam o patrimônio da empresa. Os acionistas desejam que a informação contábil seja reconhecida de forma tempestiva, registrando as variações patrimoniais imediatamente após a ocorrência do fato gerador, mas também de forma integral, incorporando todas as variações quantificáveis para que se possa fazer uma leitura correta da situação da empresa.

A **relevância contábil** refere-se à prestação de informações importantes para a formação das expectativas dos acionistas quanto ao desempenho futuro da empresa. O acionista deve saber de todos os fatos novos que podem vir a modificar as perspectivas futuras da empresa. A relevância contábil depende fundamentalmente da seleção dos fatos a serem divulgados. Se não houver uma divulgação criteriosa de fatos relevantes, os fatos de impacto significativos poderão ser perdidos entre muitos fatos insignificantes.

O **conservadorismo contábil** refere-se ao grau de exigência diferenciado aplicado no reconhecimento de receitas e despesas na Demonstração de Resultado do Exercício da empresa. A ideia por trás deste conceito é a de que os acionistas preferem que a administração represente os resultados da empresa de forma conservadora, reconhecendo perdas com um grau de exigência menor do que o exigido para ganhos. Isso também se aplica a eventos futuros incertos. O acionista prefere que sejam feitas provisões para perdas futuras, fazendo com que as perdas sejam mais rapidamente incorporadas às demonstrações financeiras, enquanto as receitas eventuais tendem a ser reconhecidas apenas quando de fato se materializam. Outra motivação para o conservadorismo contábil é o diferimento de impostos.

Num estudo empírico realizado por Antunes (2008), que recebeu o Prêmio DEST/MP<sup>1</sup> de Monografias de 2008, examina-se a qualidade da informação contábil de um conjunto de empresas estatais federais de vários setores em comparação com um conjunto de empresas privadas do Novo Mercado da Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa).

Seu estudo consiste na aplicação de um conjunto de testes empíricos originalmente propostos por Ball e Shivakumar (2005); Basu (1997) Bushman, Chen, Engel e Smith (2004); e Ohlson (1995). A hipótese testada é que as empresas com melhor Governança Corporativa tendem a oferecer informação contábil de melhor qualidade, medida pelos critérios de oportunidade, relevância e conservadorismo. Seu objetivo é comparar a qualidade da informação contábil das empresas estatais e privadas.

Foram consideradas seis empresas estatais e 43 empresas privadas. Do setor elétrico foram incluídas a estatal Eletrobras e as seguintes empresas privadas: CPFL Energia, Energias do Brasil (EDP), Light e Tractebel Energia. Foram considerados dados coletados de dezembro de 1999 a dezembro de 2006.

A análise de Antunes (2008) indica que as informações contábeis prestadas pelas estatais mostrou-se estatisticamente significativa apenas na dimensão de relevância, enquanto as informações contábeis prestadas pelas empresas privadas mostraram-se estatisticamente relevantes nas três dimensões: oportunidade, relevância e conservadorismo.

### 3.2 CASO Nº 2: DEFICIÊNCIAS NA TRANSMISSÃO DE INFORMAÇÕES NA ELETROBRAS

Já há alguns anos foram identificados problemas de transparência na Eletrobras. Um grande alerta foi dado em 2010 no parecer da auditoria independente, PricewaterhouseCoopers, no 'Formulário 20-F' de 2011, requerido pelo *Security Exchange Commission* (a CVM dos Estados Unidos) para fins de registro da empresa na Bolsa de Valores de Nova Iorque (NYSE). A auditoria identificou deficiências nos controles internos: não havia como garantir a qualidade de informações usadas na elaboração das demonstrações financeiras da companhia.

Os problemas de divulgação de informações da Eletrobras também eram sentidos no Brasil:

“Os balanços da Eletrobras são considerados verdadeiros mistérios por analistas pela quantidade de variáveis que estão lá inseridas, que vão desde dívidas antigas em dólares de Itaipu corrigidas por um índice de inflação americano, até a gestão financeira de fundos setoriais, que torna a companhia um grande banco. Mas também a dificuldade de acesso à informação mais detalhada sobre as companhias controladas pela Eletrobras é latente.”

*(Entrevista de Arlindo Magno, representante dos acionistas minoritários no Conselho de Administração da Eletrobras – O Valor Econômico, 24 de novembro de 2010)*

A falta de informação não era sentida apenas por pessoas fora da empresa, mas no cerne da empresa também:

“O representante dos minoritários da empresa no conselho de administração, Arlindo Magno, diz que não só no balanço, como dentro do próprio conselho, é difícil se obter essas informações.

Em junho, Magno enviou uma carta ao Ministério de Minas e Energia sugerindo aperfeiçoamento da governança e que as reuniões do conselho passem a contar com informações estruturadas e sistemáticas de gastos, orçamentos realizados e faltantes, investimentos etc. Com isso, o conselho poderia, em sua opinião, fiscalizar e gerir melhor a empresa. Ele reclama que não recebeu resposta nenhuma.”

*(O Valor Econômico, 24/nov/2010)*

Arlindo Magno citou a sua frustração quanto à falta de informações, inclusive no que se referia ao maior projeto de investimento em que a empresa estava engajada naquele momento – a usina hidrelétrica de Belo Monte:

1 O DEST/MP é o Departamento de Coordenação e Governança do Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão. A missão do DEST/MP é: “Aperfeiçoar a atuação do Estado enquanto acionista das empresas estatais, com vistas a potencializar os investimentos da União em benefício da sociedade.”

“Belo Monte, por exemplo. Você sabe qual o valor do investimento? Eu não sei. O leilão aconteceu na primeira parte do ano e até agora não fomos informados sobre quanto a empresa vai investir e o retorno que teremos.”

(O Valor Econômico, 24/nov/2010)

Passado mais de um ano, a transparência na Eletrobras ainda deixava a desejar. Os auditores independentes ainda não detinham acesso a todas as informações:

[...] Itaipu é um caso especial. Apesar de a estatal brasileira ter 50% das ações da maior hidrelétrica do mundo [sic] em capacidade de geração e responsável por 16% de toda a energia consumida no país, seu auditor não tem acesso irrestrito aos números.

[...] A PwC [a empresa de auditoria PricewaterhouseCoopers] quis revisar os controles da usina, mas a administração não aceitou.

[...]

O Tratado de Itaipu – assinado pelo Brasil e Paraguai em 1973 e que transformou a área da usina numa espécie de protetorado onde nem o Tribunal de Contas da União pode entrar – foi a barreira encontrada pela PwC para coletar dados diretamente na empresa.”

