

**INSTITUTO BRASILIENSE DE DIREITO PÚBLICO  
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO DE BRASÍLIA**

**MESTRADO PROFISSIONAL EM ADMINISTRAÇÃO PÚBLICA**

**ALEXANDRE BOCCHETTI NUNES**

**AS BOAS PRÁTICAS DE GOVERNANÇA COMO MECANISMO DE GERAÇÃO DE  
VALOR E MITIGAÇÃO DE RISCOS – NOVAS PERSPECTIVAS TRAZIDAS PELO  
ESTATUTO JURÍDICO DAS EMPRESAS ESTATAIS ÀS SOCIEDADES DE ECONOMIA  
MISTA DE CAPITAL ABERTO**

**INSTITUTO BRASILENSE DE DIREITO PÚBLICO  
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO DE BRASÍLIA**

**MESTRADO PROFISSIONAL EM ADMINISTRAÇÃO PÚBLICA**

**ALEXANDRE BOCCHETTI NUNES**

**AS BOAS PRÁTICAS DE GOVERNANÇA COMO MECANISMO DE GERAÇÃO DE  
VALOR E MITIGAÇÃO DE RISCOS – NOVAS PERSPECTIVAS TRAZIDAS PELO  
ESTATUTO JURÍDICO DAS EMPRESAS ESTATAIS ÀS SOCIEDADES DE ECONOMIA  
MISTA DE CAPITAL ABERTO**

Dissertação apresentada à Escola de Administração de Brasília (EAB), do Instituto Brasileiro de Direito Público (IDP), como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre no Programa de Pós-Graduação – Mestrado Profissional em Administração Pública – Políticas Públicas e Gestão Governamental.

Orientador: Professor Doutor Humberto Falcão Martins

**Brasília – DF  
2018**

**ALEXANDRE BOCCHETTI NUNES**

**AS BOAS PRÁTICAS DE GOVERNANÇA COMO MECANISMO DE GERAÇÃO DE  
VALOR E MITIGAÇÃO DE RISCOS – NOVAS PERSPECTIVAS TRAZIDAS PELO  
ESTATUTO JURÍDICO DAS EMPRESAS ESTATAIS ÀS SOCIEDADES DE ECONOMIA  
MISTA DE CAPITAL ABERTO**

Dissertação apresentada à Escola de Administração de Brasília (EAB), do Instituto Brasiliense de Direito Público (IDP), como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre no Programa de Pós-Graduação – Mestrado Profissional em Administração Pública – Políticas Públicas e Gestão Governamental.

Aprovado em: 09/11/2018

**BANCA EXAMINADORA**

---

Professor Doutor Humberto Falcão Martins  
Presidente/Orientador

---

Professor Doutor Felipe Lopes da Cruz  
Examinador interno

---

Professor Doutor João Paulo Mota  
Examinador interno

---

Professor Doutor Daniel Gustavo Falcão Pimentel dos Reis  
Examinador Externo

Dedico este trabalho à minha família, nas pessoas de minha amada esposa, **Marta**, e dos meus queridos filhos, **Gabriel e Maria Eduarda**, pilares de minha alma e fonte de orgulho e alegrias; e ao **Banco do Brasil S.A.**, fonte de inspiração profissional.

## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço a Deus em primeiro lugar, por me viabilizar os recursos físicos e o equilíbrio espiritual para alcançar este objetivo.

Agradeço à compreensão de minha amada família, principalmente pelos momentos de ausência, com um especial agradecimento aos meus pais, que souberam me guiar mesmo diante das dificuldades que a vida nos apresentou.

Ao Banco do Brasil S.A. e a todos os seus profissionais que, direta ou indiretamente, contribuíram para a realização deste estudo.

Ao professor Doutor Humberto Falcão Martins, meu orientador, pelas lições em sala de aula e, sobretudo, pela paciência e assertividade, me proporcionando a realização deste sonho. E ainda, ao professor João Paulo Mota, de um generoso comprometimento com os alunos.

Ao Instituto Brasiliense de Direito Público pela visão de futuro com a criação do Mestrado Profissional em Administração Pública, nas pessoas dos seus fundadores.

À direção geral do IDP e a todos os professores e funcionários do administrativo, em especial, ao Fernando Rios e ao Renan Holtermann, quase onipresentes em relação às necessidades dos alunos.

Aos estimados colegas da turma do Mestrado Profissional em Administração do IDP. Vocês integram um seleto e excepcional grupo de profissionais das mais diversas áreas, que me proporcionaram a troca de visões e experiências.

## RESUMO

A presente pesquisa tem como objetivo demonstrar que as boas práticas de governança corporativa mitigam os riscos de gestões inaptas e geram valor às empresas estatais de capital aberto. Nessa linha, buscou-se identificar a origem da governança corporativa através de uma análise histórica que passou pela era do patrimonialismo, da burocracia até se alcançar a nova gestão pública por resultados e, em que momento, a governança alcança a gestão das empresas, culminando com a análise sobre a Lei das Estatais. Isso porque, no dia 30 de junho de 2016, a Lei nº 13.303 foi sancionada pelo Presidente da República em exercício, regulamentando o parágrafo 1º do artigo 173 da Constituição da República. Esse novo marco legal trouxe ao mundo jurídico a denominada Lei de Responsabilidade das Estatais ou Estatuto Jurídico das Empresas Estatais (“Lei das Estatais”). A tão esperada regulação do dispositivo constitucional nasceu em meio a um cenário conturbado na política nacional, com inúmeras denúncias de corrupção contra políticos e administradores de empresas estatais. Assim, após longos anos de espera da regulamentação do dispositivo constitucional, surge a Lei das Estatais que traz regras próprias às empresas públicas e sociedades de economia mista, suas subsidiárias e controladas, que exploram atividade econômica de produção ou comercialização de bens ou de prestação de serviços. Com base na Lei das Estatais avaliou-se pela presente pesquisa se os novos mecanismos introduzidos pelo legislador já foram eficientes ao ponto de amoldar tais companhias, mais especificamente as Sociedades de Economia Mista de capital aberto, às melhores práticas e ainda de melhorarem sua performance na bolsa de valores. A coleta de evidências foi feita com base nas informações divulgadas por 3 (três) estatais de grande porte (Banco do Brasil S.A., Eletrobrás S.A. e Petrobras S.A.) em seus Formulários de Referência e ainda em estudos e parâmetros divulgados por órgãos e entidades que regulam e influenciam o mercado bursátil, a exemplo do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) e da Brasil, Bolsa, Balcão (B3), concluindo ao final que as boas práticas trazidas pela Lei das Estatais não só se demonstraram eficazes como também já agregam valor a essas empresas, relevantes ao cenário econômico nacional.

**Palavras-chave: Governança. Lei das Estatais. Boas Práticas. Maturidade.**

## ABSTRACT

The present research aims at demonstrating that good corporate governance practices mitigate the risks of unfit management and generate value to publicly held companies. In this line, we sought to identify the origin of corporate governance through a historical analysis that went through the era of patrimonialism, bureaucracy until the new public management by results, and at what point, governance reached the management of companies, culminating with the analysis of the State Law. This is because, on June 30, 2016, Law 13303 was sanctioned by the President of the Republic in exercise, regulating paragraph 1 of article 173 of the Constitution of the Republic. This new legal framework has brought to the legal world the so-called Law of State Responsibility or the Legal Status of State Enterprises ("State Law"). The long-awaited regulation of the constitutional system was born amidst a turmoil in national politics, with innumerable allegations of corruption against politicians and administrators of state-owned companies. Thus, after many years of waiting for the regulation of the constitutional provision, the State Law comes into force, which includes specific rules for public companies and mixed-capital companies, their subsidiaries and subsidiaries, which exploit economic activity in the production or sale of goods or services. services. Based on the State Law, it was assessed by the present research whether the new mechanisms introduced by the legislator were already efficient to the point of molding such companies, more specifically the Joint Stock Companies, to the best practices and also to improve their performance in stock Exchange. The collection of evidence was based on the information disclosed by three (3) state-owned large companies (Banco do Brasil SA, Eletrobrás SA and Petrobras SA) in their Reference Forms and also in studies and parameters disclosed by bodies and entities that regulate and influence the stock market, such as the Brazilian Institute of Corporate Governance (IBGC) and Brazil, Bolsa, Balcão (B3), concluding at the end that the good practices brought by the State Law not only prove effective but also add value to these companies, relevant to the national economic scenario.

**Keywords: Governance. State Law. Good habits. Maturity.**

## **Lista de Anexos**

Anexo 1: Tabela parâmetros do PDGE.

Anexo 2: Nível de Maturidade em Governança (PDGE).

Anexo 3: Perfil dos Administradores.

Anexo 4: Comparativo valor das ações de empresas públicas e empresas privadas.

## Lista de Figuras

Figura 1: Segmentos de Listagem na Bolsa.....	15
Figura 2: Relevância das SEM na Bolsa.....	16
Figura 3: Previsão Estatutária indicação Diretoria pelo Conselho.....	74
Figura 4: Percentual de Conselheiros na SEM por classe.....	79
Figura 5: Percentual de vagas no CA para ocupantes de cargos públicos.....	84
Figura 6: Percentual de prerrogativa do controlador de indicar membros da diretoria.....	85
Figura 7: Percentual de SEMs com Previsão Formal de Política de Gerenciamento de Risco.....	90
Figura 8: Percentual de SEM com PPR.....	109
Figura 9: Gráfico Nível Maturidade de Governança.....	124
Figura 10: Comparativo Ações: Estatal x Privada.....	127

## Lista de Abreviaturas e Siglas

ADI	Ação Direta de Inconstitucionalidade
B3	Brasil, Bolsa, Balcão S.A.
CFC	Conselho Federal de Contabilidade
CGPAR	Comissão Interministerial de Governança Corporativa e de Administração de Participações Societárias da União
Contraf/Cut	Confederação Nacional dos Trabalhadores do Ramo Financeiro
COSO	The Comitee of Sponsoring Organizations
CPC	Comitê de Pronunciamentos Contábeis
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
Fenaee	Federação Nacional das Associações do Pessoal da Caixa Econômica Federal
IBGC	Instituto Brasileiro de Governança corporativa
MPDG	Ministério do Planejamento, Desenvolvimento e Gestão
OCDE	Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico
PCdoB	Partido Comunista do Brasil
PDG	Programa de Dispêndios Globais
PDGE	Programa Destaque em Governança de Estatais
PLS	Projeto de Lei do Senado
SEM	Sociedade de Economia Mista
SEST	Secretaria de Coordenação e Governança das Empresas Estatais
STF	Supremo Tribunal Federal
TCU	Tribunal de Contas da União

## SUMÁRIO

<b>INTRODUÇÃO.....</b>	<b>13</b>
a) Objetivos.....	18
b) hipótese.....	19
c) Justificativa.....	19
c) A Estrutura da Dissertação.....	21
d) Metodologia.....	21
e) Abordagem.....	22
f) Cenário e contexto.....	22
<b>CAPÍTULO 1: Fundamentação Teórica.....</b>	<b>23</b>
1.1 Breve Histórico .....	23
1.1.1 Do Patrimonialismo à Gestão Por Resultados.....	23
1.1.2 Nova Gestão Pública.....	30
1.1.3 A Governança.....	32
1.2 Teoria da Agência.....	36
1.3 A Governança Corporativa.....	41
1.4 Boas Práticas de Governança.....	44
<b>CAPÍTULO 2: As Sociedades de Economia Mista Federais, O Contexto da Lei das Estatais e a Governança Corporativa à luz da Lei das Estatais.....</b>	<b>48</b>
2.1 As Sociedades de Economia Mista.....	48
2.2 O Porquê da Lei das Estatais – Contextualização.....	49
2.3 Governança Corporativa à luz da Lei das Estatais.....	53
2.4 A Autonomia Administrativa das SEM.....	69
<b>CAPÍTULO 3: A Governança nas Sociedades de Economia Mista listadas na Bolsa - .....</b>	<b>73</b>
3.1 – O Levantamento do IBGC sobre as SEM vis-à-vis a Lei das Estatais.....	73
3.1.1 Órgãos de Administração e Comitês de Assessoramento das SEM.....	73
3.1.2 Avaliação dos Administradores.....	77
3.1.3 Independência e Interferência Política.....	78
3.1.4 Processo de Indicação e Nomeação de Conselheiros e Diretores.....	83
3.1.5 Prazo de Mandato.....	89
3.1.6 Gerenciamento de Riscos.....	90
3.1.7 Mecanismos de Conduta.....	93
3.1.8 Transações com Partes Relacionadas.....	95
3.2 Convergência das Diretrizes do IBGC e da OCDE com a Lei das Estatais.....	110
3.3 Desafios – ADIs 5624, 5846, 5924 e PLS 167/18.....	113

<b>CAPÍTULO 4: Resultados e Discussões .....</b>	<b>123</b>
4.1 Descrição do problema.....	123
4.2 Apresentação e análise de dados e fontes de informação .....	123
4.2.1 Nível de Maturidade de Governança.....	123
4.2.2 Valorização das Ações.....	126
<b>CAPÍTULO 5: Conclusão .....</b>	<b>131</b>
<b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....</b>	<b>137</b>

## INTRODUÇÃO

No dia 30 de junho de 2016 a Lei nº 13.303 (Lei nº 13.303/2016) foi sancionada pelo Presidente da República em exercício, regulamentando o parágrafo 1º do artigo 173 da Constituição da República. Esse novo marco legal trouxe ao mundo jurídico a denominada Lei de Responsabilidade das Estatais ou Estatuto Jurídico das Empresas Estatais (“Lei das Estatais”).

A tão esperada regulação do dispositivo constitucional nasceu em meio a um cenário conturbado na política nacional, com inúmeras denúncias de corrupção contra políticos e administradores de empresas estatais e privadas. A Lei das Estatais foi fruto do Projeto de Lei do Senado nº 555/2015 (PLS nº 555/2015), com tramitação pouco comum nas duas Casas do Congresso Nacional, pois a sociedade exigia uma resposta célere às denúncias.

Logo, em tempo recorde, o texto do PLS nº 555/2015 foi aprovado em sua grande parte pela Câmara dos Deputados (PL nº 4.918/2016), cujo transcurso, muito embora tenha se dado em regime de urgência, foi agraciado por inúmeras manifestações dos parlamentares (via emendas) e com consulta pública, promovida pelo Senado Federal, que permitiu ouvir de perto os principais interessados, inclusive órgãos e entidades que buscam disseminar as boas práticas de governança corporativa.

Assim, após longos anos de espera da regulamentação do dispositivo constitucional, surge a Lei das Estatais que trouxe regras próprias às Empresas Estatais, consideradas como tais as empresas públicas e sociedades de economia mista, suas subsidiárias e controladas, que exploram atividade econômica de produção ou comercialização de bens ou de prestação de serviços.

Segundo o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa - IBGC (2017), uma das entidades ouvidas na consulta pública junto ao Senado Federal, os debates em torno do aprimoramento das boas práticas de governança corporativa das estatais no Brasil foi reiniciada com intensidade nos últimos anos por diversos fatores: presença marcante em setores-chave da economia (como

o de infraestrutura e o financeiro); impacto nas finanças públicas; competição com organizações privadas; atendimento a políticas públicas; prestação de serviços públicos essenciais; riscos de corrupção e interferência de interesses político-partidários; entre outros.

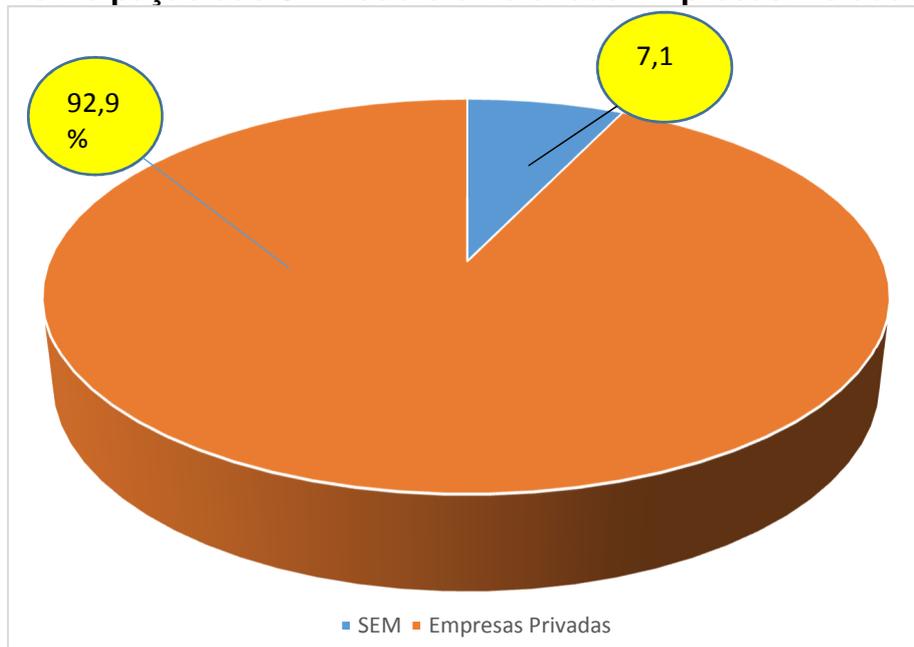
Nessa esteira, a busca recorrente por maiores níveis de governança corporativa nas empresas estatais pode ser entendida como uma das iniciativas principais de um esforço amplo para a instauração de um modelo empresarial mais justo, responsável e transparente, que estimule o desenvolvimento econômico e social do país.

E é nesse contexto que surge a Lei nº 13.303/2016, reforçando o papel, sobretudo, das Sociedades de Economia Mista (SEM), pois além da participação indireta da sociedade civil no capital dessas empresas, elas também se apresentam como veículos diretos para investidores internos e externos, com relevante atuação nos mais diversos segmentos da economia.

Visando melhor compreender a presença das SEM no ambiente empresarial brasileiro, sobretudo em relação ao mercado de capitais, a seguir apresenta-se dados preliminares<sup>1</sup> para uma visão inicial dessas companhias demonstrando sua relevância nesse mercado extremamente importante para a economia brasileira. Senão vejamos:

---

<sup>1</sup> Pesquisa IBGC - Governança Corporativa em Empresas Estatais Listadas no Brasil (2017).