(O Valor Econômico, 23/ago/2011)

Mas os problemas não se derivavam apenas das barreiras institucionais relacionadas à binacional Itaipu. A obtenção de informações das subsidiárias do grupo também permanece precária. Embora a empresa tenha iniciado medidas para padronizar o sistema de informações, ainda há incompatibilidades e dificuldades de comunicação entre as coligadas:

[...] a Eletrobras começou um processo de reestruturação para ganhar mais controles sobre suas coligadas, o que inclui a adoção de um sistema de gestão e de auditor únicos para todas as empresas do grupo.

José da Costa Carvalho Neto, presidente da Eletrobras, avalia que já houve um progresso ‘bom’ e que a empresa está dando prioridade à questão da tecnologia, que inclui a adoção do software de gestão da alemã SAP.

‘Vamos fazer um trabalho muito interessante sobre essas ferramentas de informática para dotar a Eletrobras de todos os recursos, não só nas empresas de geração e transmissão, mas também de distribuição’, disse. ‘A integração para nós é fundamental, tem que começar com a parte de informática.’

Contudo ele admite que nem todas as empresas do grupo Eletrobras adotaram o sistema. Além da holding, Furnas, Eletronorte, Eletronuclear usam o SAP. As outras não. ‘Temos um sistema satisfatório na Chesf e na Eletrosul, mas não é SAP. Não queremos que seja necessariamente o SAP. Queremos que os sistemas falem entre si, que sejam integrados’”

(O Valor Econômico, 23/ago/2011)

Os relatos acima demonstram a severidade das deficiências e a dificuldade com as quais a empresa tem se defrontado para melhorar sua governança.

## 4. PRINCÍPIO Nº 2: PRESTAÇÃO DE CONTAS (*ACCOUNTABILITY*)

O segundo princípio essencial para que os acionistas possam efetivamente controlar a empresa consiste em estabelecer um mecanismo eficaz de prestação de contas.

Como há muitas pessoas envolvidas na tomada de decisões nas grandes empresas, torna-se difícil atribuir responsabilidade sobre os atos da empresa. No entanto, a atribuição das responsabilidades individuais é absolutamente crucial para prestações de contas efetivas.

Cada gestor da empresa precisa ter clareza sobre suas responsabilidades e seus objetivos. Para isso, a empresa precisa definir a sua estratégia de atuação e os objetivos e metas que se espera atingir.

Além da delimitação das atribuições, é necessário estabelecer as rotinas e procedimentos para assegurar um controle efetivo dos processos, visando a prevenir, detectar e corrigir eventuais distorções, seja por erro ou fraude.

Uma das chaves para obter uma boa Governança Corporativa é a promoção do alinhamento dos interesses dos executivos, assim como dos conselheiros, aos interesses dos acionistas. O principal instrumento para promover esse alinhamento é o estabelecimento de esquemas de remuneração atrelados ao desempenho da empresa. Obviamente é preciso tomar alguns cuidados na concepção desses esquemas para não promover um foco excessivo no curto prazo e comportamentos oportunistas pelos executivos (Shleifer e Vishny, 1997).

Também é importante haver a possibilidade de punição daqueles gestores que não cumprirem suas obrigações de forma adequada.

Outro elemento chave para aprimorar a prestação de contas é fortalecer o Conselho de Administração e o Conselho Fiscal. Uma das formas de tornar esses conselhos mais eficazes é a eleição de conselheiros independentes, isto é, de fora da empresa. Embora conselheiros nomeados de dentro da empresa possam deter mais conhecimento da realidade da empresa, a presença de conselheiros independentes confere ao Conselho mais autonomia e independência. Além disso, conselheiros independentes competentes agregam outros conhecimentos e perspectivas que são muito úteis para a tomada de decisões estratégicas da empresa. As evidências empíricas sugerem que a presença de conselheiros independentes favorece melhores decisões com relação aos esquemas de compensação financeira de executivos, reduzem a incidência de fraudes e reduzem o oportunismo administrativo (Bebcuk e Wisbach, 2010).

### 4.1 CASO Nº 3: FALTA DE RESPONSABILIZAÇÃO DE DIRIGENTES POR FALHAS RECORRENTES NA ELETROBRÁS

Em 2009 a Eletrobras iniciou uma grande reestruturação do grupo visando a aprimorar o desempenho do grupo que incluí a *holding*, suas subsidiárias e coligadas. A reestruturação, cunhada de 'Plano de Transformação', prometia alterar completamente a forma de atuar da empresa. A nova 'visão' para a empresa previa a busca de "rentabilidade compatível com as melhores empresas do setor elétrico". Também fazia parte central do plano a adoção de melhores práticas de Governança Corporativa.

Um dos maiores desafios da Eletrobras será a 'transformação' de suas distribuidoras: Amazonas Energia, Distribuição Acre, Distribuição Alagoas, Distribuição Piauí, Distribuição Rondônia e Distribuição Roraima. Essas empresas de distribuição drenam recursos do grupo Eletrobras ano após ano.

Algumas das primeiras medidas anunciadas para sanar essas empresas foi a capitalização das subsidiárias para eliminar seus prejuízos acumulados, e a adoção de 'contratos de metas de desempenho empresarial' estabelecidos com o Conselho de Administração da *holding*:

“A Eletrobrás anunciou ontem uma grande capitalização de suas empresas controladas, numa operação que chega a R\$ 11,77 bilhões. A operação contábil não vai envolver a emissão de ações, mas apenas transformar as dívidas das companhias em maior participação da estatal em seu capital acionário. Em contrapartida, as coligadas vão seguir novas regras de Governança Corporativa.

[...]

A operação e a repactuação das condições de financiamento, entretanto, estão condicionadas a duas mudanças nos estatutos das controladas: a primeira é a distribuição obrigatória de 100% do lucro do exercício na forma de dividendos à holding. ‘Em relação ao exercício de 2008, a distribuição foi de 50%’, revelou Quental. Para alcançar esse objetivo, ele comentou que as subsidiárias terão de zerar o saldo de prejuízos acumulados ainda este ano para que tenham condições de distribuir os dividendos.

A segunda mudança é a obrigatoriedade para que as controladas celebrem, com a holding, o contrato de metas de desempenho empresarial (CMDE), que estabelece as novas práticas de Governança Corporativa dentro do grupo. ‘Nesse contrato, iremos estabelecer, por exemplo, um limite aos custeios, uma nova política de pessoal, nível de rentabilidade para os projetos, nível de investimentos, entre outros. Trata-se de um instrumento de gestão’, disse. Esses contratos deverão ser aprovados pelo conselho de administração da Eletrobrás e das controladas.”

(O Estado de S. Paulo, 04/nov/2009)

O ar de ‘agora é pra valer’ que acompanhou o plano é bem-vindo, embora haja muitos céticos. Há anos a Eletrobras vem prometendo sanar tais problemas sem sucesso, conforme já apontado em 2004:

“Após diagnosticar e sanar as federalizadas, a Eletrobras não descarta a possibilidade de privatizar Manaus Energia, Boa Vista Energia, Ceam, Eletroacre, Ceron, Cepisa e Ceal. A meta da estatal é equacionar o problema financeiro das estatais até 2005 para, em 2006, encontrar uma solução final, segundo o diretor Financeiro da Eletrobras, José Drumond Saraiva. As sete empresas acumulam uma dívida superior a R\$ 2 bilhões.”

(Canal Energia, 17/ago/2004)

As demonstrações financeiras de 2009 indicam que foram injetados R\$ 4,2 bilhões na forma de ‘adiantamentos para futuro aumento de capital’ (AFACs) e mais R\$ 1,9 bilhão na forma de “provisão para perdas em adiantamentos para futuro aumento de capital em determinadas empresas controladas do segmento de distribuição de energia” (nota 6 do parecer dos auditores independentes).

Apesar do ambicioso plano, a transformação ainda não foi detectada. Em 2010, as seis distribuidoras tiveram um prejuízo de R\$ 1,3 bilhão e em 2011 um prejuízo de R\$ 475 milhões. O alerta dos auditores independentes quanto à sustentabilidade dessas empresas já se tornou uma peça permanente nas notas contidas nas demonstrações financeiras anuais:

“Chamamos a atenção para a Nota 14 às demonstrações financeiras, que descreve que as empresas controladas do segmento de distribuição têm apurado prejuízos repetitivos em suas operações e apresentaram excesso de passivos sobre ativos circulantes no encerramento do exercício no montante de R\$ 1.245.367 mil. A continuidade operacional dessas empresas depende da manutenção do suporte financeiro por parte da Controladora.”

Parecer dos auditores independentes  
(Demonstrações Financeiras da Eletrobras 2011)

E o que aconteceu com os ‘contratos de metas de desempenho empresarial’ (CMDEs) estabelecidos em 2009? Claramente a meta de zerar os déficits não foi alcançada. O Relatório da Administração, contido nas Demonstrações Financeiras, limita-se a descrever o sistema de metas, sem fazer qualquer menção quanto ao cumprimento das metas ou de medidas a serem tomadas.

Seria de se esperar que houvesse pelo menos uma explicação para a frustração dos resultados e o anúncio de medidas a serem tomadas para reverter o quadro. Em vez disso, essas distribuidoras receberam novos aportes: R\$ 540 milhões em 2010 e R\$ 687 em 2011, sempre na

forma de AFACs. Ao total, essas seis concessionárias de distribuição já receberam aportes de R\$ 7,3 bilhões nos últimos três anos.

Outro exemplo da falta de prestação de contas refere-se às fragilidades encontradas nos controles internos da Eletrobras. O parecer da PricewaterhouseCoopers no 'Formulário 20-F' de 2011 constata, novamente, as fragilidades nos controles internos da empresa e destaca que se trata de um problema recorrente que não foi resolvido tempestivamente e para o qual não foi identificado a responsabilidade:

“Também, em nossa opinião, a empresa não manteve, em todos os aspectos relevantes, controle interno efetivo, sobre as demonstrações financeiras finalizadas em 31 de dezembro de 2011, baseado nos critérios estabelecidos no *Quadro Integrado de Controles Internos* estabelecido pelo Comitê de Organizações Patrocinadoras da Comissão Treadway dos Estados Unidos (COSO), por motivo de fragilidades materiais nos controles internos sobre as demonstrações financeiras existentes naquela data relacionadas a:

(i) Falta um ambiente de controle interno eficaz, considerando que as deficiências de controle interno não foram corrigidos em tempo hábil; a companhia não definiu adequadamente a responsabilidade com relação aos seus controles internos sobre demonstrações financeiras e as linhas de comunicação necessárias em toda a organização; a companhia não fez uma avaliação adequada para identificar riscos de modo a assegurar que controles eficazes foram adequadamente concebidos e implementados de maneira a prevenir e detectar distorções relevantes nas demonstrações financeiras; e a companhia não projetou e manteve adequadamente estratégias de tecnologia de informação eficazes, incluindo aquelas relacionadas a segregação de funções, segurança e permissão e monitoramento de acesso aos seus programas de aplicação financeira e de dados. [...]”<sup>2</sup>

(Form 20F – Amendment n. 1 - 2011)

O item transcrito acima é seguido de mais oito itens que os auditores consideram não atender aos critérios exigidos.

A ausência de medidas visando à apuração e punição dos responsáveis evidencia a complacência da empresa no que se refere à prestação de contas.

2 Tradução livre de: “Also, in our opinion, the Company did not maintain, in all material respects, effective internal control over financial reporting as of December 31, 2011, based on criteria established in Internal Control - Integrated Framework issued by the Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission (COSO), because material weaknesses in internal control over financial reporting existed as of that date, related to the following: (i) lack of an effective internal control environment, considering that internal control deficiencies were not remediated in a timely manner, the Company did not adequately define responsibility with respect to its internal controls over financial reporting and the necessary lines of communication throughout the organization, the Company did not adequately perform a risk assessment to identify risks so as to ensure that effective controls were adequately designed and implemented that would prevent and detect material misstatements to its financial statements, and the Company did not adequately design and maintain effective information technology policies, including those related to segregation of duties, security and granting and monitoring access to its financial application programs and data”.

## 5. PRINCÍPIO Nº 3: EQUIDADE (FAIRNESS)

O princípio da equidade refere-se ao tratamento justo de todos os acionistas, particularmente entre os acionistas que detêm o controle da empresa e os acionistas minoritários. Para que a sociedade anônima possa funcionar, os investidores precisam ter a confiança de que não serão lesados por ter uma parcela menor do capital ou um grau menor de envolvimento na tomada de decisões da empresa.

Esse conflito pode ser especialmente agudo em empresas estatais, pois quando o Estado é o acionista majoritário, o objetivo que norteia a sua atuação, como acionista controlador, é mais facilmente deslocado. O Estado, por ter muitas atribuições e responsabilidades, pode colocar em segundo plano o foco do negócio.