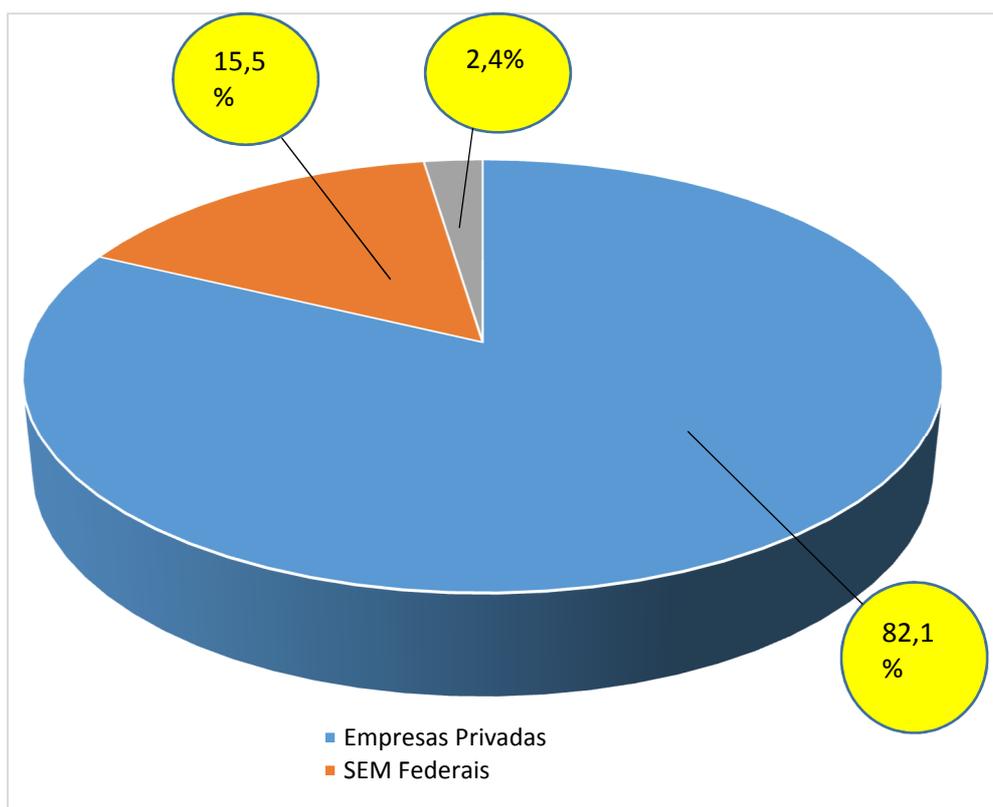
Figura 1 - **SEGMENTOS DE LISTAGEM** Fonte: IBGC**Participação das SEM sobre o Total das Empresas Listadas**

Os segmentos especiais de listagem, classificação criada pela Brasil, Bolsa, Balcão S.A. (B3), antiga BM&FBovespa, são os que se seguem, considerando a ordem crescente em termos de exigências de práticas de governança: Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado. Tais segmentos foram criados para incentivar as empresas com capital em bolsa de valores a melhorarem seus desempenhos em relação às melhores práticas de governança corporativa.

Importante lembrar que a listagem das SEM ocorreu em grande medida antes da criação dos segmentos especiais de governança corporativa em 2000, e a maioria das SEM optou por permanecer no segmento Tradicional. Apenas nove optaram pela mudança para algum dos segmentos especiais, e três lançaram ações diretamente em algum dos segmentos – após 2002.

Algumas SEM, especialmente Petrobras, Sabesp e Banco do Brasil, contam com boa liquidez e são integrantes do principal índice de mercado (Ibovespa). Assim, muito embora representem apenas 7% das empresas listadas e negociadas, as SEM representaram 17,9% da capitalização total de mercado em 2016. Isso indica a relevância das SEM, sobretudo daquelas que possuem grande volume de receitas e significativa capitalização de mercado na bolsa (IBGC, 2017).

Figura 2 - Relevância das SEM na Bolsa Fonte: IBGC



Com base nesse cenário já é possível demonstrar a relevância das Estatais para o mercado e sobretudo para a economia nacional. Alguns números são surpreendentes quando se observa o universo estatal e, aqui, não se restringindo às SEM federais.

Tome-se, como exemplo, o Programa de Dispêndios Globais (PDG) das empresas estatais federais orçado para o ano de 2017. Vale lembrar que o PDG *é um conjunto de informações econômico-financeiras das empresas estatais que tem por objetivo apresentar o volume de recursos e de dispêndios anuais, compatibilizando-o com as metas de política econômica governamental (em outras palavras, é a necessidade de financiamento do setor público)*<sup>2</sup>.

Esse valor do PDG de 2017 (1 trilhão e 400 bilhões) representa, comparativamente, 20 % do Produto Interno Bruto (PIB) do ano de 2017 (6

<sup>2</sup> Fonte: Ministério do Planejamento, Desenvolvimento e Gestão.

trilhões e 600 bilhões). Esses números demonstram o quanto as luzes devem estar voltadas para o controle e, sobretudo, para melhoria da gestão dessas empresas. E a Lei 13.303/2016 nasce com esse propósito.

Com a Lei das Estatais, novas regras de governança passam a ser exigidas desse segmento que exerce relevante papel na economia nacional, com comandos sobre três dimensões: transparência, fiscalização e controle e administração. No que diz respeito aos requisitos de transparência (artigo 8º), destacam-se a elaboração e divulgação da carta anual, subscrita pelo conselho, sobre consecução de objetivos de políticas públicas; e a carta anual de governança corporativa.

Ao abordar os temas de fiscalização e controle (artigo 9º), introduziu-se a obrigatoriedade do comitê de auditoria estatutário, da auditoria interna (com reporte ao conselho ou ao comitê de auditoria) e da área de conformidade e riscos. Adicionalmente, ficou estabelecido como necessário o código de conduta e integridade, com prescrição de conteúdo mínimo, e, ainda, o informe a respeito da execução da política de transações com partes relacionadas.

Na composição da administração, a lei dispõe sobre a criação de comitê estatutário para indicação e avaliação dos membros do conselho, estabelecendo a composição deste conselho entre sete e onze integrantes, com 25% das vagas para conselheiros independentes.

A Lei das Estatais exigiu critérios de experiência profissional e impõe parâmetros mais rigorosos de elegibilidade para candidatos ao conselho de administração e à diretoria, além do conselho fiscal, especialmente para pessoas que ocupem cargos na administração pública e posições relacionadas a atividades político-partidárias ou sindicais, bem como apresentem conflito de interesses com a companhia ou o acionista controlador.

Por outro lado, algumas críticas também surgiram em relação a outros aspectos que o mercado esperava ver presente no Estatuto das Estatais e que poderiam melhorar as regras de governança, tornando-as mais rigorosas.

Mesmo assim, esses parâmetros de elegibilidade dos administradores e conselheiros, muito bem recebidos pelo mercado e pela sociedade, já vêm sofrendo fortes pressões políticas e setoriais para serem mudados, a exemplo do Projeto de Lei do Senado 167/2018, de autoria do senador João Alberto Souza, bem como da Ação Declaratória de Inconstitucionalidade (ADI) 5624, ajuizada pela Federação Nacional das Associações do Pessoal da Caixa Econômica Federal (Fenaee) e pela Confederação Nacional dos Trabalhadores do Ramo Financeiro (Contraf/Cut); e, ainda, as ADIs 5846 e 5924, ajuizadas, respectivamente pelo Partido Comunista do Brasil (PCdoB) e pelo Governo de Minas Gerais.

Portanto, a presente pesquisa tem por objetivo apurar se tais práticas de governança corporativa, estabelecidas pela Lei das Estatais, têm o condão de gerar valor e, principalmente, afastar ou mitigar atos irregulares, como aqueles observados recentemente em nossa história, que comprometeram a imagem e a credibilidade de grandes empresas estatais, mais especificamente as sociedades de economia mista.

E ainda, deixar como legado uma nova inquietação: quais seriam os pontos passíveis de melhoria? Por isso a pesquisa possui os seguintes objetivos:

**a) Objetivos:**

**Geral:** A presente pesquisa tem como objetivo geral demonstrar que as práticas de governança corporativa exigidas pela Lei nº 13.303/2016, apesar de novas, já trazem benefícios e geram valor às Sociedades de Economia Mista (SEM) de capital aberto.

**Específicos:**

- (i) Descrever o contexto histórico do tema governança;
- (ii) Identificar as melhores práticas de governança corporativa;
- (iii) Descrever o cenário normativo e social da criação da Lei das Estatais;
- (iv) Demonstrar os avanços trazidos pela Lei das Estatais;

(v) Demonstrar os desafios já enfrentados com a aplicação das Lei das Estatais (PLS 167 e ADIs 5624, 5846 e 5924);

(vi) Demonstrar como a implementação das boas práticas de governança pode ser um relevante fator de geração de valor para as empresas estatais.

**b) Perguntas da Pesquisa/Hipótese:** Como as regras mais rigorosas de governança corporativa, impostas pela Lei das Estatais às SEM de capital aberto, já trazem reflexos positivos para essas companhias e para seus acionistas? Pretende-se responder a essas perguntas considerando algumas hipóteses que demonstram que as empresas sujeitas a regras mais rígidas de governança corporativa estão menos suscetíveis a condutas irregulares, reduzem o conflito entre agente e principal e, por via de consequência, apresentam melhor resultado para seus investidores.

**c) Justificativa:** O resultado das investigações promovidas pela Operação Lava Jato acabaram por descortinar o lado sombrio de nossas empresas estatais. Um dos resultados positivos dessas revelações foi a mobilização de nosso Congresso Nacional com vistas a recuperar a credibilidade dessas instituições, blindando-as das práticas oportunistas e evitando a fuga dos investidores.

Assim, nasce em junho de 2016 a Lei n. 13.303, após 18 anos do advento da Emenda Constitucional nº 19, de 1998, também denominada de Lei de Responsabilidade das Estatais, ou simplesmente Lei das Estatais. Por esse normativo o legislador impôs regras de boas práticas de governança corporativa. Dentre elas, requisitos e vedações aos cargos dos administradores e conselheiros foram expressamente relacionados visando trazer às estatais, que exercem atividade econômica, maior profissionalismos e eficiência a seus quadros de administração e aos comitês e conselhos de assessoramento.

Dois anos depois de sua promulgação a Lei das Estatais já apresenta resultados positivos como será possível verificar ao longo desta dissertação, sobretudo a recuperação do valor e da credibilidade das sociedades de

economia mista perante o mercado, apesar de ainda sofrerem com forte resistência de alguns setores que se sentiram diretamente afetados pela Lei.

A presente pesquisa visa demonstrar, portanto, que as boas práticas de governança corporativa tendem não só a blindar as empresas estatais, mais especificamente as de sociedade de economia mista de capital aberto, de condutas antiéticas, mas também a agregar valor de mercado, trazendo melhores resultados para os acionistas e para a sociedade.

Segundo La Porta, Lopez-Desilanes e Shleifer (2000), na prática, os investidores *conseguem encontrar segurança em mercados de capitais onde os mecanismos de governança corporativa são mais abrangentes, ou seja, em mercados transparentes e que possuem maior fiscalização dos órgãos reguladores*. O Brasil se vale destes instrumentos para atrair investidores de todo mundo desde a abertura de mercado em 1990.

Para Mahoney (2004), as pesquisas têm debatido *a importância de medidas de governança adotadas pelo Brasil para ser mais atrativo no mercado de ações, e assim diminuir o seu custo de capital, impacto que causa elevação de valor de mercado das empresas*. Ao mesmo tempo, afirma Silveira (2010), *critérios mais rigorosos estabelecem ações fiscalizadoras por diversos atores do mercado, alavancando as boas práticas de governança que objetivam elevar o desempenho e o valor das empresas*.

Demsetz e Lehn (1985), Klapper e Love (2004) e Ehikioya (2009) relatam que *há uma clara ligação entre as boas práticas e o desempenho de valor das empresas e os níveis dos preços das ações no mercado de capitais*. As pesquisas sugerem que *existe uma relação causal entre adoção de governança corporativa e desempenho superior das organizações*.

A confirmação de uma relação significativamente positiva da governança e do valor de mercado pode ajudar para discussões em vários campos, como da Administração e da Economia do Brasil. É verdade que o setor público passa por um momento de descrença pelas inúmeras notícias e denúncias de desvios dos cofres públicos. Com a inclusão de boas práticas e com o maior controle das

medidas de governança espera-se resultados positivos nos índices de eficiência da administração e, conseqüentemente, no crescimento do mercado de capitais nacional.

**d) A Dissertação:** o presente trabalho de dissertação está formulada em: **Introdução**, onde se abordou os objetivos, a hipótese da pesquisa e a apresentação do roteiro metodológico; e mais cinco capítulos: o primeiro capítulo (**Capítulo 1**) busca demonstrar o referencial teórico. O **Capítulo 2** tratará das SEM à luz da Lei das Estatais e da governança corporativa. O **Capítulo 3** trata do pós-Lei das Estatais e o panorama da governança das SEM na Bolsa. O **Capítulo 4** apresenta as análises do estudo, com resultados, considerações e comentários. Por fim, o último capítulo (**Capítulo 5**) traz as considerações finais, as dificuldades encontradas e indicações futuras.

**e) Metodologia:**

**Propósito:** Como a presente pesquisa visa demonstrar que a Lei das Estatais traz benefícios às SEM de capital aberto, bem como gera valor a seus investidores, buscou-se em seu processo adotar técnicas descritivas e explicativas para se alcançar os resultados verificados ao final desta dissertação.

Na primeira parte, descreve-se de forma detalhada as origens da governança visando demonstrar a evolução do tema até os dias atuais, sobretudo com a inserção de novos mecanismos de governança aplicados às empresas estatais, trazidos pela Lei nº 13.303/2016, com foco direcionado às Sociedades de Economia Mista (SEM) de capital aberto. A pesquisa, portanto, é (i) **teórica**, pois revisita a origem da governança corporativa; e (ii) **bibliográfica**, empregando o processo dedutivo, pois recupera as boas práticas de governança corporativa, validadas pela doutrina visando confirmar (ou não) se as novas regras da Lei das Estatais se alinham com as boas práticas e até onde inovam em termos de governança, em especial para as SEM de capital aberto.

Mais adiante busca-se demonstrar, via análise **documental**, se de fato a Lei das Estatais está sendo aplicada (Nível de Maturidade de Governança) e se houve o incremento no valor das SEM de capital aberto mediante análise de

documentos e dados publicados pelas próprias estatais, na forma da Instrução CVM 480/2009, e por outras entidades, a exemplo da Brasil, Bolsa, Balcão S.A. (B3).

**f) Abordagem:** A presente pesquisa apresenta **abordagem** de natureza mista: qualitativa - em relação às melhores práticas de governança – e quantitativa - em relação à avaliação do valor das ações das estatais de capital aberto vis-à-vis as empresas privadas do mesmo segmento.

**g) Cenário e contexto:** em relação ao Nível de Maturidade de Governança, avaliou-se uma amostra de 3 SEM federais de capital aberto (Banco do Brasil S.A., Eletrobrás S.A. e Petrobras S.A.) valendo-se de informações coletadas junto à B3 e ao Formulário de Referência<sup>3</sup> publicado por essas estatais.

Já em relação à avaliação do valor das ações, foi isolado um período de 8 anos (janeiro/2010 a setembro/2018)<sup>4</sup> e realizado o comparativo entre algumas estatais de capital aberto com seus principais concorrentes privados. O objetivo foi confirmar ou não se, desde a sanção da Lei nº 13.303/2016, o valor das ações dessas estatais não sofreu grandes oscilações negativas, mesmo diante de outras variáveis típicas desse mercado.

---

<sup>3</sup> O **Formulário de Referência** é um documento que todas as empresas de capital aberto são obrigadas a enviar anualmente para a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), e que fica à disposição do público em geral. Ali são encontradas informações referentes ao emissor, como atividades, histórico na bolsa, fatores de risco, gestão da empresa, estrutura de capital, dados financeiros, comentários dos administradores sobre esses dados, valores mobiliários emitidos, etc. A simples leitura do formulário não elimina os riscos de investir nas ações de determinada empresa, mas dará uma boa ideia ao investidor sobre a qualidade da gestão da empresa e também dos riscos (internos, externos, legais e técnicos) que podem impactar o futuro da empresa e conseqüentemente seu investimento. (Fonte: CVM)

<sup>4</sup> Um dos objetivos foi afastar a forte influência da crise de 2008, relacionada às operações de *Subprime*.

## **CAPÍTULO 1: FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA**

### **1.1 Breve Histórico**

Antes de se alcançar o tema governança e, mais especificamente, o da governança corporativa, discorre-se sucintamente sobre dois grandes paradigmas da Administração Pública, relevantes para entender o porquê do cenário atual de nossas estatais e a importância da Lei das Estatais como mecanismo de geração de valor e mitigação de riscos para essas empresas.

O primeiro paradigma a ser descortinado seria a administração pública patrimonialista do estado pré-moderno; e, posteriormente, a burocracia no seu sentido ortodoxo presente no estado de direito, desdobrando-se e relacionando-se com o Estado Moderno, com sua transição para o Estado Contemporâneo a partir do século XVII.

Em seguida, avalia-se o problema do Conflito de Agência, estudado pela Teoria da Agência. Ultrapassados esses referenciais, passa-se a demonstrar a origem e a relevância do tema Governança para as sociedades de economia mista, de capital aberto, bem como seus desdobramentos, alcançando o novo marco normativo da Lei das Estatais.

#### **1.1.1 Do Patrimonialismo à Gestão Por Resultados**

O Estado deve ser capaz de proporcionar os meios necessários para que os objetivos populares sejam alcançados. Mas essa ideia do estado como viabilizador das atividades particulares ou como supridor das necessidades sociais nem sempre foi aplicada com equilíbrio.

O Estado patrimonialista, como maneira de organização social, sobrepõe à autoridade estatal o interesse pessoal, material e a orientação valorativa (WEBER, 1968). Esses aspectos se ligam e acabam por resultar em formas diversas de dominação. Segundo Paim, Frota e Rodrigues (2016), Weber inova na avaliação das formas de dominação, levando em consideração três princípios de legitimação: 1) a dominação legal; 2) a dominação tradicional e 3) a dominação carismática.

Considerando a dominação tradicional, observou-se dois tipos basilares: o patrimonialismo e o feudalismo. Voltando o foco para o patrimonialismo, Weber (1968, 1999) caracterizava-o como um modelo de dominação baseada na tradição e fundamenta-se no direito pessoal do governante, não havendo separação entre o público e o privado. Objetivamente, Martins (1997) conceitua administração patrimonialista como a confusão entre o que é público e privado. Por sua vez, Martins e Marini (2010) apontam que esse modelo possui duas características principais: de interesses privados (de dentro ou de fora do estado) e a inexistência de regras universais (aquelas do tipo casuísticas e personalistas).

O Brasil possui uma relação umbilical com os aspectos patrimonialistas decorrentes de sua colonização, alcançando inclusive a própria República. Esta característica é um grande vilão das relações prósperas que se espera entre o Estado e a Sociedade, inviabilizando, reflexamente, a realização do ideal democrático. Os atos de corrupção, presenciados pela sociedade brasileira ao longo das últimas décadas, e o famoso “jeitinho” brasileiro são exemplos dessa relação degradante oriunda do patrimonialismo.

Para Bakker (2007), o patrimonialismo seria responsável por definir uma forma de estruturação política, sendo tal termo mais usualmente adotado nas línguas de origem latina do que em inglês.

Avaliando o tema da governança, Bakker (2007) indica que a expressão patrimonialismo ganhou popularidade graças à observação feita por Karl Ludwig Von Haller (1768-1854), para quem o príncipe deveria se reportar a Deus e à lei natural. Tal inferência foi alterada por Weber (WEBER, 1922, 1999) que a utilizou com um novo rótulo de modelo do tipo ideal de autoridade tradicional, surgindo-se assim o conceito weberiano de patrimonialismo e suas formas, acima já mencionadas.

No Brasil, a herança patrimonialista dos portugueses influenciou a constituição do Estado Nacional brasileiro e a administração pública. Para Martins (1997) o Reino de Portugal mediante a influência moura iniciada no

século XIII, gerou prosperidade baseada no trabalho, no desenvolvimento agrícola e no incremento de armamentos e códigos.