Afinal, para o governante/político é de menor importância se um determinado objetivo é atingido por um meio ou outro. Quando, por exemplo, confrontado com a opção de atingir um determinado objetivo por meio de redução do retorno do seu investimento numa estatal ou por meio de uma renúncia fiscal, o governante pode ser indiferente, optando pela opção que possa ser mais facilmente executada.

Para o acionista minoritário, no entanto, que investiu na empresa visando a um retorno nas atividades estatutárias da empresa, os prejuízos resultantes do desvio de função da estatal configuram uma quebra de contrato.

É absolutamente necessário que os governantes entendam que quando o Estado opta por criar uma sociedade de economia mista, a sua atuação, como acionista majoritário, precisa ser balizada, unicamente, pela função social estipulada no estatuto da empresa. Qualquer desvio deste objetivo constitui uma infração punível pela CVM.

O conceito pode ser mais facilmente entendido do que ser praticado. Experiências recentes envolvendo a Eletrobras e a Copel ilustram tais dilemas e dificuldades.

### 5.1 CASO Nº 4: RETENÇÃO DE DIVIDENDOS OBRIGATÓRIOS NA ELETROBRAS

A “Lei das SAs” estabelece, no seu artigo 202, que os acionistas têm o direito de receber como dividendo obrigatório, a cada ano, pelo menos 25% do lucro líquido.<sup>3</sup> A Eletrobras, no entanto, reteve o dividendo obrigatório entre 1979 e 1984, e novamente nos anos de 1989, 1996 e 1999, sob o argumento de que a distribuição dos dividendos era “incompatível com a situação financeira da companhia”.

De fato, a Lei das SAs autoriza a retenção do dividendo obrigatório em reserva especial nessas circunstâncias (§4º do artigo 202), mas também estabelece que “deverão ser pagos como dividendo assim que o permitir a situação financeira da companhia” (§5º do artigo 202).

O fato é que até 2010 a Eletrobras não havia pago os dividendos obrigatórios devidos desde o final da década de 1970. Estaria a situação financeira da Eletrobras em condições “incompatíveis” para pagar os dividendos obrigatórios por duas décadas? Fosse o caso, a empresa deveria estar em processo falimentar.

O descumprimento da legislação era tão patente que as ações da empresa já não refletiam os fundamentos da empresa:

“Há anos as ações da Eletrobras deixaram de refletir os fundamentos da companhia e do setor elétrico para oscilarem ao sabor dessa novela sobre os dividendos.”

(O Valor Econômico, 14/01/2010)

<sup>3</sup> A Lei nº 6.404, de 1976, determina que 50% do lucro líquido seja distribuído na forma de dividendos quando o Estatuto da empresa for omissa quanto à política de distribuição de dividendos, e condiciona a política de distribuição de dividendos à distribuição mínima de 25% do lucro líquido.

A falta de governança da Eletrobras já não permitia a captação de recursos por meio do mercado acionário a taxas competitivas, pois a credibilidade da empresa era muito baixa.

Os acionistas minoritários apelaram à Comissão de Valores Mobiliários (CVM). A justificativa apresentada pelos administradores da Eletrobras para a retenção foi que:

“[...] ao longo da década de 90 e desde o início dos anos 2000, a Eletrobras vem realizando sucessivos investimentos, o que vem nos forçando a promover uma intensa gestão de nosso fluxo de caixa, não tendo sido possível, como decorrência, distribuir os referidos dividendos”.

Esses investimentos – argumentavam os administradores da Eletrobras – seriam imprescindíveis para a estatal atender ao interesse público, propósito para o qual a empresa fora criada:

“[...] companhia precisa realizar investimentos para atender à crescente demanda energética gerada pela aceleração do crescimento econômico do país. Distribuir dividendos da ordem de R\$7 bilhões inviabilizaria esses investimentos, pondo em risco o interesse público que presidiu a criação da companhia.”

A CVM não entrou no mérito quanto ao valor dos dividendos a serem pagos, pois a política de dividendos é uma decisão de cunho empresarial: e a lei “deixa ao arbítrio da administração esse juízo de valor” (*business judgment rule*). Mas a CVM se pronunciou sobre a retenção dos dividendos: a retenção de dividendos obrigatórios é incompatível com a Lei das SAs (Processos Administrativos nº RJ-2007-10879 e RJ-2007-13216 da CVM).

O voto do Relator Marcos Barbosa Pinto – aprovado por unanimidade pelo Colegiado – sublinhou o caráter excepcional da admissibilidade da retenção do dividendo obrigatório, o que já tornaria altamente questionável a retenção por tanto tempo. A fundamentação do seu voto foi baseada na Lei das SAs, que proíbe a retenção de dividendos obrigatórios para financiar investimentos. Nas palavras do Relator:

“É o que diz o art. 198, de maneira clara e direta. Portanto, a companhia não pode deixar de pagar o dividendo obrigatório (art. 202) para constituir reservas estatutárias (art. 194) ou para dar cumprimento ao seu orçamento de capital (art. 196), orçamento esse que, obviamente, inclui investimentos (art. 196, §1º).”

Quanto ao argumento de que a empresa estatal teria que privilegiar os investimentos em detrimento à distribuição de dividendos para os acionistas para atender ao ‘interesse público’, o Relator cita os artigos 235 e 238 da Lei das SAs:

“As sociedades anônimas de economia mista estão sujeitas a esta Lei, sem prejuízo das disposições especiais de lei federal.” (art. 235 da Lei nº 6.404, de 1976)

e

“A pessoa jurídica que controla a companhia de economia mista tem os deveres e responsabilidades do acionista controlador (artigos 116 e 117), mas poderá orientar as atividades da companhia de modo a atender ao interesse público que justificou a sua criação.” (art. 238 da Lei nº 6.404, de 1976).

E quais seriam os deveres e responsabilidades do acionista controlador? O parágrafo único do artigo 116 da Lei das SAs discrimina os seus deveres:

“O acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender.”

O que levou o Relator a concluir:

“Isso significa que a Eletrobras deve observar as regras da Lei nº 6.404/76 sobre a distribuição e a retenção de dividendos, como qualquer outra sociedade anônima. Isso significa que a Eletrobras não pode manter a retenção de dividendos obrigatórios alegando simplesmente que essa retenção é necessária para investimentos, pois isso é vedado pelo art. 198 da lei.

Além disso, não podemos nos esquecer de que a União dispõe de diversos mecanismos jurídicos e financeiros para fazer face ao pagamento de dividendos sem comprometer a realização dos investi-



mentos pela companhia. Uma dessas alternativas, discutida inclusive em jornais de grande circulação, consiste em capitalizar a companhia com sua parcela dos dividendos distribuídos e financiar o restante no mercado ou até junto aos acionistas.”