Na visão de Martins (1997), a administração do Brasil colônia repetiu os vícios da metrópole, a saber: forte centralização, regulações intrincadas e o influente papel exercido pela igreja católica. Somado a isso, insere-se o nepotismo e o paternalismo. Lado outro, ao surgir a República dos Estados Unidos do Brasil, no ano de 1889, dá-se início a um novo marco de transformações institucionais e políticas (estados autônomos, câmaras legislativas e constituições) que se estenderam à implantação do federalismo desconcentrado no período da chamada República Velha, porém, essa fase não implicou em profundas transformações para a administração do país, muito menos para as práticas patrimonialistas. Logo, a descentralização do Estado também acaba por refletir na constituição das empresas a ele diretamente ligadas.

Vale lembrar ainda que Faoro (1977) empreende uma análise histórica de fôlego, percorrendo seis séculos, desde o décimo rei de Portugal, João I, até Getúlio Vargas. Essa trajetória, denominada por Faoro como a “viagem redonda”, recai em uma forma de determinismo ao visualizar a apropriação de bens públicos por membros estamentais, causa ininterrupta de todas as mazelas da governança brasileira e que se refletem nas empresas estatais.

Em substituição ao modelo patrimonialista, o modelo burocrático clássico de administração foi adotado, em total oposição às monarquias absolutistas nas quais o Estado era observado como propriedade do rei e existiam fortíssimos traços de nepotismo e empreguismo, além da forte corrupção (BRESSER-PEREIRA, 1996).

A Burocracia se transformou em conceito público do cotidiano e as origens semânticas da palavra *bureau* remetem a dois significados: “lugar onde funcionários trabalham” e também a palavra grega “regra”. Nessa linha, a burocracia significa um complexo de regras adotadas em um ambiente funcional (SCHORETER, 2007), buscando-se justamente criar regras mais claras da separação do que é público e do que é privado.

Na visão de Secchi (2009), desde o Século XVI, o modelo burocrático clássico era difundido nas organizações militares, religiosas e públicas, principalmente na Europa. Porém, no ano de 1904 com a obra “A ética protestante e o espírito do capitalismo”, Weber delinea a burocracia com base no princípio da meritocracia profissional, refere-se ao burocrata como profissional e seu modelo burocrático-racional difunde-se principalmente em países do ocidente.

Contrapondo-se ao que se acreditava em relação à santidade estabelecida pela tradição baseada na autoridade, Weber demonstra no seu livro Economia e Sociedade (WEBER, 1922, 1999) os tipos ideais de dominação e identifica os mecanismos de autoridade racional-legal, pois seria fonte de poder no âmago das organizações burocráticas. Nesse modelo, a legitimidade deriva da razão e o poder advém das normas, das instituições formais, por meio das disposições legais. Decorre desse axioma fundamental a *formalidade, a impessoalidade e o profissionalismo*.

Na visão de Secchi (2009), a formalidade permite que seja atribuída aos integrantes da organização o desenho e legitimidade de uma linha hierárquica administrativa, e que os procedimentos administrativos, decisórios e as comunicações internas sejam realizados de forma escrita. Assim, se busca evitar a forma de atuação discricionária individual na execução das rotinas.

A impessoalidade prescreve que a relação entre os integrantes de uma organização e entre a organização e o ambiente fora dela baseia-se em linhas de autoridade bem definidas e em funções. O chefe ou diretor representa a instituição/organização. Dessa lógica depreende-se que a impessoalidade significa que as posições hierárquicas, na verdade, não são das pessoas, mas sim dos organismos institucionais. Uma posição contrária ao que acontece no modelo patrimonialista com a apropriação individual do poder, prestígio e outras formas de benefícios.

O profissionalismo, por outro lado, refere-se ao valor meritocrático como forma de justiça e diferenciação. As funções são alcançadas mediante a

competição justa em que os postulantes devem apresentar suas melhores habilidades técnicas e conhecimento.

Essa análise dos aspectos relacionados à burocracia é importante justamente para se dimensionar a criação da governança a partir desse modelo. No modelo da governança, o principal é estabelecer seus limites, suas formalidades, seus papéis e suas responsabilidades. Em outras palavras, um padrão hierárquico de autoridade. Nesse sentido, as premissas da governança analisam a fundo a separação entre a propriedade e a direção, já que essa forma de separação viabiliza reconhecer o controle como algo independente da propriedade, de um lado, e, por outro, da administração, visando reduzir os custos de agência.

Assim, com essa visão, o modelo de governança corporativa surge para descrever a distribuição de direitos e responsabilidades entre os vários integrantes que são importantes para uma empresa, a exemplo dos conselheiros de administração, executivos, acionistas e outros *stakeholders*. A governança determina as normas e procedimentos de forma clara, visando auxiliar na tomada de decisão sobre as questões empresariais, de forma parecida ao que foi descrito pelo modelo de Weber.

Procedendo dessa forma, a estrutura de governança determina a forma como os objetivos e propósitos das empresas são determinados e os procedimentos para atingir esses objetivos.

Percebe-se que a governança acabou por reinventar a impessoalidade da burocracia de Weber, nas relações entre as partes legitimamente interessadas, por intermédio do princípio do *fairness* ou senso de justiça. Lodi (2000) aproxima-se de Weber no momento em que afirma *ser preciso equidade no tratamento dos acionistas, respeitando a simetria da participação dos minoritários com a dos majoritários, seja no aumento do valor corporativo, seja nos resultados das operações e na paridade de presença ativa nas assembleias gerais*.

A formalidade da burocracia nas comunicações surge na governança quando nos deparamos com os princípios da transparência (*disclosure*) e da

prestação de contas (*accountability*) e, ainda, na imprescindível necessidade de organização, subdivisão, disciplina e supervisão dos trabalhos de dezenas de pessoas (CLEGG, 1996). E mais: *A transparência e a prestação de contas, fundamentada nas práticas contábeis e de auditoria, representam a formalização dos processos que fundamentam as regras que precisam determinar a legitimidade das autoridades da companhia.*

Para o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC, 2004), a governança corporativa surgiu *para superar o "conflito de agência", resultando da separação entre a propriedade e a gestão empresarial. Nesse contexto, o proprietário, no caso o acionista, atribui a um agente qualificado, ou seja, um executivo, a autoridade e o poder de decisão sobre sua propriedade.* Na maioria das vezes, os interesses dos gestores e dos proprietários não estavam em linha, proporcionando uma divergência de interesses denominada por Jensen e Meckling (1976).

Depois de mapeado esse conflito, o instituto da governança foi criado para solucionar uma inconsistência da burocracia, que acabou resultando de uma necessidade de adequação do sistema de gestão, a uma nova dinâmica organizacional. Quando o proprietário se afasta do gerenciamento do negócio, em virtude de mudanças ambientais, a estrutura organizacional burocrática da companhia necessita se remodelar às novas condições de equilíbrio dinâmico de seus ambientes. *No momento em que os donos da empresa, no caso os acionistas, aprimoram sua gestão, eles perceberam que os agentes por eles contratados, na maioria das vezes buscavam mais os seus interesses individuais do que os da empresa* (IBGC, 2004).

Merton (1978) externou a *defesa de interesses individuais como uma das principais disfunções da burocracia.* Dessa forma, os acionistas perceberam a necessidade de estabelecer novas normas para blindá-los dos excessos de seus executivos.

Dessa forma, como demonstra Avelar Júnior (2012), *a governança corporativa se configurou como um instrumento de profissionalização da gestão organizacional. As melhores práticas de governança revelam em essência a*

*remodelagem da competência técnica e da meritocracia (o poder do mérito), a uma nova realidade empresarial.*

A burocracia é sem sombra de dúvidas, um dos pilares da governança corporativa, pois para garantir a perenidade das companhias, a governança deve criar *mecanismos legais, organizacionais e contratuais para controlar as ações e decisões dos agentes gestores, que devem cumprir as metas estabelecidas pelos acionistas, não permitindo que ocorram desvios por incapacidade, negligência ou interesses pessoais dos gestores* (IBGC, 2004). Nesse cenário, a governança traz à lume os elementos da institucionalização, oportunidade na qual as normas institucionais por ela fixadas são adotadas por muitas organizações, ao implantarem suas melhores práticas.

A par dessas considerações, e considerando uma trajetória histórico-temporal, o modelo minimalista da burocracia clássica se depara com a criação do Estado Moderno em sua vertente Estado de Direito e o surgimento de direitos, dentre os quais é possível citar os civis e políticos oriundos da Revolução Inglesa de 1642-89 (representação do Parlamento com poder decisório), da Independência dos Estados Unidos de 1776 (liberdades e a federação) e da Revolução Francesa de 1789-99 (república com equilíbrio entre poderes).

Martins e Marini (2010) apresentam um breve resumo da evolução do Estado Moderno. A confirmação do Estado Moderno ocorre com a criação do Estado Social, com características inerentes à ampliação dos direitos sociais, a democracia de massas, a gestão da ordem econômica, a regulação e o desenvolvimento. Bresser-Pereira (1996) afirma que *a administração burocrática se apresentava superior à patrimonialista, mas apenas respondia aos anseios de um Estado liberal pequeno, com poucas atribuições, não garantindo o atendimento mínimo esperado pelo povo (agilidade, qualidade e baixos custos).*

Martins e Marini (2010) afirmam que *o primeiro grande momento de confirmação do Estado Social iniciou-se com o crescimento da Revolução Industrial na segunda metade do Século XIX; o segundo, a partir da crise de 1929 e da Segunda Guerra Mundial.* Esses eventos fizeram incorporar ao Estado Social (sobretudo ao conceito de bem-estar), além da gestão da ordem

social, a definição de gestão da ordem econômica, alinhando-se com os ideais keynesianos, o que gerou um ciclo de expansão e crescimento das atividades estatais numa linha desenvolvimentista.

A partir da transformação do Estado Liberal no Estado Social e Econômico, ainda no Século XX, com a transformação dos serviços sociais (saúde, educação, previdência e assistência social), o problema da eficiência tornou-se imprescindível. Aparecem os primeiros passos para a construção de um novo paradigma na administração pública: a administração pública gerencial ou nova gestão pública.

A análise dessa evolução da administração pública é relevante, como se verificará mais adiante, para demonstrar as origens dos males das empresas e o porquê de a governança ser tão importante para proteger esse patrimônio público. Assim, ultrapassada a análise dos modelos patrimonialista e burocrática-ortodoxa da administração pública, passamos à evolução desse processo ainda sob o prisma da administração pública: a Nova Gestão Pública.

### **1.1.2 Nova Gestão Pública**

A Nova Gestão Pública tem como característica um modelo usado como guarda-chuva de estratégias de reforma gerencial implementadas no princípio dos anos 80, sobretudo em países de origem anglo-saxã, sustentada em ideais do neoliberalismo e da teoria da escolha pública, em modelos microeconômicos, práticas de gerenciamento do setor privado e medidas relacionadas à privatização, desregulamentação, contratualização, uso da licitação e concorrência, bem como amplas reformas nos governos, surgimento de agências executivas, a busca por resultados e medição de desempenho, uso de pessoal não concursado para ocupar postos nos alto escalões da setor público, além de outros (SCHROETER, 2007).

Há quem conceitue esse modelo como sendo um padrão criado após o período burocrático com a finalidade de gestão da administração baseado em valores de eficiência, eficácia e competitividade (SECCHI, 2009). Em outra visão, Hood e Jackson (1991), o padrão trazido pela Nova Gestão Pública passa a ser

inserido como paradigma da gestão pública por força da crise fiscal e das reformas que atingiram o Estado na década de 80.

Falando de forma ampla, a Nova Gestão Pública propõe como valores a produtividade, orientação ao serviço, descentralização, eficiência na prestação dos serviços, *marketization*<sup>5</sup>, e *accountability*<sup>6</sup> (KETTTL, 2005).

Tais valores aparecem por uma simples razão: O Estado passa a ser visto mais como um fardo do que uma solução, o que levou à busca da ampliação do mercado, além de mais ativismo e associativismo em um processo denominado de “a reforma do Estado”.

De fato, o princípio da derrocada do Estado Moderno contrasta com as crises dos anos 70 e 80 (petróleo, dívida, governabilidade) e a necessidade da reforma do Estado – acertos fiscais, reforma de direitos sociais e a qualidade dos serviços, aliado a isso houve o surgimento de uma Nova Economia (globalização, tecnologia e conhecimento) e a franca expansão do Neoliberalismo (desestatização, Estado como problema, liberalização).

A Nova Gestão Pública tem o discurso neoliberal como seu pilar já que, nas décadas de 70 e 80, o discurso dos países desenvolvidos foi no sentido de que a máquina pública era insustentável do ponto de vista financeiro, necessitando, portanto, a redução e controle do gasto público e a diminuição da intervenção estatal, quer seja na economia quer seja na sociedade, inclusive com a melhoria dos serviços públicos.

O discurso da Nova Gestão Pública está ligado, portanto, à melhoria do desempenho (diminuir custos, eficiência, eficácia, voltados ao cliente e transparência); porém, na prática, a verificação real da melhoria no desempenho se dá de forma tímida e atrasada em termos de independência.

---

<sup>5</sup>*Marketization* – numa tradução livre é a utilização de mecanismos do mercado no seio interno da esfera pública. Um exemplo de *marketization* é a privatização.

<sup>6</sup>*Accountability* – Trata-se da obrigação em prestar contas a qualquer momento. Uma relação entre o agente e o principal.

Novos desafios passam a inserir o Estado pós-moderno em problemas públicos complexos relacionados à segurança/terrorismo, clima, saúde, inconstância dos mercados, bem como os relacionados aos aspectos da democracia voltados para maior inclusão, participação, transparência e a formação de um Estado-Rede como novo padrão administrativo em formação, exigindo maior controle e eficiência, ou seja, uma transição para mecanismos orientados pelas regras da governança.

### **1.1.3 A Governança**

É esse novo modelo administrativo que passa a adotar práticas de controle, prestação de contas, maior transparência, se alinhando com os anseios da sociedade. Tais práticas são próprias da governança.

Esses reflexos atingem não só o Estado, mas também as empresas controladas ou não por ele. Isso se confirma pelo estudo realizado pela consultoria McKinsey&Company, no ano de 2000. Tal estudo identificou entre investidores internacionais de 22 países que o grupo estava disposto a pagar prêmios entre 18% e 28% para ações de empresas com práticas superiores de governança (GUERRA, 2017).

Vale lembrar que o termo “governança” vem sendo usado especialmente após as reformas do Estado no setor público nas décadas de 80 e 90 com a passagem da burocracia hierárquica para uma presença mais marcante do mercado e das redes de prestação de serviços públicos. Isso se deve ao aumento das atividades econômicas em nível global, assim como a criação de instituições regionais como a União Europeia. A crença consiste no Estado ter aumentado sua dependência em face de outras instituições.

Pinto Junior (2010) lembra que a onda de privatizações iniciada na Inglaterra na década de 80 e estendida a outros países reduziu as atenções sobre a atuação do Estado por intermédio das empresas estatais. No entanto, lembra Pinto Junior, que os organismos multilaterais passaram a enaltecer as virtudes da moderna governança corporativa para assegurar a gestão eficiente

das empresas estatais e reforçar o compromisso com a lucratividade, sem levar em conta a existência do mandato público.

O detalhamento do termo governança abrange conceitos que se correlacionam com discursos oriundos da academia, dos políticos e das corporações (privadas e públicas). A expressão Governança pode ser vista em um matiz maior da comumente observada (em um contexto global, políticas implementadas por governos) ou reduzido (governança de pessoas, tecnologia de informação), conforme apontam Altounian, Souza e Lapa (2017).

Governança também remete ao conjunto de funções mínimas para que se governe.

As funções básicas para que se governe também é reconhecido como governança. Em outras palavras, pode se alinhar à direção, criação de metas, coerência, implementação, responsabilização e avaliação (PETERS, 2013).

Internacionalmente, governança surge como um conjunto de normas no âmbito da Organização das Nações Unidas para o Estado criar o *enforcement* necessário para impor sua vontade em seu território e, ainda, *promover a igualdade, a participação, o pluralismo, a transparência, a responsabilidade e o Estado de Direito, de forma efetiva, eficiente e duradoura* (ONU, 2009). O Banco Mundial e a União Europeia, a exemplo, utilizam o termo boa governança no sentido de passar suas aspirações de um mundo melhor.

A governança corporativa não é muito diferente. Reporta-se aos padrões de regras das companhias, ou seja, seus sistemas, instituições e as normas pelas quais são controladas e direcionadas. A governança corporativa, tema a ser melhor explorado mais adiante, surgiu como um aspecto financeiro e, apenas recentemente, vem sendo objeto de análise dos estudiosos do direito. Cho (2015) afirma que, em uma abordagem restrita, a governança corporativa diz respeito apenas às formas de se assegurar proteção àqueles que investem recursos na empresa. Mas, em abordagem mais ampla, a responsabilidade social é igualmente incluída no cenário da governança corporativa.

O Tribunal de Contas da União (TCU, 2018), a propósito, vem monitorando justamente o modelo administrativo da governança visando avaliar se seus objetivos veem sendo alcançados. Muito embora reconheça ser o melhor caminho, ainda assim aquele Tribunal identificou, em recente levantamento<sup>7</sup>, que há um baixo nível de maturidade em relação à governança pública. E o TCU explica: *Isso significa que a maioria das instituições federais não possui capacidade de entregar à sociedade o que se espera, seja por deficiência em liderança, estratégia ou accountability, seja por carências na gestão de operações (planejamento, execução e controle).*

A Secretaria de Coordenação e Governança das Empresas Estatais (Sest), vinculada ao Ministério do Planejamento, Desenvolvimento e Gestão, de alguma maneira, confirma essa conclusão do TCU, quando poucas empresas estatais federais foram classificadas com o nível mais alto de governança com base no Indicador de Governança da Sest. A média apurada considerando todas as empresas estatais federais foi de 4,2.

Esclarecendo: aquela Secretaria criou o Indicador de Governança (IG-SEST<sup>8</sup>) pela qual busca identificar a conformidade com as melhores práticas de mercado e maior nível de excelência para as empresas estatais federais de controle direto da União.

O objetivo do Indicador, segundo a Sest, *é avaliar o cumprimento dos requisitos exigidos pela Lei das Estatais (13.303/2016) e as diretrizes estabelecidas nas Resoluções da Comissão Interministerial de Governança Corporativa e de Administração de Participações Societárias da União – CGPAR.*

E ainda descreve a Sest: *os ciclos de acompanhamento serão trimestrais e o IG-SEST é apurado em três dimensões: I. Gestão, Controle e Auditoria; II. Transparência das Informações; e III. Conselhos, Comitês e Diretoria. Cada Dimensão é composta por Blocos que, por sua vez, contêm Itens de Avaliação.*

---

<sup>7</sup> Acórdão TCU 588/2018.

<sup>8</sup> <http://www.planejamento.gov.br/igsest>.

Na mesma linha a Brasil, Bolsa Balcão S.A. (B3) lançou o Programa Destaque em Governança de Estatais (PDGE) com o objetivo de incentivar as empresas estatais a adotarem e aprimorarem práticas de governança corporativa. A iniciativa, segundo a B3, teve por intuito *contribuir para a restauração da relação de confiança entre investidores e estatais, apresentando medidas objetivas e concretas com o fim de colaborar para a redução de incertezas relativas à condução dos negócios à divulgação de informações, notadamente quanto à consecução do interesse público e seus limites, além do componente político inerente a essas empresas*. Porém, pouquíssimas estatais aderiram ao Programa e um número menos ainda (apenas 4, até maio de 2018) tinham obtido a certificação da B3.

Ou seja, a preocupação com a governança das empresas estatais permeia vários segmentos de nossa estrutura social.

Voltando um pouco no tempo, mais precisamente na primeira metade dos anos 1990, baseado em uma frente iniciada com maior relevância nos Estados Unidos, investidores acordaram para a importância de novas regras que os protegessem dos abusos de seus executivos, da inércia de seus conselheiros e auditores.

Conceitualmente, a governança corporativa surgiu para superar o “conflito de agência”, decorrente da separação entre propriedade e a gestão empresarial. Considerando esse cenário, o proprietário da companhia (acionista) transfere a um agente especial (executivo-diretor) o poder de decidir sobre o seu patrimônio (a empresa).

Contudo, os interesses dos administradores nem sempre se alinham com os dos acionistas, gerando o denominado conflito de agência ou conflito agente-principal (SILVA, 2016). E esse conflito foi estudado profunda e cientificamente, motivando a criação da Teoria da Agência, próximo tópico da presente dissertação, cujos elementos também estão presentes na Lei das Estatais.

## 1.2 Teoria da Agência

Na vertente privada e corporativa, *corporate governance* ou governo das empresas, a governança volta-se para as relações de poder estabelecidas entre os executivos (agentes) e os acionistas (principal) (ALTOUNIAN; SOUZA; LAPA, 2017).

Vale aqui um pequeno parêntese quanto à referida relação de poder agente-principal, denominada de Teoria da Agência: durante as décadas de 60 e 70, lembra Eisenhardt (2015), os economistas exploraram o compartilhamento de risco entre indivíduos ou grupos. Esse trabalho descreveu o problema do compartilhamento de riscos que surge quando partes cooperantes têm diferentes atitudes em relação ao risco. A teoria da agência ampliou essa literatura de compartilhamento de riscos para incluir o chamado problema da agência que, segundo Jensen e Meckling (1976), *ocorre quando partes cooperantes têm objetivos diferentes e divisão do trabalho*.

Jensen e Meckling (1976) definem a teoria da agência como um acordo entre *duas ou mais pessoas denominadas acionistas (principal), que contratam um gestor (agente) com poder para tomar as decisões em nome do agente, ou seja, irá administrar os negócios e agir para maximizar os lucros para crescimento e perpetuidade da empresa*. A partir disso surgem debates sobre o “conflito de agência”, pois segundo os autores citados acima, quando é feita a delegação de autoridade, *existem razões para se acreditar que o agente não agirá no interesse do principal*. Desta forma, *são acarretados custos para os acionistas para assegurar que os interesses sejam mantidos*.

Berle e Means (1932) foram os primeiros autores a analisar os *custos ocorridos com a separação da propriedade*. De acordo com Jensen e Meckling (1976), *os custos de agência são provenientes de gastos para controlar a gestão, gastos com a manutenção e garantia dos interesses, decorrente de possíveis prejuízos causados ao principal pela gestão insatisfatória do agente*.

Para Demsetz e Lehn (1985), *a estrutura de propriedade das empresas varia sistematicamente de forma que sejam consistentes com a maximização de*

*valor. A compreensão de algumas das forças que determinam a estrutura societária é valiosa em seu próprio direito, mas os resultados são pertinentes a mais geral teoria dos direitos de propriedade.*

Pragmaticamente falando, a teoria da agência é direcionada pela relação de agência ambígua, em que uma parte (o principal) delega trabalhos para outro (o agente), que realiza esse trabalho. A teoria da agência tenta descrever esta relação usando a metáfora de um contrato, conforme lecionam Jensen e Meckling (1976).

No entanto, desde suas raízes na economia da informação, teoria da agência tem se desenvolvido ao longo de duas linhas: positivista e principal-agente (Jensen, 1983). As duas correntes compartilham uma unidade comum de análise: o contrato entre o principal e o agente. Eles também compartilham pressupostos comuns sobre pessoas, organizações e informações.

Pesquisadores positivistas têm-se centrado em identificar situações em que o principal e o agente são passíveis de ter objetivos conflitantes e, em seguida, demonstrar os mecanismos de governança que limitam o comportamento de agir em benefício próprio do agente. O estudo positivista é menos matemática do que a pesquisa agente-principal. Além disso, os pesquisadores positivistas têm-se centrado quase exclusivamente no caso especial da relação principal-agente entre proprietários e gestores de grandes corporações públicas.

Sob o enfoque teórico, a corrente positivista tem sido mais atenta ao descrever os mecanismos de governança que efetivamente solucionam o problema de agência. Jensen (1983) descreveu este interesse como "*por que certas relações contratuais surgem.*" Duas propostas capturam os mecanismos de governança que são identificados na corrente positivista. Uma proposição é de que os contratos baseados em resultados são aptos para combater o oportunismo do agente.

A linha de argumentação consiste em afirmar que esses contratos aliam as preferências dos agentes com as do principal porque as recompensas para

ambos dependem das mesmas ações, e, portanto, os conflitos de interesses próprios entre principal e agente são diminuídos. Jensen e Meckling (1976), por exemplo, demonstram como o aumento da participação acionária diminuiu o oportunismo gerencial.

A segunda proposição é que sistemas de informação também podem conter agentes oportunistas. O argumento aqui é que, uma vez que os mecanismos de informação levam ao conhecimento do principal o que o agente está realmente fazendo, nesse caso, é possível que eles evitem o oportunismo de agentes, pois o agente perceberá que ele não pode trapacear o principal. Por exemplo, os efeitos de informação dos mercados de capitais e de trabalho eficientes no oportunismo gerencial e o papel da informação que os conselhos de administração utilizam no controle do comportamento gerencial.

A Teoria da Agência é mais um elemento a confirmar a relevância do tema governança corporativa, com o implemento de práticas que blindem, por exemplo, conflitos de interesse, como os identificados na relação agente-principal. Essas primeiras práticas surgiram na década de 90, após a publicação do *Cadbury Report – the financial aspects of corporate governance*, no Reino Unido, considerado o primeiro código de boas práticas de governança, e, ainda, no Canadá (*The Toronto Report on Corporate Governance*), e nos Estados Unidos da América (*Principles of corporate governance: Analysis and Recommendations*).

A governança corporativa, baseada em boas práticas, serviu de arcabouço para a disseminação das suas recomendações na alta gestão das corporações. A Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico – OCDE publicou em 2004 os chamados Princípios da Governança Corporativa, balizador que permitiu a alguns países confeccionarem recomendações de melhores práticas em governança (ALTOUNIAN; SOUZA; LAPA, 2017, p.246).

No âmbito do país, em 1995 foi criado o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBCG, e no ano de 1999, lançado seu Código das Melhores Práticas em Governança Corporativa, o que traz valor a investidores interessados em empresas no país que adotam boas práticas de governança

voltadas não apenas aos titulares da propriedade (investidores), mas também objetivando a perenidade das companhias.<sup>9</sup>

Governança corporativa para o IBGC (2015) é o sistema pelo qual as *empresas e demais organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre sócios, conselho de administração, diretoria, órgãos de fiscalização e controle e demais partes interessadas*. E apresenta como princípios básicos: *a transparência, a equidade, a prestação de contas (accountability) e a responsabilidade corporativa*.

Para Shleifer e Vishny (1996), *governança corporativa é a forma pela qual os fornecedores de recursos econômicos às empresas se asseguram de que obterão retorno por seus investimentos*. Ao estabelecer procedimentos para disciplinar as relações entre investidores ou proprietários, com gestores e mercados, baseados sobretudo em princípios, a exemplo da transparência, da ética, da equidade, do *accountability*, muito provavelmente a governança contribui para melhor exercício do direito de propriedade e do controle interno e externo sobre organizações e para redução de conflitos de agência.

As empresas visam fixar-se no mercado, atualmente cada vez mais competitivo, e os códigos de governança auxiliam direcionar o padrão de comportamento. A uniformização diminui os riscos de resultados indesejados ou eventos contingenciais. Como ocorre na indústria, fluxos padronizados eliminam tempo, desperdícios, e serviços desnecessários, trazendo maior segurança e confiança. E ainda reduzem os conflitos de agência.

Segundo Silveira, Barros e Fama (2008), *os instrumentos de governança corporativa são capazes de minimizar os custos oriundos do problema de agência. Tais instrumentos evitam a redução do valor de mercado decorrente de conflitos de interesse entre gestores e investidores de uma empresa*. E mais, a governança viabiliza a criação de mecanismos *para controlar, direcionar e impulsionar as companhias para estabelecer relações com os proprietários*.

---

<sup>9</sup> O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBCG é considerado referência no Brasil para o desenvolvimento das melhores práticas corporativas. Atua na promoção de palestras, fóruns, treinamentos, publicações e pesquisas. [www.ibgc.org.br](http://www.ibgc.org.br). Acesso em abril de 2018

*Lembramos que os órgãos que tomam as decisões são: o Conselho de Administração, Diretoria e órgãos anexos.*

Os aspectos referentes à agência têm sido usados principalmente para explicar os resultados empíricos de que o desempenho das empresas com participação estatal majoritária geralmente é inferior ao de empresas privadas comparáveis. Em resumo, essa visão afirma que executivos das estatais não estão motivados para empenhar-se na melhoria do desempenho e/ou não são bem monitorados pelo conselho de administração, nem pela agência reguladora competente, nem pelo ministro incumbido de supervisionar a empresa em questão.

O problema de delegar as decisões a agentes cujos objetivos talvez não se alinhem com os dos principais vem sendo discutido há muito tempo por teóricos dos problemas de agência. As correções para o desalinhamento principal-agente normalmente envolvem contratos de incentivo ao desempenho ou de remuneração por desempenho para os gestores, monitoramento direto pelos principais ou combinação de ambas.

Segundo Musacchio e Lazzarini (2015), a adoção dessas medidas, de acordo com essa visão, é muito mais difícil em estatais que em empresas privadas. O monitoramento nas burocracias públicas também é problemático. Muitas atividades do setor público envolvem vários principais, dispersos em várias áreas. Ao mesmo tempo, os próprios gestores de estatais podem não saber quem é o principal mais importante e a quem devem prestar contas. Seria o governo, um ministro, uma holding estatal ou a população em geral?

Não raro, os empregados das estatais sentem que eles próprios são o principal. Nesse diapasão, a Lei das Estatais nasce justamente com o intuito de melhor gerir esse conflito, pois estabelece critérios mais transparentes de prestação de informações e de ocupação dos cargos dos agentes com base em elementos mais objetivos e profissionais. Em outras palavras, passa a exigir práticas de boa governança nas estatais, inclusive com a exigência de elaboração de plano de negócio e desenvolvimento de estratégias de longo prazo (artigos 13 e 23), justamente para dar diretrizes mais claras,

independentemente de quem seja considerado efetivamente o “principal” ou “agente” da estatal.

Para Martins (2013), *o conceito de governança pode ser expandido e, quanto mais sofisticado, torna o problema de agência mais brandos entre os acionistas controladores e minoritários, trazendo à tona a importância da governança corporativa para a resolução dos conflitos de agência.* Os proprietários visam retornos para os seus investimentos, e os realizam de modo que no mínimo tragam lucro sobre o capital.

Considerando essa tensão inevitável ente agente e principal, vejamos a seguir esse importante mecanismo de mitigação dos efeitos dessa tensão: a governança corporativa.

### **1.3 A Governança Corporativa**

O termo governança corporativa pode estar intimamente ligado às perspectivas dos acionistas, administradores e dos Conselheiros de Administração. Todavia, também pode estar direcionado ao relacionamento da empresa com os *stakeholders*. Juridicamente falando, a governança amplia as combinações de leis, normativos e práticas que viabilizam as corporações a captar mais recursos.

A governança corporativa busca criar um conjunto eficiente de ferramentas, seja de incentivos, seja monitoramento, assegurando que o comportamento dos agentes esteja em linha com o interesse dos acionistas (SILVA, 2016).

Para o Banco Mundial (1992), a governança pode ser entendida como a *forma de desempenho do poder para gerenciar os recursos, não só do ponto de vista econômico, mas também social e focado no desenvolvimento do país.* A implementação da governança irá depender *das regras e normas dos países, pois isso influencia diretamente o modelo que será adotado.* Cada país apresenta sua particularidade e as vezes mudanças grandes nas medidas de governança corporativa.

Demsetz e Lehn (1985) afirmam que *as grandes corporações de capital aberto são frequentemente caracterizadas por apresentarem estruturas de propriedade altamente difusas, que de fato afastam a apropriação dos créditos residuais de controle das decisões corporativas.*

Vale recordar: em 2002, nos Estados Unidos, foi aprovada a Lei Sarbanes-Oxley (também conhecida como SOX) com vistas a apresentar uma resposta aos escândalos empresariais relacionados às fraudes de balanço. As empresas precisaram se adaptar às novas normas para continuarem a ter suas ações negociadas na Bolsa de Valores. Atualmente a maior preocupação americana com a Lei Sarbanes-Oxley é desestimular ações que contrariam a ética e valores dentro da organização. Esse marco legal norte-americano foi tão relevante que alcançou as empresas no Brasil, reformulando suas estruturas societárias e registros contábeis, com o intuito de se alinharem com as boas práticas internacionais.

Existem muitas definições de governança corporativa. Para Foresto (2015), considerando uma conceituação simples, é possível defini-la como *mecanismos desenvolvidos pelas empresas que compreendem práticas e ações que buscam crescimento financeiro e econômico da organização através de tomadas de decisões no longo prazo. É um processo de acompanhamento e controle para assegurar ações de gerenciamento em detrimento dos acionistas.*

De acordo com o IBGC (2015), analisa-se a governança corporativa como *um modelo no qual as instituições são encaminhadas, coordenadas e incentivadas, gerando as melhores práticas e a aliança entre a companhia e seus acionistas.* As boas práticas de governança materializam os princípios, transformando-os em orientações ou recomendações mais claras e objetivas, aderindo interesses de investigar para preservar e melhorar o valor da organização, abrindo seu acesso ao capital e, assim, estimulando a sua perpetuidade.

O IBGC publicou o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa (2015), organizando a forma *como as instituições devem ser*

*dirigidas, monitoradas e incentivadas, e a sua relação com proprietários e stakeholders, com o Conselho de Administração, diretoria e órgãos reguladores.*

Conforme Shleifer e Vishny (1997), a governança corporativa cria laços entre investidores que estão em busca de retornos financeiros sobre o capital investido nas empresas.

Existem normas e condutas celebradas em contrato para os acionistas. Os administradores, na visão de Foresto (2015), podem dispor dos seus próprios critérios para gerir os investimentos da empresa, e os acionistas têm direito aos dividendos resultantes das operações financeiras.

A Comissão de Valores Mobiliários - CVM (2002) publicou uma cartilha contendo orientações para a adoção de governança no Brasil. A cartilha elenca padrões mínimos e regras a serem perseguidas. Todavia, o que se espera das companhias é que superem essas orientações, adotando outras práticas alinhadas com a boa governança e as alcem a outros patamares de confiabilidade.

Segundo Demsetz e Lehn (1985), a aversão ao risco deve reforçar o efeito neutro ao risco. *A partir do momento em que pequenas empresas, geralmente familiares como é o caso da maioria das empresas brasileiras, passam por transformações e adaptações pela necessidade de crescimento e desenvolvem seus negócios, surge o questionamento: quem irá administrar o controle da propriedade, assegurando os interesses da organização, sem colocar interesses pessoais à frente das decisões.* Nessa linha surge justamente o conflito entre agente e principal, estudado pela Teoria da Agência, como vimos anteriormente.

A adoção das boas práticas de governança viabiliza a gestão estratégica da empresa e o controle sobre os executivos das companhias, proporcionando mais segurança aos proprietários (acionistas). Visando dar efetividade a essa gestão estratégica da empresa e o controle dos executivos é possível citar as estruturas do conselho de administração e de seus comitês de assessoramento, da auditoria independente e do conselho fiscal.

Partindo do pressuposto que a governança estabelece mecanismos que acompanham a conduta dos gestores para trabalhar em favor dos interesses dos proprietários, a governança pode prevenir perdas por meio de acompanhamentos e controles, considerando que a posição privilegiada do gestor lhe daria autonomia para tomar qualquer medida que lhe fosse conveniente (FORESTO, 2015). Tais mecanismos são traduzidos nas boas práticas de governança, definidas no próximo tópico.

#### **1.4 Boas Práticas de Governança**

As boas práticas corporativas visam materializar a governança corporativa propriamente dita. Podem ser definidas como práticas que tornam mais eficientes as relações entre proprietários, e destes com os gestores e demais partes interessadas, incluídos clientes, mercados, governo e sociedade. E na perspectiva econômico-financeira, boas práticas permitem reduzir os custos de agência advindos da separação entre proprietários e gestores, que ocorrem nas empresas modernas, em linha do quanto acima explanado na Teoria da Agência.

Voltando às origens do movimento pelo fortalecimento da governança, vale a pena associar as mudanças impostas pela revolução industrial à evolução da forma de gestão das companhias.

Fontes Filho (2009) lembra que a escala exigida pelos processos produtivos, associados ao maquinário inovador e a constituição de hierarquias empresariais necessárias para lidar com a especialização das funções exigiram a captação de recursos financeiros adicionais para suportar os investimentos, surgindo assim novos sócios, distanciando o antigo proprietário do controle e conhecimento das decisões cotidianas, gerando a separação entre as funções de propriedade e de gestão.

Dessa forma é possível analisar que, desde meados do século anterior, a preocupação dos empresários era, principalmente, aumentar a eficiência e o tamanho das empresas, de modo a incorporar adequadamente os benefícios da revolução industrial. Em outras palavras, é compreensível que, se o século XIX foi caracterizado pelo apogeu de um novo modelo empresarial, o século XX se

mostrou como século da gestão, mais precisamente até meados da década de 80.

Segundo Foresto (2015), diante da desregulamentação dos mercados nos Estados Unidos na década de 80, o mercado financeiro e de capitais passou por *uma série de reestruturações para voltar a ter a confiança do investidor, e para atender esta solicitação os administradores das companhias abertas tomaram diretrizes para assegurar o retorno devido aos investidores, e colocaram em prática critérios rigorosos de governança corporativa.*

Para Becht, Bolton, Röell (2002) *existem sete razões para a governança corporativa ter se tornado proeminente nas últimas duas décadas: a primeira foi a agressiva onda de aquisições nos Estados Unidos nos anos de 1980; a segunda o crescimento e maior ativismo dos investidores institucionais (fundos de pensão, fundos mútuos, companhias de seguros, fundações e fundos hedge); a terceira é a desregulamentação e integração global dos mercados de capitais (empresas com ações em bolsas de outros países); a quarta foi a onda de privatizações mundiais; a quinta foram as crises nos mercados emergentes no final do século XX (por exemplo, no mercado asiático em 1997 e a crise russa, em 1998); a sexta a série de escândalos corporativos nos Estados Unidos e Europa; e, a sétima, as crises financeiras globais, como a de 2008.*

Foresto (2015) apurou que os sistemas financeiros possuem uma *característica marcante de abusos praticados por diretores, a inércia do conselho de administração, omissão das auditorias independentes e a existência de assimetria das informações, estes fatos justificam o controle rigoroso que é realizado neste setor por órgãos reguladores.* Os erros não acontecem apenas no setor financeiro assim como em outras áreas da economia.