A distribuição mínima dos lucros na forma de dividendos é uma exigência legal que visa a impedir que o capital dos acionistas seja sequestrado. Ademais, o pagamento de dividendos não é um entrave para a realização de investimentos, uma vez que a empresa pode captar recursos por meio de aumento do seu capital social. Por outro lado, quando os dividendos são retidos, o acionista perde a liberdade de definir como deseja aplicar os rendimentos de seu investimento.

Diante da decisão da CVM, a Eletrobras finalmente anunciou, em janeiro de 2010, o pagamento da Reserva Especial de Dividendos em quatro parcelas a serem realizadas nos dias 30 de junho de 2010, 30 de junho de 2011, 30 de junho de 2012 e 30 de junho de 2013<sup>4</sup>.

O episódio demonstra uma clara violação dos princípios de Governança Corporativa. A administração da Eletrobras agiu por anos de forma irregular retendo dividendos obrigatórios para financiar novos investimentos.

## 5.2 CASO Nº 5: ‘REPRESAMENTO TARIFÁRIO’ NA COPEL

Outro exemplo em que os vários objetivos do Estado ocasionaram desvio de função de empresas estatais do setor elétrico é o ‘represamento tarifário’ da Copel na gestão do Governador Roberto Requião, entre 2003 e 2010.

A Copel é a concessionária de distribuição de energia elétrica no estado do Paraná cujo controle majoritário é detido pelo governo do estado. O represamento tarifário consistiu numa supressão de reajustes nos níveis das tarifas requeridas para a manutenção do equilíbrio econômico-financeiro da empresa.

O represamento tarifário da Copel começou em junho de 2003, quando o Governador ‘desautorizou’ o reajuste anual previsto pela fórmula paramétrica estabelecida no contrato de concessão da Copel. O reajuste – impulsionado pela alta do IGP-M no ano anterior – deveria ser de 25,3%. Seis meses depois, o Governador ‘autorizou’ um reajuste de apenas 15,0%.

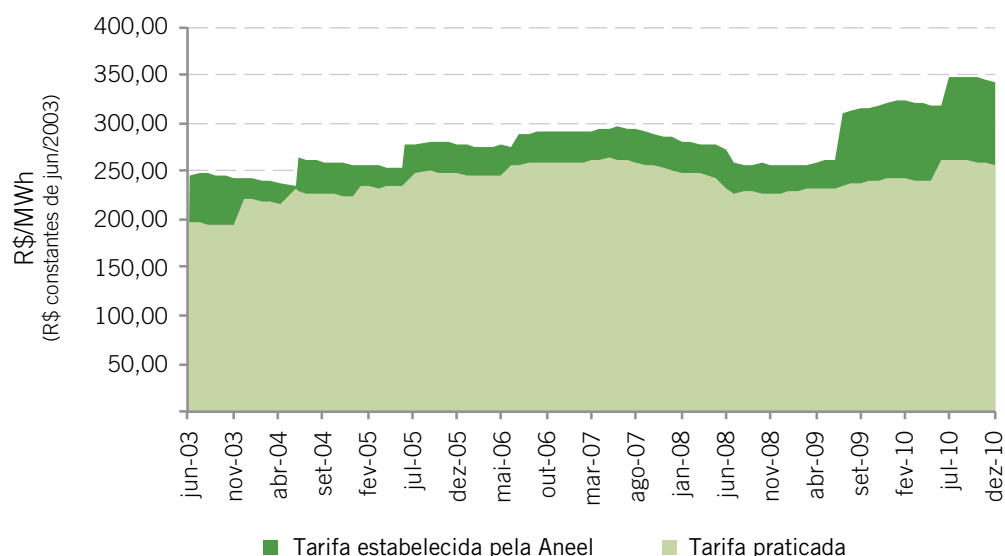
O represamento continuou no ano seguinte. Segundo a Revisão Tarifária Periódica, executada pela Aneel, o reajuste tarifário necessário para reestabelecer o equilíbrio econômico-financeiro da concessionária seria de 14,4%, mas o Governador permitiu um reajuste de apenas 9,0%, o que foi parcialmente compensado oito meses depois, por um reajuste de 5,0%.

A história se repetiu em 2005, quando o governador ordenou um reajuste de 4,4% em vez dos 7,8% determinados pela Aneel.

Nos próximos anos os reajustes tarifários estipulados pela Aneel foram aplicados sem interferência do governador paranaense (+5,12% em 2006, -1,22% em 2007 e -3,35% em 2008). Mas em 2009, quando a Aneel estabeleceu um reajuste médio de 18,04%, o governador interferiu novamente, sequer permitindo qualquer reajuste no ano.

4 Em Comunicado ao Mercado, de 03/02/2010, Conselho de Administração da Eletrobras anunciou o adiantamento da primeira parcela da quitação da Reserva Especial de Dividendos para o dia 26 de fevereiro de 2010.

**Figura 8: Represamento tarifário da Copel**



Fonte: Müller-Monteiro (2011). Elaboração: Instituto Acende Brasil.

O Governador apresentou uma grande variedade de argumentos para defender a sua intervenção nas tarifas da estatal.

Uma das justificativas para sua intervenção era a de que os prejuízos da concessionária, ocasionados pela isenção de tarifa para quem consome pouco, seriam mais do que compensados pela redução de outras despesas incorridas pelo Estado:

“[...] estão sendo ultimados os preparativos para dar energia de graça a quem consome até 100 quilowatt-hora por mês, uma promessa de campanha.

Segundo o governador, serão beneficiadas cerca de 700 mil pessoas, reunidas em 200 mil habitações. Em sua avaliação, custa mais caro para o Estado manter uma casa pobre sem energia elétrica, visto que há excesso, do que abrir mão dessa conta, em razão dos gastos com atendimento de saúde, principalmente em regiões onde o frio é intenso.”

(O Estado de S. Paulo, 22/ago/2003)

Esse é um excelente exemplo dos problemas frequentemente encontrados quando o Estado atua como acionista em empresas de economia mista. Como o Estado persegue múltiplos objetivos, o Estado acaba utilizando a estatal para alcançar objetivos que a desviam da sua função estatutária, prejudicando os acionistas minoritários que não compartilham os outros objetivos do Estado. Assim, o Estado acaba promovendo uma espécie de expropriação dos acionistas minoritários, pois o processo compromete o retorno dos investimentos aportados pelos acionistas minoritários para atingir objetivos alheios à função social estatutária da empresa.