Foi após grandes escândalos (Eron e WorldCom) que a governança corporativa ganhou destaque em relação às responsabilidades das empresas. As instituições financeiras foram as protagonistas do cenário que envolvia crimes financeiros, pois violaram de morte os princípios e as boas práticas de governança.

*As boas práticas de governança são evoluções de instrumentos e mecanismos aprimorados dos códigos e melhores condutas existentes no mundo todo, afirma Foresto (2015). E mais: estes aprimoramentos são essenciais para diminuir as lacunas existentes e acompanhar as evoluções das companhias. Consideramos nesta pesquisa que a governança corporativa direciona por meio de seus mecanismos o desempenho da empresa, pois os valores de mercado das organizações são influenciados pelos instrumentos que permeiam a governança.*

As corporações que escolhem as técnicas e recomendações das boas práticas de governança corporativa adotam os princípios da transparência, da prestação de contas (*accountability*), da equidade e da responsabilidade corporativa (SILVA, 2016).

Conforme o IBGC (2009), no Código de Melhores Práticas de Governança Corporativo, *os princípios da governança foram transformados em orientações direcionadas para nivelar os interesses com o objetivo de aumentar o valor de mercado das empresas em número de acionistas, e também a perpetuidade dos negócios.*

Andrade (2009) leciona que *necessidade de obter um ambiente que garanta uma proteção legal aos investidores é considerada relevante na governança corporativa.* O principal objetivo para incluir as práticas de boa governança está prevista nos códigos e também nas empresas: a segurança de investimentos no mercado torna possível a entrada de pequenos investidores que podem ser pessoas físicas e microempresas.

Foresto (2015), citando Chueng (2011), demonstra que *a governança corporativa considerada boa serve como um instrumento que interrompe um ciclo que nunca acaba. Apesar da crescente evidência, uma das questões mais controversas no debate sobre a governança corporativa é a endogeneidade (métodos quantitativos) da associação entre as boas práticas de governança corporativa e desempenho da empresa.*

No estudo de Andrade (2009) *o desempenho da empresa e o tamanho do Conselho de Administração interferem com uma relação positiva entre a quantidade de conselheiros e a margem operacional, o que fica evidente pelo fato das decisões serem monitoradas de forma mais eficiente pelo conselho.*

Segundo Cheung (2011), *a evidência empírica recente sobre a relação entre as boas práticas de governança corporativa e o desempenho da empresa é inconclusiva com a maioria das pesquisas prévias com foco em mercados desenvolvidos.* Contudo, o autor também diz que em países emergentes há um crescente número de evidências transversais que ligam a boa governança corporativa com o bom desempenho.

Esses estudos se concentram no nível de governança corporativa, e não levam em conta que o nível de governança corporativa e as tão recomendadas práticas podem se deteriorar com o passar do tempo, por isso há pouca compreensão entre a relação governança corporativa e desempenho da empresa. Foresto (2015) explica que é difícil avaliar uma medida de governança corporativa, e que a maneira mais usual é dependente de cada situação, e envolve circunstâncias específicas das organizações.

Para Silveira, Barros e Fama (2003), *os resultados das pesquisas podem não oferecer um parecer conclusivo porque pode haver limitações metodológicas, pelo fato dos agentes do mercado de capitais considerarem irrelevantes alguns elementos da governança.*

Por outro lado, Leal (2004), citado por Foresto (2015), analisou em várias publicações de relevância *o desempenho financeiro e econômico das organizações no mercado, e encontrou uma forte ligação entre os procedimentos, condutas e objetividade com que são executadas as melhores práticas, com o valor das ações.*

A presente dissertação pretende justamente contribuir para esse debate da relação entre governança corporativa e o valor das empresas. Nessa linha a Lei das Estatais parece-nos ser mais uma variável que pode colaborar para validar

a existência direta de relação entre esses dois aspectos: governança e valor de mercado.

Por essa razão dedicou-se o próximo capítulo para inserir essas discussões no contexto da Lei das Estatais, com foco nas Sociedades de Economia Mista (SEM). Senão vejamos.

## **CAPÍTULO 2: As Sociedades de Economia Mista, o Contexto da Lei das Estatais e a Governança Corporativa à Luz da Lei das Estatais**

### **2.1 As Sociedades de Economia Mista**

Considerando que o foco da presente dissertação está nas Sociedades de Economia Mista (SEM), o primeiro passo está em restringir o escopo de análise das estatais a serem observadas. Por isso vale-se inicialmente das definições legais das sociedades de economia mista para uma melhor contextualização.

O Decreto-Lei nº 200, de 1967, que dispõe sobre a organização da Administração Federal, estabelece diretrizes para a Reforma Administrativa e dá outras providências, define a sociedade de economia mista como a entidade dotada de personalidade jurídica de direito privado, criada por lei **para a exploração de atividade econômica**, sob a forma de sociedade anônima, cujas ações com direito a voto pertençam em sua maioria à União ou a entidade da Administração Indireta.

A Lei nº 13.303/2016 – Lei das Estatais - que dispõe sobre o estatuto jurídico da empresa pública, da sociedade de economia mista e de suas subsidiárias, no âmbito da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, regulamentada na esfera federal meses depois (em 27 de dezembro de 2016) pelo Decreto nº 8.945, trouxe importante marco legal, esperado há anos pelo constituinte para regulamentar o artigo 173 da Constituição Federal.

A Lei das Estatais define sociedade de economia mista como sendo a entidade dotada de personalidade jurídica de direito privado, com criação autorizada por lei, sob a forma de sociedade anônima, cujas ações com direito a

voto pertençam em sua maioria à União, aos Estados, ao Distrito Federal, aos Municípios ou a entidade da administração indireta.

A doutrina renomada destaca algumas particularidades, sobretudo a necessidade de evidenciar, na definição das SEM, a presença de capital privado. É o caso de Mello (2016), que define as SEM como a pessoa jurídica criada por autorização legal, como um instrumento de ação do Estado, dotado de personalidade de Direito Privado, porém, sujeita a regras específicas e particulares derivadas dessa sua natureza auxiliar da atuação estatal, criadas sob a forma de sociedade anônima, cujas ações com direito a voto pertençam em sua maioria ao Estado ou entidade de sua administração indireta, mas sobre remanescente acionário de titularidade particular.

Visando delimitar o estudo às sociedades de economia mista, vale citar as lições de Carvalhosa (2016) bem como de Meirelles (2012) para quem as Sociedades de Economia Mista são pessoas jurídicas de Direito Privado, com a participação entre o público e o particular no seu capital e na sua administração, com o intuito de realizar atividades econômicas ou serviços públicos outorgados pelo Estado.

Observa-se ainda que as SEM têm tratamento há muito dispensado pela legislação que regula as atividades empresarias, a exemplo do que dispõe o artigo 235 da Lei nº 6.404/1976, Lei das Sociedades Anônimas (LSA). Mas se tais entidades já eram regulamentadas (Decreto-lei nº 200/1967 e Lei nº 6.404/1976) fica a pergunta: quais os motivos de trazer mais uma legislação sobre as SEM?

## **2.2 O Porquê da Lei das Estatais - Contextualização**

Voltando os olhos para o novo marco legal, Carvalhosa (2016) contribui para demonstrar o quão relevante é a Lei nº 13.303/2016 – Lei das Estatais. A Lei das Estatais veio ao encontro do anseio do Constituinte. Anseio esse mais enfatizado após a Emenda nº 19 de 1998, que adaptou o parágrafo 1º do artigo 173 da Constituição Federal para fazer constar suas exigências quanto à forma de exploração direta de atividade econômica pelo Estado.

Nessa esteira, a Emenda Constitucional nº 19 trouxe a seguinte redação ao parágrafo 1º do artigo 173:

§ 1º A lei estabelecerá o estatuto jurídico da empresa pública, da sociedade de economia mista e de suas subsidiárias que explorem atividade econômica de produção ou comercialização de bens ou de prestação de serviços, dispondo sobre:

I - sua função social e formas de fiscalização pelo Estado e pela sociedade;

II - a sujeição ao regime jurídico próprio das empresas privadas, inclusive quanto aos direitos e obrigações civis, comerciais, trabalhistas e tributários;

III - licitação e contratação de obras, serviços, compras e alienações, observados os princípios da administração pública;

IV - a constituição e o funcionamento dos conselhos de administração e fiscal, com a participação de acionistas minoritários;

V - os mandatos, a avaliação de desempenho e a responsabilidade dos administradores.

A Lei das Estatais, portanto, nasce de uma preocupação preliminar (antes das preocupações atuais, relacionadas ao combate da corrupção) do Constituinte de evitar a intervenção estatal sem critérios claros e que pudesse gerar um desequilíbrio no mercado privado, justamente quando a ordem política predominante era a reforma administrativa do Estado e sua participação mínima. Era o momento de uma onda de *aparentes privatizações*, buscando-se, ao máximo a redução da intervenção estatal na exploração econômica.

Foi com esse viés, portanto, que se pretendia inicialmente regulamentar o Estado-executor de atividades típicas da iniciativa privada.

Por isso se afirmou acima que houve uma *aparente onda de privatizações*, pois na verdade o que aconteceu foi outra forma de intervenção do Estado na economia, via participação das empresas estatais na estratégia das empresas privadas, seja por intermédio de participações societárias, seja por intermédio de financiamentos diretos (operações de crédito) ou indiretos (na aquisição de debêntures emitidas pelas empresas privadas).

Costa (2012), analisando as conclusões de Lazzarine (2010), após realização de estudo com uma extensa base de dados sobre o perfil societário das principais empresas brasileiras, concluiu que *a onda de privatizações e a maior inserção global, que foram consequência da era da hegemonia do neoliberalismo no Brasil, nos anos 90, resultaram em um paradoxo. Ao contrário*

do que seus ideólogos diziam almejar, publicamente, *o resultado prático foi reforçar a influência do governo e de grupos domésticos na economia, denominado essa estrutura como Capitalismo de Laços.*

No estudo, Lazzarine (2010) estabelece um índice para acompanhar o grau de aglomeração da economia entre 1996 e 2009. O índice cresceu três vezes no período, demonstrando que *as redes de conexões entre* proprietários foram reforçadas. *Boa parte delas com o apoio do governo.* O Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), por exemplo, que detinha participação direta ou indireta em 30 grandes empresas na década de 1990, triplicou esse número até 2009.

Ainda segundo Lazzarini (2010), não é negativa a criação dos laços na economia, porém, *deve-se melhorar os laços com base em condutas mais transparentes.* Dá como exemplo o mesmo caso do BNDES, que é um banco de equipe com grande qualidade técnica, que preza em fazer empréstimos para empresas com capacidade de pagamento. Mas ele entende que falta explicar o custo do que está sendo investido. Se aportou R\$ 18 bilhões no setor frigorífico, o que a sociedade ganha com isso? *O que significa alocar dinheiro nesse setor versus outras áreas que possam ser mais interessantes ou meritórias, como saúde, infraestrutura, penitenciárias?* Esse cálculo não é feito: o custo de oportunidade, ou seja, quanto a sociedade brasileira ganha ou perde em colocar dinheiro nesse ou naquele setor.

Como se percebe, a intervenção do Estado na economia acabou se fazendo mais presente e o papel das empresas estatais, sem sombra de dúvidas, foi e continua sendo fundamental para que as políticas públicas fossem implementadas com êxito e as atividades privadas pudessem pavimentar mais tranquilamente um caminho antes árido.

Mazzucato (2014) deixa claro que, diferentemente do que se prega o senso comum, o investimento privado costuma relutar na hora de apostar em tecnologias ou empreendimentos novos e arriscados e pesquisas científicas sem retorno de curto prazo, cabendo ao Estado, direta ou indiretamente, via empresas estatais, esse papel.

Contudo, ao lado desse cenário de pujança proporcionado na economia pela atuação do estado com o particular, em certa medida os *laços* criados também trouxeram ao cenário uma série de consequências que impactaram o país no campo político, econômico e social. E aqui surge a outra motivação da regulamentação do dispositivo constitucional (artigo 173, parágrafo 1º): o combate à corrupção.

Em março de 2014 nasce a Operação Lava Jato que acaba por descortinar o lado negro desses *laços* estabelecidos na economia e na política brasileira, sobretudo entre as empresas estatais, seus dirigentes e as principais empresas privadas do país.

Logo, transcorridos dezoito anos após a publicação da Emenda Constitucional nº 19, os anseios do Constituinte e da sociedade já eram outros. Não se resumiam apenas em virtude da mudança da estratégia do Estado de se fazer mais ou menos presente na economia do país, mas principalmente para frear as várias práticas irregulares que se instalara no âmbito das empresas estatais como, por exemplo, a nomeação de apadrinhados políticos na alta administração em detrimento de escolhas técnicas que poderiam melhorar a *performance* das instituições, reduzindo os *laços* identificados por Lazzarini.

Tais fatos evidenciam o quanto a falta de governança e da aplicação das boas práticas contribuíram para esse cenário devastador que se instalou nas empresas estatais, pois não haviam mecanismos de controle e de transparência aptos a, no mínimo, corrigir os rumos dos investimentos realizados. Silva (2016) nos ensina que a governança é um conjunto de práticas que têm por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia, protegendo investidores, empregados e credores, auxiliando dessa forma o acesso aos investimentos. A Lei das Estatais nasce com esse intuito.

A Lei das Estatais também se ocupa em preservar a autonomia administrativa dessas empresas, em linha com o seu regime jurídico de direito privado. A governança exigida tende a perfectibilizar essa estrutura híbrida trazida às empresas estatais que atuam na atividade econômica.

Barroso (2016) lembra bem que o regime público a que sujeitam as empresas estatais, a exemplo das SEM, com controles e restrições inerentes a quaisquer entidades da Administração Pública indireta, não pode encobrir o regime privado e embaraçar a necessidade de uma atuação eficiente e atenta à lógica da concorrência. Ao contrário, é preciso adotar estratégias e mecanismos capazes de ajustar as estatais a esse regime jurídico híbrido e atípico, e adaptá-las ao novo contexto econômico e político, tais como a possibilidade de constituírem grupos econômicos, terem participação minoritária em empresas privadas, sujeitarem-se ao antitruste, à arbitragem e à regulação independente, mitigarem o poder de controle absoluto estatal para dar maior segurança jurídica aos seus sócios privados e atuarem em parceria com empresas privadas.

Tais práticas alinham-se com os princípios traçados pela Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), que em 2005 publicou as Diretrizes sobre Governança Corporativa para Empresas de Controle Estatal, consubstanciadas nas seguintes premissas: I) Assegurar uma Estrutura Reguladora e Legal Efetiva para Empresas de Propriedade Estatal; II) O Estado na Qualidade de Proprietário; III) Tratamento Equitativo de Acionistas; IV) Relações com as Partes Interessadas (*stakeholders*); V) Transparência e Divulgação; VI) As Responsabilidades dos Conselhos das Empresas de Propriedade do Estado.

Logo, a Lei das Estatais, como se verificará no próximo tópico, não apenas trouxe regras mais rigorosas de governança, em linha com posicionamentos internacionais, mas igualmente se preocupou em reafirmar a autonomia administrativa dessas empresas, evitando que o Estado as prejudiquem, considerando que atuam na atividade econômica em igualdade de condições com os *players* privados e a busca por resultados eficientes deve ser tão protegida quanto a sua governança.

### **2.3 Governança Corporativa à luz da Lei das Estatais**

Para Fontes Filho (2009) a denominação governança corporativa representa a *tradução literal do termo em inglês corporate governance, usado para se referir aos arranjos institucionais que regulam as relações entre*

*acionistas (ou outros grupos) e a administração das empresas.* Nesse diapasão, sempre que um investidor, proprietário ou financiador procura influenciar a atuação das empresas nas quais tem participação, o que faz é orientar as políticas de governança corporativa da companhia, assegurando que os executivos (agentes) busquem aquilo que dela aguardam os acionistas.

Governança corporativa, como visto anteriormente, trata do governo estratégico da empresa, da articulação e da distribuição do poder entre as partes com direito de propriedade e os responsáveis pela gestão. Não se restringe aos aspectos de constatação dos procedimentos contábeis, a auditoria ou a remuneração dos gestores, mas aborda o efetivo exercício da propriedade ou, nas palavras de Wald (2002) *é a criação do estado de direito dentro da sociedade anônima.*

Tomazette (2017) leciona que, para atingir sua finalidade, a governança corporativa deve se pautar em quatro linhas mestras: a transparência, a integridade, a prestação de contas e a responsabilidade corporativa. Pela transparência, ensina Tomazette (2017), *devem ser prestadas todas as informações necessárias a manter os acionistas e investidores potenciais completamente informados acerca da efetiva situação da companhia.* Pela integridade, equidade ou lealdade, deve haver um respeito aos interesses dos minoritários e um efetivo cumprimento da lei, tornando a sociedade mais confiável.

Pela prestação de contas, Tomazette (2017) *reforça a melhoria do controle dos administradores, evitando abusos e assegurando um melhor desempenho, reduzindo o conflito de agência.* E pela responsabilidade corporativa, assegura o autor, é a forma de ser exigir práticas que permitam um desenvolvimento sustentável e perene, com observância a preocupações ambientais e sociais.

E mais: nas corporações, a governança corporativa direciona a questão que envolvem as relações entre controladores, investidores minoritários, administradores, mercado de capitais e investidores em geral, bem como entre os mais diversos grupos influenciados pela ação da empresa (*stakeholders*), tais como empregados, clientes, fornecedores, órgãos reguladores e sociedade.

Muito embora essas premissas estejam consolidadas no meio empresarial, a realidade em grande parte das empresas estatais era bem diferente. Diante das denúncias envolvendo as empresas estatais, potencializadas com a Operação Lava Jato, que evidenciou a falta de mecanismos mínimos de governança na gestão dessas empresas, em agosto de 2015 se inicia a tramitação, em caráter de urgência, do Projeto de Lei do Senado (PLS) nº 555, de relatoria do Senador Tasso Jereissati, que daria origem à Lei nº 13.303/2016. O referido PLS recebeu mais de 100 emendas e foi debatida intensamente entre os congressistas<sup>10</sup> e com vários representantes da sociedade, inclusive com gestores das empresas estatais.

Nasce, portanto, em junho de 2016, ou seja, dez meses após o início dos debates no Senado Federal, o tão desejado Estatuto Jurídico das Estatais, muito mais pelas circunstâncias políticas do que econômicas.

A *mens legis* é indubitavelmente a criação de parâmetros éticos e de integridade e, inclusive, de transparência, que pudessem melhorar principalmente a governança das empresas estatais que exercem atividade econômica.

Em resumo, o que estava por trás de todas as discussões era: i - influência significativa do Estado na atuação das estatais (ou em outras palavras, busca por dividendos políticos); ii - pouco foco do Estado na eficiência das estatais; iii - denúncias de corrupção; iv - necessidade de mais autonomia das empresas estatais em relação ao acionista controlador; v - busca por maior independência e desvinculação político-partidária dos membros dos órgãos estatutários; e, ainda, vi - busca por maior proteção dos acionistas, mediante a aplicação das melhores práticas de governança corporativa.