Outro argumento apresentado pelo governador foi o de que a contenção de tarifas seria melhor para a concessionária, pois a resultante redução da inadimplência e elevação do consumo de energia elétrica mais que compensariam o efeito da menor tarifa:

“Ao barrar o assalto, o governador ressaltou que o aumento será transformado em desconto para quem pagar a conta em dia ou para aqueles que, estando com as contas em atraso, saldarem o débito e passarem a pagar pontualmente. O desconto vai beneficiar consumidores residenciais e empresas.

[...]

“Os nossos empresários devem ser estimulados e liberados para produzir e crescer, criando, em consequência, mais vagas para nossos trabalhadores”, apontou Requião, frisando que neste momento é mais interessante o aumento do consumo de energia, estimulado por tarifas mais baixas, do que a inevitável diminuição do consumo, em consequência do aumento da nova tarifa.”

(*Hora do Povo*, 01/jul/2003)

A argumentação acima não é condizente com os fatos, pois a demanda por energia elétrica é notoriamente conhecida pela sua baixa ‘elasticidade-preço’, isto é, a variação do consumo agregado em resposta a uma alteração do seu preço é muito pequena. E mesmo considerando uma grande redução da inadimplência, em resposta ao ‘desconto’ oferecido, seria muito difícil compensar a perda da receita oriunda da tarifa menor.

Um terceiro argumento apresentado pelo governador foi o de que as tarifas seriam ‘abusivas’ devido aos ‘contratos lesivos’ previamente assumidos:

“ [...] temos que resolver todos problemas gerados pelos contratos lesivos aos cofres do Estado e firmados na administração passada pela Copel”

(*Hora do Povo*, 01/jul/2003)

Se havia alguma ilegalidade ou imoralidade nos contratos firmados, os mesmos deveriam denunciados e deveria ter sido buscada a sua invalidação pelos meios legais previstos na legislação. Não se pode utilizar esse argumento como pretexto para unilateralmente violar o cumprimento de contratos firmados. Essa é atitude destrutiva que prejudica a ordem social. Aliás, o governador é explícito no seu desprezo aos compromissos firmados por meio de contratos, atitude essa que acabou dando origem a expressão ‘Risco Requião’:

“Governador constringe em público secretário-executivo da Fazenda, ao classificar como ‘ladainha’ seu discurso em defesa do respeito aos contratos entre setor público e privado.

[...]

‘A estabilidade dos contratos é tolice’, afirmou Requião.

[...] Requião relacionou o discurso de Apy a favor da estabilidade dos contratos à teoria desenvolvida pelo ex-presidente Fernando Henrique, na década de 60, sobre o papel do capital internacional no desenvolvimento da América Latina. ‘Daí vem a ladainha da segurança para os investidores e do respeito aos contratos’”.

(*O Estado de S. Paulo*, 11/dez/2004)

O respeito aos contratos é um dos fundamentos requeridos para o fomento de investimentos de longo prazo. Não existe forma mais eficaz de afugentar investidores do que pregar o desprezo a contratos.

No seu segundo mandato, o Governador Requião justificou sua intervenção nas tarifas da Copel como uma forma de tornar o estado mais competitivo para atrair mais indústrias para o estado:

“O Brasil inteiro está aumentando, em média, 20% o preço da energia elétrica. Mas os paranaenses podem ficar tranquilos. O Governo do Estado se recusa a aumentar a energia neste momento de crise.

[...]

O baixo preço da energia elétrica no Estado será incentivo para a instalação de indústrias em todo o Estado, gerando assim mais emprego e renda.

[...]

Nosso objetivo é ter a tarifa de energia elétrica mais baixa do Brasil.”

(*Agência Estadual de Notícias / PR*, 15/jun/2009)

Novamente, trata-se do uso da empresa estatal para atingir objetivos alheios de sua função social estatutária. Embora possa se argumentar que a modicidade tarifária seja um dos objetivos da estatal, ela precisa ser obtida por meio da contenção de custos e de ganhos de eficiência. A redução arbitrária das tarifas compromete a sustentabilidade da estatal.

## 6. PRINCÍPIO Nº 4: CONFORMIDADE (*COMPLIANCE*)

O princípio da conformidade, também referenciado como ‘responsabilidade corporativa’, refere-se ao zelo no cumprimento das leis, regulamentos e normas, assim como o respeito à moralidade e aos valores da sociedade.

O zelo dos acionistas pela conformidade nasce de sua preocupação com a sustentabilidade de longo prazo da empresa. Por mais lucrativa, justa e transparente que seja a empresa para seus acionistas, o seu futuro estará em xeque se ela não atuar em conformidade com os valores da sociedade.

Não são poucos os exemplos na história de corporações muito bem sucedidas que tiveram seu crescimento rompido ou mesmo desapareceram por violarem o princípio da conformidade. As razões são as mais diversas: más práticas trabalhistas, abuso de poder de mercado, ameaça à saúde pública, poluição, prejuízos ao meio ambiente, corrupção, entre outros.

### 6.1 CASO Nº 6: GESTÃO DE ENCARGOS SETORIAIS PELA ELETROBRAS

Um exemplo de não conformidade em estatais do setor elétrico no Brasil tem sido a gestão dos encargos setoriais administrados pela Eletrobras.

A tarifa elétrica é onerada por um grande número de encargos que são arrecadados para as mais variadas finalidades. O mais antigo dos encargos é a RGR – Reserva Geral de Reversão. Esse encargo é utilizado para: capitalizar o Fundo RGR para pagar eventuais indenizações por reversão de ativos ainda não amortizados; financiar – a taxas subsidiadas – a expansão, manutenção e melhoria do setor elétrico; e uma variedade de outras finalidades, tais como subvenção de consumidores de baixa renda e o financiamento da universalização do atendimento da rede elétrica.<sup>5</sup>

A gestão da RGR é particularmente sensível no atual contexto do setor elétrico, pois a concorrência é um dos meios empregados no marco regulatório para disciplinar os preços e tarifas do setor. Nesse contexto, o acesso a financiamentos subsidiados, como os recursos do Fundo RGR, torna-se um diferencial competitivo para as empresas.

Isso coloca um enorme ônus sobre o gestor do Fundo RGR, pois na concessão de financiamentos o seu gestor passa a ter que preocupar-se não só com o mérito dos projetos específicos para os quais os recursos são empregados, mas também com a distribuição isonômica dos recursos entre os agentes do setor.

A Eletrobras é encarregada de administrar a aplicação dos recursos recolhidos por esse encargo, o que a coloca numa situação complicada, pois ela acumula dois papéis conflitantes:

- a de Estado, na concessão dos financiamentos subsidiados; e
- a de demandante de recursos, por ser uma empresa do Setor Elétrico Brasileiro.

Aí reside um dos maiores problemas. A *holding* Eletrobras é detentora da maior parte do parque de geração, da maior parte da malha de transmissão e uma parte substancial das redes de distribuição do país. Nestas condições é muito difícil evitar que a Eletrobras não privilegie as suas subsidiárias na alocação dos recursos subsidiados. Trata-se de um conflito de interesses intrínseco.

Tal situação se constitui num problema estrutural. Mesmo que a estatal se empenhe ao máximo para assegurar a neutralidade e isonomia na concessão de financiamentos, sempre deterá baixa credibilidade no mercado por causa do conflito de interesses intrínseco decorrente dessa arquitetura institucional equivocada.

<sup>5</sup> Para mais detalhes sobre o encargo RGR, e encargos e tributos na conta de luz, vide o *White Paper 2: Tributos e Encargos na Conta de Luz*: pela Transparência e Eficiência disponível em [www.acendebrasil.com.br](http://www.acendebrasil.com.br) > Estudos.

Além do problema estrutural, a prática demonstra, no entanto, que a Eletrobras não tem gerido os recursos da RGR de forma adequada. Em 2011, a Aneel notificou a estatal por uma série de irregularidades na gestão da RGR. As irregularidades foram identificadas numa fiscalização realizada pela Aneel, por análise amostral, das movimentações e das ações tomadas ao longo dos anos de 2007 e 2008. Entre as irregularidades detectadas destacam-se (Relatório de Fiscalização 40/2011-SFF/Aneel):

- retenção de recursos no Fundo RGR que deveriam ser repassados ao Ministério de Minas e Energia para custear os estudos e pesquisas de planejamento da expansão;
- os recursos referentes a amortização de financiamentos com recursos da RGR pagos pelos agentes não são recebidos em contas segregadas, mas sim na conta ordinária da Eletrobras, passando-se até mais de dois meses antes de serem creditados ao Fundo RGR, sem qualquer compensação pelo seu custo de oportunidade;
- imposição de penalidades a agentes do setor elétrico sem aprovação prévia pela Aneel;
- “apropriação indevida de receitas” na forma de taxas de administração, comissão de reserva de crédito, juros de mora e multas por atraso no pagamento dos financiamentos com recursos da RGR (tais valores eram pagos à Eletrobras, mas não repassados ao Fundo RGR);
- apropriação de amortização de saldo devedor pagos pelos agentes que contrataram financiamentos com recursos da RGR; e
- “aplicação de cláusulas mais benéficas par empresas do grupo” na concessão de financiamentos com recursos da RGR.

A Eletrobras também tem se beneficiado dos recursos da RGR de outras formas. Por exemplo, em 2000, a estatal utilizou R\$ 217 milhões dos recursos do Fundo RGR para comprar ações das concessionárias de distribuição do Amazonas e Rondônia, Ceam e Ceron, respectivamente. Na época as empresas foram federalizadas para serem privatizadas por meio de licitação pública. Posteriormente, no entanto, essas concessionárias foram agregadas, sem ônus, ao Sistema Eletrobras, propiciando, dessa forma, uma apropriação de ativos adquiridos com recursos dos fundos setoriais.

O que talvez seja mais preocupante, entretanto, seja a visão que norteia a atuação da estatal. No *Plano Estratégico do Sistema Eletrobras: 2010-2020* (Eletrobras, 2010) explicita-se, o uso desses recursos subsidiados como uma de suas ‘principais oportunidades’:

“[...] disponibilidade de recursos financeiros para investimentos no Brasil a taxas inferiores aos custos de oportunidade”.

O Plano certamente se refere aos bilhões de reais arrecadados anualmente por meio de encargos setoriais, como a RGR, que são repassados à Eletrobras para serem aplicados no setor elétrico.

A preocupação se justifica, em primeiro lugar, porque o cenário acima passa a ideia de que a Eletrobras poderia apoderar-se desses recursos como se fossem dela.

E, em segundo lugar, porque passa a ideia de que o custo desses recursos seria baixo. É importante ter em mente que, embora as empresas que recebem esses financiamentos paguem uma taxa de juros inferior às taxas de mercado, é errônea a noção de que esses recursos apresentam um ‘baixo custo financeiro’. Não existem recursos financeiros com taxas inferiores aos custos de oportunidade. Esses recursos somente são disponibilizados a essa taxa porque são impostos sobre os consumidores por meio de encargos na conta de luz. Os consumidores, por sua vez, precisam arcar com os encargos reduzindo os seus gastos ou recorrendo a financiamentos a taxas de mercado para repor esses recursos. Portanto, o verdadeiro custo financeiro desses financiamentos não é a taxa de remuneração definida arbitrariamente pelo governo para os fundos setoriais, mas, sim, a taxa de juros defrontada pelos consumidores de energia que pagam os encargos setoriais, o que os economistas denominam **custo de oportunidade**.

Portanto, é uma falácia a argumentação de que se dispõe de recursos a um custo financeiro inferior ao de mercado pelo qual ela pode 'promover o barateamento' da expansão do sistema elétrico. O custo financeiro é o mesmo, ou até maior: tal custo só não é contabilizado pelas empresas do setor elétrico porque é incorrido diretamente pelos consumidores de energia elétrica por meio dos encargos setoriais.

A Medida Provisória 579/2012, transformada na Lei 12.783/2013, extinguiu o encargo RGR e propôs o uso dos recursos remanescentes do Fundo RGR para pagar as indenizações dos ativos ainda não amortizados no processo de renovação das concessões vincendas nos próximos anos.

Esta parece ser a solução encontrada pelo governo para evitar os abusos e distorções relacionados a esse encargo, onde fica caracterizada a apropriação de recursos setoriais por uma empresa sem que tenha havido a necessária transparência sobre a relação custo-benefício envolvida. A gestão da Conta de Desenvolvimento Energético (CDE), no entanto, permanece a cargo da Eletrobras.

\* \* \*

Os quatro princípios apresentados, ilustrados pelos desafios reais enfrentados pelas estatais brasileiras, devem ser interpretados como lições que precisam ser aprendidas para aprimorar o desempenho das estatais.

## CONCLUSÃO

Ao contrário do que alguns pensam – ou sugerem por conveniência –, Governança Corporativa não é um conceito fluido ou abstrato.