Em resposta a essas vicissitudes, a Lei das Estatais trouxe exigências relacionadas às melhores práticas de governança corporativa, não encontrada em muitas das Estatais, como (i) regras de estruturas e práticas de gestão de risco e controles internos, abrangendo a necessidade de áreas de *compliance* e

---

<sup>10</sup> Na Câmara dos Deputados o PLS 555 passou a ser debatido como PL 4918.

de auditoria; (ii) a necessidade de elaboração de Código de Conduta e de Integridade, além de políticas como as de transações com partes relacionadas; (iii) a criação de comitê estatutário de elegibilidade; (iv) a responsabilidade do acionista controlador; e (v) a exigência de observância dos requisitos e vedações na escolha dos administradores e dos membros do comitê de auditoria e do conselho fiscal.

Diante desse escopo, deve-se ter em mente que por trás dessas medidas pragmáticas, muito bem delineadas na Lei das Estatais, está um valor ou princípio maior que a mera busca pela eficiência econômica das companhias e o combate à corrupção: o resgate das condutas éticas, transparentes e íntegras.

Ética para nossa sociedade está diretamente ligada ao comportamento pessoal e institucional. A ética pode estar codificada como instrumento típico de um sistema de integridade valorativa, dando enfoque a valores gerais ao invés de regras específicas, colocando mais ênfase na autodeterminação das pessoas em relação às suas escolhas morais.

Difere de um código de conduta, cujo sistema de integridade é normativo, detalhando comportamentos esperados e vedados, bem como procedimentos de punição caso seja descumprido.

E por que essa distinção é relevante? Percebe-se que a Lei das Estatais faz expressa menção em seu artigo 9º quanto à exigência de se elaborar e divulgar um Código de Conduta e Integridade que discorra sobre princípios, valores e missão da empresa estatal, sobretudo em relação às orientações sobre conflito de interesses e vedação de atos de corrupção e fraude (inciso I, do parágrafo 1º).

Portanto, o primeiro sinal de que a exigência da ética como fio condutor das atividades das empresas estatais se faz presente está na mensagem contida no artigo 9º quando exige das estatais não só regras de estruturas e práticas de gestão de riscos e controle interno, mas a elaboração de um Código de Conduta e Integridade.

Uma observação aqui é necessária: por força da construção do texto legal, ainda na tramitação do PLS 555, o inciso I do parágrafo 1º, do então artigo 8º (atual artigo 9º), não trazia a exigência da orientação sobre prevenção de conflitos de interesse e vedação de atos de corrupção e fraude.

Claro que era possível extrair essas premissas, mas o contexto histórico exigia um recado claro do legislador visando coibir as práticas espúrias que vinham sendo apuradas e reveladas à medida que as investigações da Lava Jato avançavam. Era claro o sangramento de algumas empresas estatais com prejuízos ao erário público na casa dos bilhões.

Nessa linha, além de o Código de Conduta e Integridade, mencionado na Lei das Estatais, necessitar trazer princípios, missão e valores, foi inserido ainda a exigência no sentido de que tal Código contivesse orientações sobre prevenção de interesses conflitantes e a vedação de atos de corrupção e fraude.

A Emenda Modificativa do PLS 555 (Emenda 37), de autoria do Senador Roberto Rocha, foi acolhida parcialmente neste ponto pelo Parecer nº 1.188 de 2015, inserindo a atual redação.

E ao que parece a alteração buscou se alinhar com outros dois diplomas legais de suma importância em nosso país: a Lei nº 12.813 e a Lei nº 12.846, ambas de 2013, as quais tratam respectivamente do conflito de interesse e das práticas anticorrupção.

Nesse diapasão, faz sentido a escolha do legislador quanto à nomenclatura do Código exigido nesse dispositivo. Se observarmos, a integridade é um elemento avaliado pela Lei da Empresa Limpa (ou Anticorrupção), mais ainda em seu decreto regulamentador (Decreto nº 8.420, de 2015), justificando o porquê de estarem expressas na Lei das Estatais práticas anticonflito de interesse e anticorrupção.

A expressão “ética” como princípio desse dispositivo e obviamente de toda a Lei das Estatais aparece uma única vez, mas apenas para confirmar que o Código de Conduta e Integridade é um exemplo de norma que traduz aquele valor.

É o que encontramos no inciso III do mesmo parágrafo 1º, quando trata da necessidade da existência de um canal de denúncias para assegurar o cumprimento do Código, *in verbis*: *canal de denúncias que possibilite o recebimento de denúncias internas e externas relativas ao descumprimento do Código de Conduta e Integridade e das **demais normas internas de ética e obrigacionais***.

Muitas outras regras da Lei das Estatais se alinham com o princípio da ética, ainda quando não vinculadas diretamente a essa expressão.

Ética também se materializa mediante a conduta íntegra e transparente. Por essa razão o artigo 6º deixa claro que desde o nascedouro da estatal, via estatuto, deve-se observar regras de governança corporativa, de transparência e de estruturas, práticas de gestão de riscos e de controle interno, composição da administração e, havendo acionistas, mecanismos para sua proteção, citando vários exemplos de transparência na sequência, a exemplo do contido no artigo 8º.

É o caso, também, da necessidade de criação no âmbito das estatais de um comitê de elegibilidade com a responsabilidade de opinar, auxiliando os acionistas na indicação de administradores e Conselheiros Fiscais, e verificar a conformidade do processo de avaliação dos administradores e dos Conselheiros Fiscais (artigo 10).

Muito embora se trate de comitê meramente opinativo, o parágrafo único do artigo 10 traz um mecanismo que, no mínimo, constringe as indicações políticas que não atendam a Lei, qual seja, a publicação das atas de reuniões do comitê de indicação.

Ou seja, em havendo alguma objeção, diga-se de passagem, objeção de natureza técnica, do nome analisado pelo referido comitê de elegibilidade, tal objeção será publicada e ficará nítida a nomeação contrária à lei e ensejando motivos para anulação na esfera judicial (ou até mesmo administrativa, via Comissão de Valores Mobiliários - CVM, nas hipóteses de companhias abertas).

Esse dispositivo (artigo 10), associado aos artigos 17 e 26, que trazem os requisitos e vedações (de aplicação imediata) a serem observados nas indicações dos administradores e conselheiros fiscais, já tem se demonstrado na prática um verdadeiro escudo às indicações políticas nas estatais, afetando até mesmo as indicações das próprias empresas estatais em suas participações minoritárias em empresas privadas, quando detêm a prerrogativa de indicação de administradores e conselheiros fiscais.

Tal reflexo advém de recente posicionamento da Comissão de Valores Mobiliários<sup>11</sup> na avaliação de indicado, pela estatal CEMIG, ao Conselho de Administração da Companhia Light S.A.

O então candidato havia participado do comitê de campanha eleitoral à presidência da república da ex-presidente Dilma Rouseff. Minoritários solicitaram à CVM a suspensão da assembleia geral na qual haveria a eleição do conselheiro indicado.

Acolhendo o pleito dos acionistas minoritários (Tempo Capital Victor Adler), a CVM suspendeu o conclave. Mais tarde, o Colegiado da CVM deliberou, por unanimidade, declarar a ilegalidade da proposta formulada pela administração da empresa, com relação à indicação ao Conselho de Administração da Light S.A., de uma pessoa que havia atuado na realização da campanha eleitoral, em afronta ao parágrafo 2º do artigo 17 da Lei das Estatais. Transcreve-se, abaixo, parte do voto do Diretor da Autarquia que retrata fielmente a discussão aqui declinada:

23. Nesse contexto, independentemente de a Light estar ou não submetida ao regime da Lei 13.303/16, a CEMIG, em sua atuação na investida, deve observar as regras de governança e demais normas a que ela própria está submetida por ser uma sociedade de economia mista.

24. Observe-se que, conforme previsto no inciso I do §7º do art. 1º da Lei 13.303/16, a sociedade de economia mista, mesmo sem deter o controle na investida, deve “adotar, no dever de fiscalizar, práticas de governança e controle”. A respeito dos objetivos do referido dispositivo, cabe transcrever parte da posição adotada por Rafael Wallbach Schwind: “Sob um certo ângulo, o §7º do art. 1º da Lei 13.303/2016 tem a missão de orientar as empresas estatais nos casos em que elas não têm poder de controle absoluto no âmbito de uma sociedade.

Nessa situação, elas têm de se valer de instrumentos societários para que possam bem desempenhar o seu papel na qualidade de sócias de

---

<sup>11</sup> PROCESSO ADMINISTRATIVO CVM Nº 19957.008923/2016-12.

empresas privadas que não integram a Administração Pública. [...] Os instrumentos previstos no §7º do art. 1º da Lei 13.303/2016 procuram munir as empresas estatais de instrumentos concretos para que se proporcione maior governança e transparência não apenas nas decisões iniciais de integração a um empreendimento, mas também ao longo de toda a relação entre a empresa estatal e seus sócios privados”.

25. Assim, como a acionista estatal não controladora deve observar “práticas de governança” ao fiscalizar as sociedades em que possui investimento, não faria realmente sentido que ela própria, ao indicar um profissional para o Conselho de Administração da sociedade investida, desconsiderasse a regra de governança prevista no art. 17, §2º, II, da Lei 13.303/16, que proíbe a indicação de pessoas que participaram da organização de campanhas eleitorais nos últimos 36 meses. (...)

O debate demonstra uma novidade que vai muito além da mera aplicação da Lei, mas alcança o verdadeiro espírito trazido pelo legislador e pelos anseios da sociedade brasileira: transparência, ética e integridade.

Sim, a extensão dos princípios da Lei às indicações, inclusive para empresas privadas quando do exercício de prerrogativas de indicação por parte de acionistas estatais, demonstra a relevância do tema.

eticamente falando, se a indicação não pode ser feita à empresa estatal, com a mesma razão a empresa estatal deveria entender que não poderia fugir desse princípio quando de suas indicações em conselhos de outras companhias, ainda que de natureza privada. É sem sombra de dúvidas uma forma de mudança de hábitos que fragiliza a construção do mencionado “Capitalismo de Laços” estudados por Lazzarini (2010).

Com base nesse raciocínio é razoável a interpretação trazida pela CVM. Mas desse debate surge outra indagação: seria a CVM competente para supervisionar a aplicação da Lei das Estatais pelas companhias de capital aberto?

Loria e Kalansky (2018) afirmam que a essa indagação não é trivial, uma vez que a Lei 13.303/2016 não estabelece a competência da Comissão de Valores Mobiliários para fiscalizar a sua aplicação e também pelo fato de poder se argumentar que as regras da Lei das Estatais não objetivam regular o mercado de capitais.

Fazendo uma leitura minuciosa da Lei das Estatais percebe-se, entretanto, que diversas matérias são de ordem societária, como, por exemplo, as vedações estabelecidas no artigo 17, parágrafo 2º, para ocupação de cargos de diretoria e conselho de administração, mitigando indicações político-partidárias, bem como o artigo 10, que exigiu a criação de comitê estatutário para verificar a conformidade de processo de indicação e avaliação dos administradores.

Considerando sua competência para regular as companhias abertas, a CVM é sim competente para também fiscalizar o cumprimento das normas societárias previstas na Lei das Estatais, sobretudo se consideramos o quanto contido no artigo 147, parágrafo 1º, da Lei nº 6.404/1976, que estabelece “são inelegíveis para os cargos de administração da companhia pessoas impedidas por lei especial”. Certamente, essa fiscalização terá o condão de proteger os investidores para a correta aplicação dos princípios inseridos na Lei das Estatais, permitindo o alcance do objetivo de sua edição.

Logo a CVM deve interpretar a Lei das Estatais buscando o objetivo de sua promulgação, de forma a reduzir a influência política sobre as estatais, principalmente por meio de requisitos de elegibilidade para a designação de seus dirigentes. Deve-se perseguir a finalidade da Lei das Estatais, utilizando-se, para tanto, da interpretação finalística e sistemática.

Guimarães (2011), analisando a potencialidade do conflito de interesse nas sociedades de economia mista (SEM), aponta que o uso politiquero das SEM é fonte permanente de conflito entre os acionistas público e privado. Lembra que a descontinuidade na administração das empresas, o clientelismo e o corporativismo são medidas que interferem diretamente na gestão administrativa, configurando desvio de sua finalidade e até certo abuso de poder, ferindo a autonomia administrativa das companhias.

Neste sentido, caminhou muito bem a CVM ao se intitular competente para avaliar e fiscalizar o cumprimento da Lei das Estatais, bem como por priorizar no Processo CVM Nº 19957.008923/2016-12 (caso Light) uma interpretação que

atenda aos objetivos da Lei<sup>12</sup>, pois, somente dessa forma, os investidores poderão confiar que a gestão e a governança de economia mista estão em processo de aprimoramento em nosso país.

Outro ponto que merece destaque na Lei das Estatais, são mecanismos que freiam a atuação do acionista controlador em desconformidade com as boas práticas de governança, a exemplo da exigência constante do artigo 14, no sentido de fazer constar do Código de Conduta e Integridade da Alta Administração a vedação ao Acionista Controlador de divulgar informações que possam causar impacto na cotação das ações das estatais e em suas relações com o mercado ou com consumidores e fornecedores.

E mais, deve o acionista controlador preservar a independência do Conselho de Administração no exercício de suas funções e observar a política de indicação na escolha dos administradores e membros do Conselho Fiscal, tudo isso sob pena de, uma vez não observado, caracterizar abuso de poder do acionista controlador e com a possibilidade inovadora de a estatal acioná-lo, visando obter a reparação de eventuais danos decorrentes desse abuso de poder.

Apesar de recente, a Lei das Estatais já vem promovendo ajustes de ordem prática nas empresas, modificando a composição dos órgãos de administração e dos conselhos fiscais, pois as regras de ingresso e as vedações

---

<sup>12</sup>O segundo caso, bem recente (julgado em 05 de janeiro de 2018 – Processo CVM Nº 19957.011269/2017-05 – Caso Copel), tratava da eleição em Assembleia Geral Extraordinária de membros de Comitê Estatutário responsável por verificar a conformidade do processo de indicação e de avaliação de membros para o Conselho de Administração e para o Conselho Fiscal (Comitê de Indicação e Avaliação). Ao verificar a proposta da administração, percebeu-se que os candidatos indicados pelo acionista controlador ao Comitê de Indicação e Avaliação se enquadravam nas vedações para ocupar os cargos de administradores de empresas estatais, por força do artigo 17, §2 da Lei das Estatais. E a CVM acabou adotando por analogia as vedações do art. 17, aplicáveis aos administradores, também aos membros indicados para compor comitês de assessoramento. O tema foi objeto de matéria em 14.5.2018: *Empresas tentam contornar Lei das Estatais com indicações políticas, e CVM reage*. In: <https://epocanegocios.globo.com/Mercado/noticia/2018/05/empresas-tentam-contornar-lei-das-estatais-com-indicacoes-politicas-e-cvm-reage.html>

expressamente declaradas passaram a ser interpretadas como de aplicação imediata, nos mesmos moldes da interpretação dada pela CVM.

Observando esse parâmetro, tanto os órgãos supervisores como as entidades do mercado passaram a avaliar as estatais com base nos pilares de transparência, conformidade, gestão e administração.

Em relação aos órgãos supervisores, na esfera federal, a Secretaria de Coordenação e Governança das Empresas Estatais (SEST), vinculada ao Ministério do Planejamento, Desenvolvimento e Gestão, criou o Índice de Governança da Sest (IG-SEST<sup>13</sup>), pelo qual as empresas estatais foram classificadas conforme seu nível de conformidade com a Lei n.º 13.303/2016, da mesma forma como a B3 – Brasil, Bolsa, Balcão o faz em relação à excelência de algumas empresas listadas no Novo Mercado<sup>14</sup>.

A finalidade do Indicador é avaliar o cumprimento dos requisitos exigidos pela Lei n.º 13.303/2016, regulamentada pelo Decreto n.º 8.945/2016, e as diretrizes estabelecidas nas Resoluções da CGPAR (Comissão Interministerial de Governança Corporativa e de Administração de Participações Societárias da União - Decreto n.º 6.021/2007).

---

<sup>13</sup> <http://www.planejamento.gov.br/igsest>

<sup>14</sup> Lançado no ano 2000, o Novo Mercado estabeleceu desde sua criação um padrão de governança corporativa altamente diferenciado. A partir da primeira listagem, em 2002, ele se tornou o padrão de transparência e governança exigido pelos investidores para as novas aberturas de capital, sendo recomendado para empresas que pretendam realizar ofertas grandes e direcionadas a qualquer tipo de investidor (investidores institucionais, pessoas físicas, estrangeiros etc.). Na última década, o Novo Mercado firmou-se como um segmento destinado à negociação de ações de empresas que adotam, voluntariamente, práticas de governança corporativa adicionais às que são exigidas pela legislação brasileira. A listagem nesse segmento especial implica a adoção de um conjunto de regras societárias que ampliam os direitos dos acionistas, além da divulgação de políticas e existência de estruturas de fiscalização e controle. O Novo Mercado conduz as empresas ao mais elevado padrão de governança corporativa. As empresas listadas nesse segmento podem emitir apenas ações com direito de voto, as chamadas ações ordinárias (ON). Desde a sua criação, o Novo Mercado passou por revisões em 2006 e 2011. Recentemente, após extenso trabalho conjunto entre B3, participantes do mercado e companhias listadas, a nova versão do Regulamento do Novo Mercado foi aprovada em audiência restrita pelas companhias listadas em junho de 2017 e pelo Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários em setembro de 2017. O novo regulamento entrará em vigor em 02/01/2018. [http://www.bmfbovespa.com.br/pt\\_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/novo-mercado/](http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/novo-mercado/)

Os ciclos de acompanhamento serão trimestrais e o IG-SEST é apurado em três dimensões: I. Gestão, Controle e Auditoria; II. Transparência das Informações; e III. Conselhos, Comitês e Diretoria. Cada Dimensão é composta por Blocos que, por sua vez, contêm Itens de Avaliação.

Além disso, todos os grupamentos receberam “pesos” segundo o seu grau de relevância, acuidade e complexidade de execução, além de segmentação por setor de atuação e por porte das empresas. Assim, as empresas estatais federais foram classificadas em quatro níveis de governança, conforme o índice obtido<sup>15</sup>.

Além dos mecanismos legais, o próprio mercado no qual as ações dessas empresas são negociadas exerce um rigoroso controle das atividades tanto das empresas estatais de capital aberto quanto de seus administradores. Nesse diapasão, percebe-se como a Lei das Estatais foi importante, pois muitos de seus dispositivos foram recentemente replicados pela B3 – Brasil, Bolsa, Balcão S.A. (antiga BM&F Bovespa) no denominado Programa Destaque em Governança de Estatais (PDGE).

O PDGE, em sintonia com a atuação do órgão na promoção da boa gestão de empresas de capital aberto em geral (o Novo Mercado, por exemplo) e com a Lei das Estatais, orienta empresas estatais a estruturar e executar um plano de governança. As quatro linhas de ação da iniciativa são:

- a) Transparência, envolve a divulgação dos regimentos internos, a elaboração de Carta Anual de governança corporativa e de Relatório Integrado da empresa;
- b) Controles Internos, exige a edição de Código de Conduta/Integridade dentro da empresa contendo a missão e a visão da organização, a instalação de comitê de Compliance, a definição clara das funções e alçadas de decisão na diretoria, entre outras medidas;
- c) Composição da Administração, obriga a empresa a definir requisitos mínimos para contratação de administradores, evitando indicações políticas, veda a acumulação de cargos na empresa e define métodos de treinamento e avaliação dos tomadores de decisão; e
- d) Compromisso do Controlador Público, exige a tomada de compromisso por escrito do Controlador Público nomeado no sentido de seguir fielmente as regras estabelecidas.

---

<sup>15</sup>Classificação das empresas federais in <http://www.planejamento.gov.br/igsest>.

Em que pese os relevantes avanços trazidos pela Lei das Estatais, a busca por respostas céleres à sociedade no momento da tramitação do PLS 555 acabou por fazer com que a Lei das Estatais saísse com aparentes lacunas e que podem ser supridas na medida que sua aplicação revele as necessidades pontuais.

Enfim, há muito ainda a ser interpretado da Lei das Estatais no tocante a seus efeitos. Mesmo o decreto regulamentador na esfera federal (Decreto nº 8.945, de 2016) não conseguiu prever todas as situações que somente o tempo e o uso podem trazer à lume.

De toda sorte, apesar das imperfeições, a Lei das Estatais é um enorme avanço para garantir as boas práticas de governança em empresas que possuem um relevante papel na economia nacional.

Na interpretação dos dispositivos não se pode olvidar a relevância da interpretação histórica e teleológica desse importante diploma legal, que associados a outros marcos legais de grande importância, como a Lei do Acesso à Informação, a Lei do Conflito de Interesse e a Lei da Empresa Limpa (ou Lei Anticorrupção), preservam o valor da ética e da integridade e impedem que empresas estatais de grande valor sejam objeto de práticas espúrias e não alcancem sua função social, voltada em grande parte ao interesse coletivo.

Essa mudança positiva no paradigma legislativo dá o norte às SEM nesse momento de incerteza política e econômica brasileira. Diante desse contexto, é extremamente positivo o fato de que as diretrizes e dispositivos legais estão em perfeita harmonia com programas de incentivo à governança corporativa em SEM promovidos pela B3, pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) e também pela Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE).

Fontes Filho e Picolin (2008) relembram que a OCDE, desde de 2005, traçou diretrizes para governança corporativa de empresas estatais, estruturadas em seis áreas: (i) assegurar arcabouço regulatório e legal efetivo; (ii) o Estado atuando como proprietário; (iii) equidade no tratamento com

acionistas; (iv) relações com *stakeholder*; (v) transparência e *disclosure*; e (vi) responsabilidade dos conselhos.

É válido lembrar que a Lei 13.303/2016 não é o único mecanismo que impõe boas práticas, até mesmo porque a Lei das Sociedades Anônimas (Lei n.º 6.404/1976) já estabelecia (e estabelece) padrões mínimos de governança aptos a blindar muitas das ações que podem prejudicar o patrimônio das empresas de capital aberto e de seus investidores.

Sobrinho (2017), analisando a temática, destaca positivamente a *obrigatoriedade trazida pela nova legislação de inclusão, nos estatutos desses entes jurídicos, de regras de governança corporativa, de transparência, de gestão de risco, de controle interno, além de requisitos para a composição e escolha dos integrantes da administração – diretoria e conselhos de administração, principalmente.*

Dessas disposições decorre a obrigatoriedade de que tais empresas tenham códigos de conduta com treinamento periódico de todos os empregados e dirigentes, normas para prevenir conflito de interesses, canal de denúncias com proteção do denunciante contra retaliações, enfim, tudo aquilo que é hoje recomendado internacionalmente e que vem sendo crescentemente adotado pelas empresas, inclusive as do setor privado.

Ou seja, em que pese o rigoroso controle exercido por órgãos e entidades de regulação, a exemplo da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), a Lei das Estatais ganhou relevo entre aqueles que atuam no mercado de ações, reforçando que o papel da boa governança nesse segmento pode trazer resultados positivos para os investidores.

Todos esses movimentos visam reduzir os impactos que a influência política trazia (e, infelizmente, ainda traz) à gestão das empresas estatais. Diz-se que ainda traz porque há espaço para melhoria na governança das estatais, a exemplo da necessidade de se criar regras que imponham decisões colegiadas dentro dos órgãos executivos dessas empresas.

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC, 2004) consegue nos demonstrar a relevância do papel da governança nas empresas quando a define como *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, como visto anteriormente, princípios em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e melhorar o valor da organização, facilitando seu acesso a recursos e contribuindo para sua longevidade.

O IBGC, uma das maiores referências no Brasil sobre o desenvolvimento das melhores práticas em gestão empresarial, desenvolveu um caderno de Boas Práticas de Governança Corporativa para Sociedades de Economia Mista. No documento, aborda *as dificuldades na administração de uma empresa que tem o Estado como controlador, inclusive em decorrência da possibilidade de conflito entre os interesses públicos e a necessidade de desempenho econômico das companhias*. Piorando o problema, o Estado é o regulador do mercado em que ele mesmo atua através da empresa, o que demanda a segregação definitiva das funções de propriedade e as demais funções do ente público, evitando distorções de mercado que afetem a livre concorrência com os demais agentes.

Com o objetivo de solucionar esses impasses, o IBGC sugere *melhorias nos critérios de seleção dos administradores e na formação do Conselho de Administração das Sociedades de Economia Mista, que são responsáveis por zelar pela sustentabilidade financeira e também pela consecução do interesse público da companhia*. O Conselho Fiscal das SEM, de instalação obrigatória e funcionamento permanente (Lei nº 6.404/76, artigo 240), *deve assegurar que os gestores atendam aos objetivos definidos no estatuto social; por isso, seus membros devem ter independência completa para não só fiscalizar as demonstrações financeiras, mas agir de forma colaborativa com a gestão da companhia*.

O IBGC orienta, ainda, *que o tratamento aos shareholders da empresa deve ser igualitário, com relato simultâneo dos dados relevantes a todos os sócios e simetria de informações*. Para isso, é importante que os agentes de

governança (sócios, diretores, conselheiros fiscais e de administração) identifiquem de imediato seus conflitos de interesse quando tiverem o poder de tomar decisões motivados por interesses particulares que não condizem com os da empresa. Isso quer dizer que o interesse dos agentes de governança jamais pode se sobrepor ao dos acionistas e, ainda mais importante nas SEM, à consecução do objeto social.

Por fim, o manual determina a *incorporação de controles internos de conformidade mediante a criação de Código de Conduta e de Comitê de Compliance, garantindo que toda a organização esteja em conformidade com a lei e com as políticas internas a que está submetida*. E, para a avaliação das práticas mencionadas, é essencial que as SEM promovam ao máximo a *transparência e divulgação de informações, especialmente por meio da internet*. O IBGC recomenda diversos itens, entre eles: estatutos e objetivos da empresa, a estrutura de controle acionário, a política salarial e de benefícios, o plano de previdência e modelo de financiamento, descrição e justificativas para os gastos da empresa em publicidade etc.

Além dessas orientações em âmbito nacional, vale relembrar as diretrizes da OCDE, organização intergovernamental, com sede em Paris, de políticas para melhorar a economia e o bem-estar social no mundo, pelas quais buscou agrupar as melhores práticas internacionais de governança corporativa e aplicá-las às estatais.

Assim como as Boas Práticas do IBGC, o manual começa definindo os *papéis do Estado como proprietário de empresas, reforçando que também é responsabilidade do ente público o sucesso das suas companhias*. Por outro lado, é fundamental que as estatais *mantenham um nível justo de competição no mercado em que atuam em relação às empresas privadas*. Nesse sentido, a OCDE (2004) afirma que *todas as relações entre estatais e instituições financeiras devem ser baseadas exclusivamente em bases comerciais, e não por força de políticas e escolhas do governante, que incentivam algumas empresas em detrimento de outras*.

O guia aborda, ainda, *a responsabilidade dos stakeholders em suas relações com o Estado. Isso inclui a responsabilidade das estatais de criarem e implementarem controles internos para prevenir fraudes e corrupções, indo além das exigências das leis federais de cada país e procurando espelhar um padrão de ética aplicável a nível internacional.* Além disso, as relações dos tomadores de decisão com o governo jamais podem permitir o uso das estatais como veículos para financiamento ou promoção de atividades políticas, o que proíbe as empresas públicas de realizar doações de campanha por princípio de governança.

Para Cardoso (2018) *é certamente um sinal positivo para o Brasil que vários itens recomendados pelos programas mencionados foram incorporados pela Lei das Estatais.* Há requisitos de transparência de gestão (artigo 8º), de governança corporativa (incs. III e VIII do artigo 8º), e estruturas de gestão de risco e controle interno (artigo 9º). Outros itens, apesar de não estarem incluídos em dispositivos específicos, são paralelos e auxiliares para a aplicação dos requisitos da Lei e estão muito bem delineados nos guias da B3, do IBGC e da OCDE.

Cardoso afirma ainda (2018) que *toda a economia nacional se beneficia com a melhoria da gestão das estatais, na medida em que é facilitado o acesso a mercados de crédito (porque controle de riscos reduz inadimplência), reduz-se o custo do capital em geral e, é claro, a performance das empresas públicas é melhorada.* Em relação à sociedade, *ocorre a melhoria na qualidade dos serviços públicos e das políticas públicas, melhora-se o uso dos recursos públicos disponíveis (especialmente a alocação de capital) e mitigam-se os riscos de corrupção.*

A nova lei abre as portas para o aprimoramento contínuo das sociedades de economia mista, tornando-as mais transparentes, éticas e, no fim, eficientes, gerando retorno não só para o estado, mas também para os acionistas minoritários e para a sociedade.

## **2.4 A Autonomia Administrativa das SEM**

Tão importante quanto a criação de regras mais rigorosas e claras para a governança das estatais está a previsão, na Lei das Estatais, quanto à necessidade de preservação da autonomia administrativa e preservação da gestão das empresas estatais.

*In verbis*, o artigo 89 da Lei das Estatais destaca que o exercício da supervisão por vinculação da empresa pública ou da sociedade de economia mista, pelo órgão a que se vincula, não pode ensejar a redução ou a supressão da autonomia conferida pela lei específica que autorizou a criação da entidade supervisionada ou da autonomia inerente a sua natureza, nem autoriza a ingerência do supervisor em sua administração e funcionamento, devendo a supervisão ser exercida nos limites da legislação aplicável.

Por sua vez, o artigo 90, preocupado com o excesso dos órgãos de controle, que muitas das vezes põe em risco o sigilo empresarial, estabelece que as ações e deliberações do órgão ou ente de controle não podem implicar interferência na gestão das empresas públicas e das sociedades de economia mista a ele submetidas nem ingerência no exercício de suas competências ou na definição de políticas públicas.

Isso porque o regime jurídico das SEM, voltando a restringir o foco de nosso estudo, é idêntico ao das empresas privadas, inclusive quanto aos direitos e obrigações civis, comerciais, trabalhistas e tributários, como prescreve a própria Constituição Federal, no mesmo artigo 173 que exigia o Estatuto Jurídico das Estatais.

Por óbvio que as SEM estão submetidas ao controle finalístico (ou supervisão ministerial), bem como ao controle externo e aos princípios que regem a administração pública (artigo 37 da Constituição Federal). Mas quais os limites desse controle ou supervisão, se considerarmos que essas empresas devem atuar em igualdade de condições com seus pares da iniciativa privada?

Pois bem. Na esfera federal, por exemplo, a supervisão ministerial decorre do Decreto-lei nº 200/1967, cuja prerrogativa atribuída aos Ministros de Estado

está em indicar membros para composição dos órgãos de administração da entidade.

Furtado (2010) lembra que a supervisão ministerial exercida pelos Ministros de Estado em relação às entidades da Administração Pública indireta, que não permite nem a revogação nem a anulação dos atos administrativos emanados destas entidades, corresponde ao poder de tutela. Neste caso, a supervisão ministerial mais se aproxima de modalidade especial de controle político, exercido por meio da possibilidade de designação e afastamento de dirigentes da entidade.

Borba (1997), por sua vez, demonstra que o poder público, como controlador, pode disciplinar, através de atos normativos, as suas relações com as administrações das sociedades sob seu controle. Ao assim proceder, estará o poder público agindo como qualquer empresário privado que detenha o controle de um conjunto de empresas e que, por isso mesmo, precisa manter um sistema de acompanhamento permanente e ordenado. Nessa linha de entendimento, estruturou-se a supervisão ministerial, ou, no que concerne ao estado, e municípios, a supervisão dos secretários e do próprio governador ou prefeito. As sociedades, inclusive, para efeitos dessa supervisão, são vinculadas a um determinado ministério ou secretaria. Trata-se, com efeito, da pura e simples ordenação dos procedimentos de controle.

Essa supervisão, continua Borba, insere-se no nível das relações internas de natureza administrativa e pode comportar normas muito particulares, desde que respeitados os princípios e regras consagrados na legislação das sociedades anônimas.

Voltando nossas atenções para as SEM, a atuação dos órgãos da Administração Pública direta (Ministros, por exemplo) deve observar a legislação societária, agindo o ente da Administração Direta, a União no caso particular das SEM Federais, como acionista controlador, seja de forma direta (via assembleia geral), seja de forma indireta, por meio de seus representantes nos quadros da administração da companhia, pois, age a União sempre com observância com

os deveres e responsabilidades descritas na lei das sociedades anônimas, reforçados pela Lei das Estatais (artigo 4º).

Essa premissa é tão relevante que o legislador não deixou margem à dúvida quanto aos deveres do acionista controlador, imputando claramente a sua responsabilidade pelos atos praticados com abuso do poder de controle. O artigo 15 da Lei das Estatais além de reforçar essa preocupação já insculpida na lei das Sociedades Anônimas, deixou claro não só a legitimidade da SEM para propor a ação de reparação, mas ainda ampliou o prazo prescricional da ação de reparação para seis anos.

Logo, soma-se às boas regras de governança corporativa, a proteção da autonomia financeira e administrativa das SEM da atuação do Estado acionista. Esse mecanismo é de relevante importância, pois impede que o controlador estatal aja com abuso de poder e fora dos limites da verdadeira intenção da supervisão ministerial, estipulada pelo Decreto-lei nº 200/1967. E, por via de consequência, mais um elemento de proteção aos investidores.

## **CAPÍTULO 3: A Governança nas Sociedades de Economia Mista listadas na Bolsa**

Para demonstrar uma perspectiva acerca da estrutura e características da governança das SEM listadas, o IBGC vem reunindo dados<sup>16</sup> sobre os padrões de governança corporativa a partir de diferentes aspectos, privilegiando, especialmente, o conselho de administração e temas relacionados a independência, conduta e conflito de interesses das Sociedades de Economia Mista (SEM).

Parte-se, portanto, dessa análise do IBGC, que realizou em uma amostra das 30 SEM listadas nos segmentos diferenciados de governança corporativa (Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2) e no segmento tradicional da B3 – Brasil, Bolsa Balcão, identificando as estruturas existentes de governança, para verificar o que de fato a Lei das Estatais contribuiu ou contribuirá para tornar simétrica a prática entre as empresas.

A avaliação se dará sobre as seguintes dimensões: (i) órgãos de Administração e Comitês de Assessoramento; (ii) Avaliação dos Administradores; (iii) Independência e Interferência Política; (iv) Processo de Indicação e Nomeação de Conselheiros e Diretores; (v) Prazo de Mandato; (vi) Gerenciamento de Riscos; (vii) Mecanismos de Conduta; e (viii) Transação com Partes Relacionadas.

### **3.1 – O Levantamento do IBGC sobre as SEM vis-à-vis a Lei das Estatais**

#### **3.1.1 Órgãos de Administração e Comitês de Assessoramento**

Órgão máximo do sistema de governança das empresas, o conselho é responsável pela tomada de decisão, pelo direcionamento estratégico e pela supervisão da gestão, sendo essas atribuições determinantes para promover o desempenho sustentável das organizações.

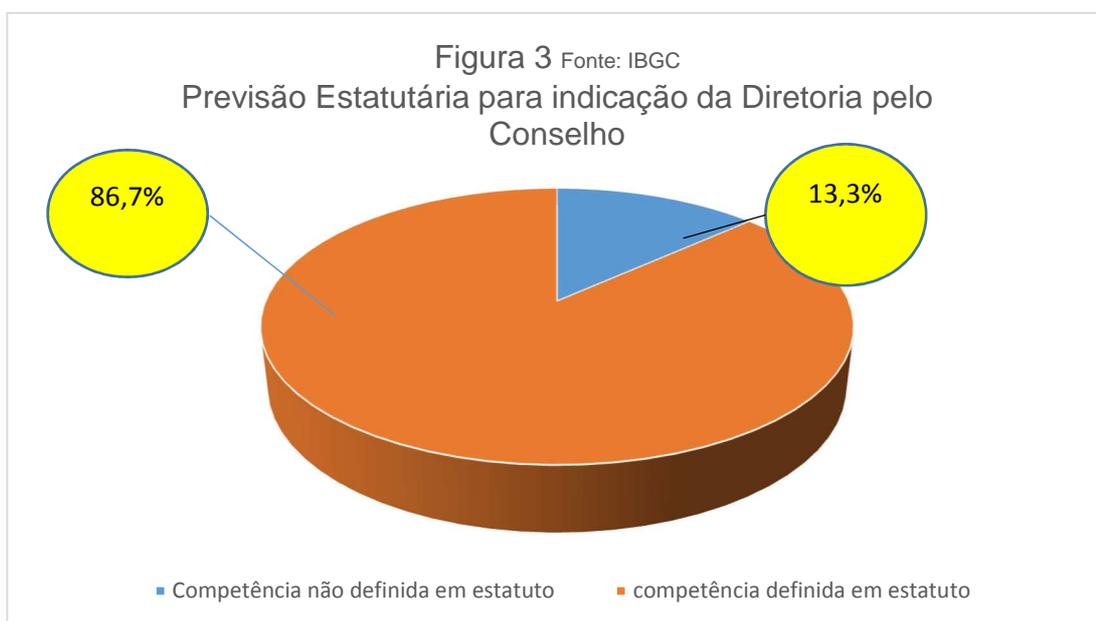
---

<sup>16</sup> Governança Corporativa em Empresas Estatais Listadas no Brasil. Publicação do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC). São Paulo, 2017. In [www.ibgc.org.br/userfiles/files/.../IBGC.../Publicacao-IBGCPesquisa-GC\\_SEMs-2017](http://www.ibgc.org.br/userfiles/files/.../IBGC.../Publicacao-IBGCPesquisa-GC_SEMs-2017).

Com os dados públicos disponíveis, é possível apurar somente quais os papéis atribuídos aos conselhos de administração em estatuto social, e não se tais papéis são desempenhados de forma satisfatória ao longo do mandato dos conselheiros.

Em um levantamento a partir dos estatutos sociais das SEM analisadas, constatou-se que a maioria delas reserva ao conselho a responsabilidade de eleger a diretoria executiva, incluindo a nomeação do diretor-presidente. Mais precisamente, vinte e seis das trinta SEM analisadas incluem essa prerrogativa em seu estatuto social.

Entretanto, algumas companhias já possuem cargos na diretoria designados para ministros ou secretários de Estado, o que faz com que essa atribuição não seja efetiva, com prejuízo para a desejável autonomia e protagonismo do conselho como principal órgão de governança e guardião do direcionamento estratégico da companhia.