Seus princípios (Transparência; Prestação de Contas; Equidade; e Conformidade ou Responsabilidade Corporativa) mapeiam padrões e referências de gestão que, se implementados com profissionalismo e respeitados com rigor, podem mudar de patamar o desempenho de empresas, sejam elas estatais ou privadas.

Como discutido no *White Paper* nº 10, intitulado “Gestão Estatal (Parte 1): Despolitização e Meritocracia”, os principais entraves à eficiência das empresas estatais são:

- a) objetivo indefinido;
- b) indisciplina orçamentária;
- c) uso político;
- d) administração inepta (dirigentes da empresa nomeados sem as qualificações requeridas para o cargo);
- e) processo decisório burocrático.

Boa parte dos entraves acima está ligada ao desrespeito ou pouca importância dada à Governança Corporativa. Tal hipótese parte da premissa de que nada é menos interessante para grupos que se acostumaram a se apropriar de estatais para fins políticos do que a observância dos princípios de Governança Corporativa.

A hipótese acima foi confirmada pelo estudo de seis casos. A documentação permitiu detectar o desrespeito aos seguintes princípios:

- **Transparência:** informações contábeis frágeis e com problemas de acesso à informação na Eletrobras que vêm de longa data;
- **Prestação de Contas:** baixa responsabilização dos dirigentes por falhas recorrentes na Eletrobras que têm destruído bilhões de valor para os acionistas e contribuintes;
- **Equidade:** desrespeito a direitos de minoritários tanto no episódio de retenção de dividendos na Eletrobras quanto no represamento tarifário imposto pelo ex-governador do Paraná à estatal Copel;
- **Conformidade:** na gestão de encargos setoriais pela Eletrobras, cujas distorções foram formalmente apuradas pela Aneel.

Os formuladores de políticas públicas (Governo, Congresso, Aneel) e a sociedade organizada precisam conhecer as distorções acima para, com base nesta incômoda realidade, vencer os desafios enfrentados pelas estatais brasileiras do setor elétrico, capturadas por grupos de pressão e interesses políticos.

Afinal, é possível aprimorar o desempenho das estatais e conduzi-las para a execução de sua verdadeira função social: a prestação de um serviço público eficiente e com qualidade. Basta determinação para despolitizar o setor e impor rígidos padrões de Governança Corporativa.

## REFERÊNCIAS

- Andrade A. e J. Rossetti (2004). *Governança Corporativa* (2ª Edição). São Paulo: Editora Atlas.
- Antunes, G. (2008). Empresas Estatais Federais e Empresas do Novo Mercado da Bovespa: Um estudo comparativa acerca da qualidade da informação contábil utilizando dados em painel. (Mimeo) 2º Lugar – Prêmio DEST/MP de Monografias 2008. Brasília: Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão.
- Ball, R. e L. Shivakumar (2005). Earnings quality in UK private firms: Comparative loss recognition timeliness. *Journal of Accounting and Economics* 39(1): 83-128.
- Basu, S. (1997). The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings. *Journal of Accounting and Economics* 24(1): 3-37.
- Bebchuk, L. e M. Weisbach (2010). The State of Corporate Governance Research. *Review of Financial Studies* 23(3): 939-61.
- Bushman, R.; Q. Chen; E. Engel e A. Smith (2004). Financial Accounting Information. *Organizational Complexity and Corporate Governance Systems* 37(2): 167-201.
- Eletrobras (2010). *Plano Estratégico do Sistema Eletrobras: 2010 - 2020*. Rio de Janeiro: Centrais Elétricas do Brasil – Eletrobras.
- IBGC (2009). *Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa* (4ª Edição). São Paulo: Instituto Brasileiro de Governança Corporativa.
- Müller-Monteiro, E. (2011). *Métricas e Estratégias de Bloqueio de Uso Político nas Empresas do Setor Elétrico Brasileiro*. (Tese de Doutorado). São Paulo: Instituto de Energia e Eletrotécnica - Universidade de São Paulo.
- OECD (2004). *OECD Principles of Corporate Governance*. Paris: Organisation for Economic Co-operation and Development.
- OECD (2005). *OECD Guidelines on Corporate Governance of State-Owned Enterprises*. Paris: Organisation for Economic Co-operation and Development.
- OECD (2010). *SOEs Operating Abroad: An application of the OECD Guidelines on Corporate Governance of State-Owned Enterprises to the cross-border operations of SOEs*. Paris: Organisation for Economic Co-operation and Development.
- Ohlson, J. (1995). Earnings, book values and dividends in equity valuation. *The Contemporary Accounting Review* 11(2): 661-687.
- Shleifer, A. e R. Vishny (1997). A survey of corporate governance. *The Journal of Finance* 52(2): 737-83.
- Tirole, J. (2001). Corporate Governance. *Econometrica* 69(1): 1-35.

### COMO REFERENCIAR ESTE TRABALHO:

Instituto Acende Brasil (2013). *Gestão Estatal (Parte 2): Governança Corporativa*. White Paper 11, São Paulo, 24 p.

**Presidente:** Claudio J. D. Sales  
**Diretor Executivo:** Eduardo Müller Monteiro  
**Assuntos Econômicos e Regulatórios:** Richard Lee Hochstetler  
**Desenvolvimento Sustentável:** Alexandre Uhlig  
**Pesquisa e Desenvolvimento:** Alia Rached  
**Assuntos Administrativos:** Eliana Marcon  
**Cursos e Eventos:** Melissa Oliveira

O Instituto Acende Brasil é um Centro de Estudos que desenvolve ações e projetos para aumentar o grau de Transparência e Sustentabilidade do Setor Elétrico Brasileiro. Para alcançar este objetivo, adotamos a abordagem de Observatório do Setor Elétrico Brasileiro. Atuar como um Observatório significa pensar e analisar o setor com lentes de longo prazo, buscando oferecer à sociedade um olhar que identifique os principais vetores e pressões econômicas, políticas e institucionais que moldam as seguintes dimensões do Setor Elétrico Brasileiro:



AGÊNCIAS REGULADORAS



GOVERNANÇA CORPORATIVA



IMPOSTOS E ENCARGOS



LEILÕES



MEIO AMBIENTE E SOCIEDADE



OFERTA DE ENERGIA



RENTABILIDADE



TARIFA E REGULÇÃO

### ENDEREÇO

Rua Joaquim Floriano, 466  
Ed. Corporate • Conj. 501 • Itaim Bibi  
CEP 04534-004 • São Paulo • SP  
Telefone: +55 (11) 3704-7733

contato@acendebrasil.com.br  
[www.acendebrasil.com.br](http://www.acendebrasil.com.br)