De acordo com a 5ª edição do *Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa* do IBGC, recomenda-se um número ímpar de conselheiros, entre cinco e onze. Esse número pode variar conforme o setor de atuação, porte, complexidade das atividades, estágio do ciclo de vida da

organização e necessidade de criação de comitês. A média apurada entre as SEM foi de 9 conselheiros de administração.

À luz das regras da Lei das Estatais, o legislador não se preocupou em atribuir ao conselho de administração a prerrogativa de nomeação da diretoria executiva, nem mesmo de seu diretor-presidente. Por outro lado, definiu a constituição do conselho com o número mínimo de sete e máximo de 11 conselheiros (artigo 13), em linha com as recomendações do IBGC.

Já em relação aos Comitês, são estes órgãos de assessoramento do conselho de administração, dedicados a examinar temas que demandam tempo adicional nem sempre disponível nas reuniões ordinárias do colegiado.

A instalação de comitês para auxiliar nos temas mais complexos é vista como boa prática de governança corporativa, uma vez que permite a um grupo menor de conselheiros analisar dedicadamente temas caros ao conselho – vale lembrar que os comitês fazem recomendações que serão ou não aprovadas pelo órgão colegiado, não tendo, portanto, poder de deliberação. A maioria das SEM analisadas possui ao menos um comitê instalado.

Como boa parte das sociedades de economia mista faz parte do setor financeiro e, portanto, está sob regulação também do Banco Central do Brasil, já havia a exigência regulatória quanto à instalação do comitê de auditoria. Assim, não surpreende este ser o comitê mais frequente nas SEM analisadas, seguido pelos comitês de sustentabilidade, de remuneração e de transações entre partes relacionadas.

Cabe informar que o fato de o comitê de remuneração figurar entre os mais frequentes decorre do fato de cinco SEM que possuem o comitê atuarem no setor financeiro que, por regulação específica do Banco Central, necessitam também constituir formalmente o comitê de remuneração.

Voltando os olhos à Lei das Estatais, o diploma faz expressa menção a dois comitês: um, totalmente inédito no mundo societário, voltado para verificar a conformidade das indicações aos cargos de administradores e conselheiros fiscais, com base nos requisitos e vedações da Lei das Estatais, denominado de

Comitê de Elegibilidade (artigo 10). Esse Comitê exerce importante papel, pois avalia e opina quanto à compatibilidade dos indicados para os cargos mais relevantes das empresas estatais, cujas atas são de publicação obrigatória (parágrafo único do artigo 10).

Trata-se, portanto, de importantes mecanismos de avaliação, transparência e *accountability* exigido pelo legislador, considerando as rigorosas regras para o preenchimento dos cargos na forma prescrita pelo artigo 17 da Lei das Estatais.

Outro comitê exigido pelo legislador, este mais propagado na governança, foi o Comitê de Auditoria Estatutário (artigo 24). Por incrível que pareça, esse importante indutor de boas práticas não era observado em boa parte das estatais.

Com a exigência legal, será possível observar a atuação de importante órgão de assessoramento que permite maior controle e transparência da gestão dessas empresas, sobretudo por suas atribuições, a saber: (I) opinar sobre a contratação e destituição de auditor independente; (II) - supervisionar as atividades dos auditores independentes, avaliando sua independência, a qualidade dos serviços prestados e a adequação de tais serviços às necessidades da empresa pública ou da sociedade de economia mista; (III) - supervisionar as atividades desenvolvidas nas áreas de controle interno, de auditoria interna e de elaboração das demonstrações financeiras da empresa pública ou da sociedade de economia mista; (IV) - monitorar a qualidade e a integridade dos mecanismos de controle interno, das demonstrações financeiras e das informações e medições divulgadas pela empresa pública ou pela sociedade de economia mista; (V) - avaliar e monitorar exposições de risco da empresa pública ou da sociedade de economia mista, podendo requerer, entre outras, informações detalhadas sobre políticas e procedimentos referentes a remuneração da administração, utilização de ativos da empresa pública ou da sociedade de economia mista e gastos incorridos em nome da empresa pública ou da sociedade de economia mista; (VI) - avaliar e monitorar, em conjunto com a administração e a área de auditoria interna, a adequação das transações com partes relacionadas; (VII) - elaborar relatório anual com informações sobre as atividades, os resultados, as conclusões e as recomendações do Comitê de

Auditoria Estatutário, registrando, se houver, as divergências significativas entre administração, auditoria independente e Comitê de Auditoria Estatutário em relação às demonstrações financeiras; (VIII) - avaliar a razoabilidade dos parâmetros em que se fundamentam os cálculos atuariais, bem como o resultado atuarial dos planos de benefícios mantidos pelo fundo de pensão, quando a empresa pública ou a sociedade de economia mista for patrocinadora de entidade fechada de previdência complementar.

Além dessas importantes atribuições, o Comitê de Auditoria Estatutário deverá possuir meios para receber denúncias, inclusive sigilosas, internas e externas à empresa pública ou à sociedade de economia mista, em matérias relacionadas ao escopo de suas atividades.

### **3.1.2 Avaliação dos Administradores**

Considerado tema relevante em matéria de aprimoramento da atuação dos conselheiros e do próprio conselho enquanto órgão colegiado, o *Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa* do IBGC recomenda a adoção da avaliação como boa prática de governança. A avaliação tem como propósito contribuir para a efetividade do conselho. Nesse sentido, analisou-se a adoção pelas SEM listadas de algum tipo de mecanismo de avaliação para seus conselhos.

Das trinta companhias, não foi possível encontrar nenhuma menção à avaliação do conselho nos documentos oficiais de cinco delas, enquanto catorze empresas afirmaram não possuir prática de avaliar o conselho e/ou os conselheiros.

As onze SEM restantes indicaram possuir mecanismos formais de avaliação, predominando a prática de auto avaliação anual, liderada pelo presidente do conselho e estabelecida ou no estatuto social ou no regimento interno do conselho. Entretanto, raríssimas vezes há menção se a avaliação está vinculada à remuneração dos conselheiros, geralmente fixada como um percentual dos rendimentos da diretoria, ou à indicação do conselheiro para a reeleição na assembleia geral seguinte.

Nesse ponto a Lei das Estatais andou bem novamente. O artigo 13 estabelece que a lei que autorizar a criação da empresa pública e da sociedade de economia mista deverá dispor sobre as diretrizes e restrições a serem consideradas na elaboração do estatuto da companhia, incluindo avaliação de desempenho, individual e coletiva, de periodicidade anual, dos administradores e dos membros de comitês, observados os seguintes quesitos mínimos: exposição dos atos de gestão praticados, quanto à licitude e à eficácia da ação administrativa; contribuição para o resultado do exercício; e a consecução dos objetivos estabelecidos no plano de negócios e atendimento à estratégia de longo prazo.

Esse é um dos importantes mecanismos para reduzir os custos de agência abordado anteriormente. Dessa forma, os administradores sentem-se premiados pela obrigação legal evitando que não ajam com a diligência exigida pelo cargo e na busca dos objetivos estabelecidos quando da criação da estatal.

### **3.1.3 Independência e Interferência Política**

A independência do conselheiro de administração é vital para o bom exercício de suas funções. O *Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa* do IBGC enfatiza que o dever fiduciário dos conselheiros é para com a organização, portanto o acúmulo ou vínculo com cargos políticos pode prejudicar a independência do conselheiro. Esse dever fiduciário é o mesmo exigido pela Lei das Sociedades Anônimas (Lei n 6.404/1976) quando prescreve que o administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reservas sobre seu negocia (artigo 155).

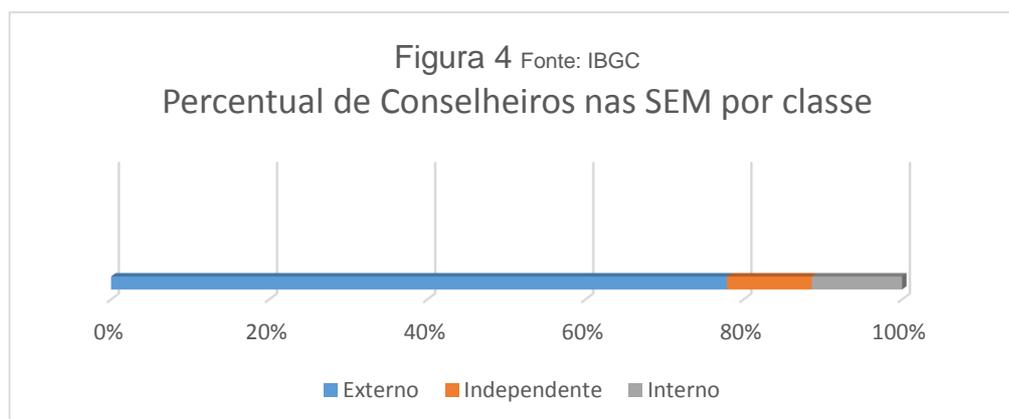
Caso a companhia garanta a plena separação entre agentes políticos e posições no conselho, a independência de seus conselheiros tem mais chances de ser preservada.

Todos os conselheiros, uma vez eleitos, possuem deveres fiduciários para com a companhia, devendo agir no melhor interesse da organização. O *Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa* apresenta três classes de conselheiros: internos, externos e independentes. O IBGC defende que seja

evitada a indicação de conselheiros internos, a fim de promover a independência no julgamento de todos os conselheiros e a integridade do sistema de governança da companhia.

Como, obrigatoriamente, as SEM possuem controle estatal, a maioria dos conselheiros de administração das companhias analisadas é indicada pelo acionista controlador, em linha com a proporção do capital detida por ele. Somente 25% dos conselheiros não são indicados pelo controlador.

Segundo o *Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa* do IBGC, os conselheiros independentes devem ter participação relevante em relação ao número total de conselheiros, pois tendem a estar mais isentos para tomar decisões no melhor interesse da organização. Não obstante, uma análise mais detalhada, levando em conta a separação entre conselheiros independentes/não independentes indica que há um baixo percentual de conselheiros independentes nas SEM listadas.



Entre as companhias analisadas, não há muitas regras a exigir que conselheiros independentes façam parte da administração. Por sua vez, quando os estatutos sociais versam sobre a composição do conselho de administração, geralmente o fazem no sentido contrário, deixando menos espaço para que membros independentes componham o conselho, por exemplo ao estabelecer em estatuto o número total de membros do conselho de administração e reservar a maior parte das vagas para indicados que estejam vinculados a órgãos da administração pública.

Assim, o número de conselheiros independentes observado se dá, principalmente, por conta das SEM listadas nos segmentos de governança corporativa da BM&FBOVESPA (no total, somente cinco empresas), que exigem 20% de independentes tanto no Nível 2 quanto no Novo Mercado.

Fora dos segmentos especiais de listagem existem somente dois conselheiros titulares designados como independentes em um universo de 158 posições no conselho de administração de SEM.

Nesse ponto, a Lei das Estatais merece destaque, pois se alinha totalmente com as boas práticas exigidas por organismos internacionais e nacionais, a exemplo do quanto preceituado no código de Melhores Práticas do IBGC.

A Lei das Estatais não só exigiu requisitos que qualificam os administradores e conselheiros fiscais, como também descreve minudentemente hipóteses nas quais os indicados estejam impedidos de atuarem nas estatais, justamente pela grande probabilidade de estarem sob forte influência política ou conflitados, prejudicando a independência esperada.

O parágrafo segundo do artigo 17 da Lei veda a indicação, para o Conselho de Administração e para a diretoria dos indicados que incorrerem nas seguintes situações: (I) de representante do órgão regulador ao qual a empresa pública ou a sociedade de economia mista está sujeita, de Ministro de Estado, de Secretário de Estado, de Secretário Municipal, de titular de cargo, sem vínculo permanente com o serviço público, de natureza especial ou de direção e assessoramento superior na administração pública, de dirigente estatutário de partido político e de titular de mandato no Poder Legislativo de qualquer ente da federação, ainda que licenciados do cargo, estendendo-se tais hipóteses aos parentes consanguíneos ou afins até o terceiro grau; (II) de pessoa que atuou, nos últimos 36 (trinta e seis) meses, como participante de estrutura decisória de partido político ou em trabalho vinculado a organização, estruturação e realização de campanha eleitoral; (III) de pessoa que exerça cargo em organização sindical; (IV) de pessoa que tenha firmado contrato ou parceria, como fornecedor

ou comprador, demandante ou ofertante, de bens ou serviços de qualquer natureza, com a pessoa político-administrativa controladora da empresa pública ou da sociedade de economia mista ou com a própria empresa ou sociedade em período inferior a 3 (três) anos antes da data de nomeação; (V) de pessoa que tenha ou possa ter qualquer forma de conflito de interesse com a pessoa político-administrativa controladora da empresa pública ou da sociedade de economia mista ou com a própria empresa ou sociedade.

Há ainda que se falar da exigência de o conselho de administração ser composto com no mínimo de 25% (vinte e cinco por cento) de membros independentes.

Ao parágrafo 1º do artigo 22 descreve as características necessárias para que tal conselheiro seja considerado independente, a saber:

§ 1º O conselheiro independente caracteriza-se por:

I - não ter qualquer vínculo com a empresa pública ou a sociedade de economia mista, exceto participação de capital;

II - não ser cônjuge ou parente consanguíneo ou afim, até o terceiro grau ou por adoção, de chefe do Poder Executivo, de Ministro de Estado, de Secretário de Estado ou Município ou de administrador da empresa pública ou da sociedade de economia mista;

III - não ter mantido, nos últimos 3 (três) anos, vínculo de qualquer natureza com a empresa pública, a sociedade de economia mista ou seus controladores, que possa vir a comprometer sua independência;

IV - não ser ou não ter sido, nos últimos 3 (três) anos, empregado ou diretor da empresa pública, da sociedade de economia mista ou de sociedade controlada, coligada ou subsidiária da empresa pública ou da sociedade de economia mista, exceto se o vínculo for exclusivamente com instituições públicas de ensino ou pesquisa;

V - não ser fornecedor ou comprador, direto ou indireto, de serviços ou produtos da empresa pública ou da sociedade de economia mista, de modo a implicar perda de independência;

VI - não ser funcionário ou administrador de sociedade ou entidade que esteja oferecendo ou demandando serviços ou produtos à empresa pública ou à sociedade de economia mista, de modo a implicar perda de independência;

VII - não receber outra remuneração da empresa pública ou da sociedade de economia mista além daquela relativa ao cargo de conselheiro, à exceção de proventos em dinheiro oriundos de participação no capital.

A exigência de conselheiro independente vai ao encontro, sem sombra de dúvidas, das boas práticas de governança. Tomazette (2017) assegura que a presença de conselheiros, sem vínculos de qualquer espécie com a Estatal (exceto, é claro, quando na condição de acionista), evita decisões prejudiciais às empresas, sendo um elemento de geração de valor.

Curiosamente, a Lei das Estatais foi até mais rigorosa que o próprio mercado, ao exigir um percentual de 25% (vinte e cinco por cento) de conselheiros independentes no conselho de administração das empresas. O Novo Mercado, padrão mais elevado dos segmentos de listagem na Bolsa de Valores (atual Brasil, Bolsa, Balcão S.A. – B3), desde 2000 exige, dentre outras regras, o percentual mínimo de 20% (vinte por cento) de conselheiros independentes.

Por óbvio que a escolha do legislador se pautou exatamente pelo momento no qual as Estatais estavam passando, merecendo estabelecer padrões mais elevados na governança, o que justificaria a implementação desse patamar em relação aos independentes.

Considerando essa premissa e contexto histórico, a B3 no âmbito do Programa Destaque em Governança de Estatais (PDGE), voltado a incentivar as Estatais de capital aberto a aprimorarem suas práticas e estruturas de governança, exigiu que o percentual de independentes nos conselhos de administração fosse 30% (trinta por cento), demonstrando que o tema é por demais relevante aos interesses dos investidores.

Contudo, não parece que a regra insculpida no referido artigo 22 possa ser a solução definitiva a alcançar a *mens legis*. Isso porque não se estabeleceu quais os processos formais necessários para a escolha desses independentes. Quem os escolheriam? Como os escolheriam? Qual a finalidade de sua atuação? Essas são algumas perguntas que não são passíveis de resposta considerando o ordenamento jurídico vigente.

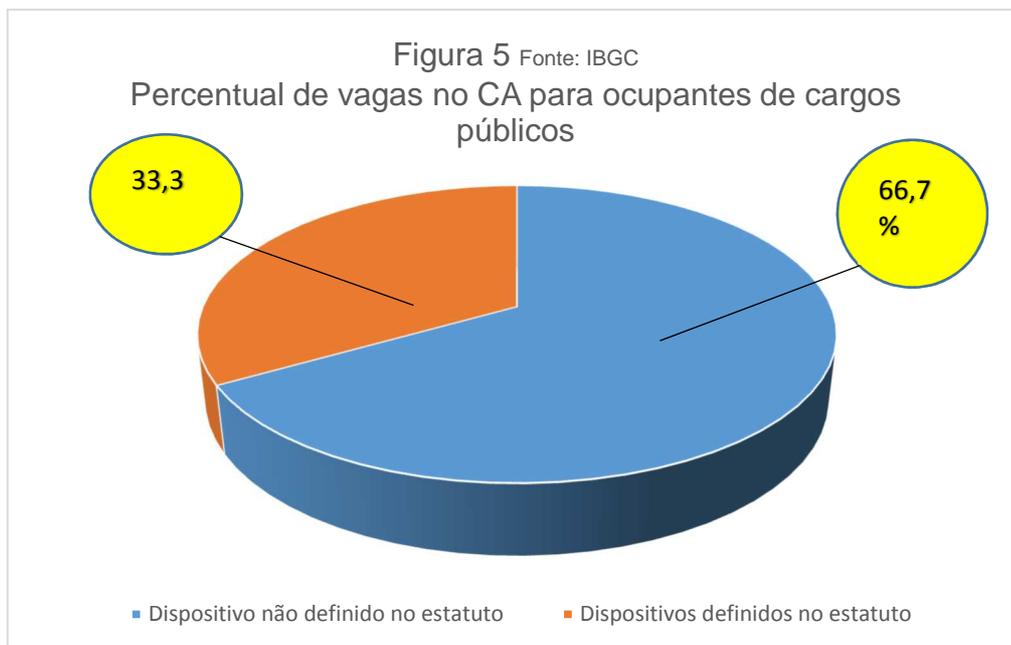
De toda sorte, mostra uma evolução do tema em linha inclusive com a Diretriz VI (As Responsabilidades dos Conselhos das Empresas de Propriedade

Estatal) da OCDE sobre Governança Corporativa para Empresas de Controle Estatal, que estabelece que *Os conselhos das estatais devem ser constituídos de forma que possam exercer julgamentos objetivos e independentes. A boa prática exige que o Presidente do Conselho seja diferente do presidente-executivo da empresa.*

A OCDE é clara ainda quanto à necessidade de se ampliar o poder e melhorar a qualidade dos conselhos das estatais. Lembra ser importante que as Estatais tenham colegiados fortes e que ajam no interesse da empresa, em respeito ao dever de lealdade que devem ter com a seus investidores e com sua função social, reduzindo os custos de agência, monitorando a administração, agindo sem interferências políticas. Nessa linha, as Diretrizes da OCDE afirmam ser necessário *assegurar a competência do conselho das estatais, aumentar sua independência e aperfeiçoar a forma como funcionam.* É também necessário permitir que tenham responsabilidades claras e plenas por suas funções e assegurar que ajam com integridade.

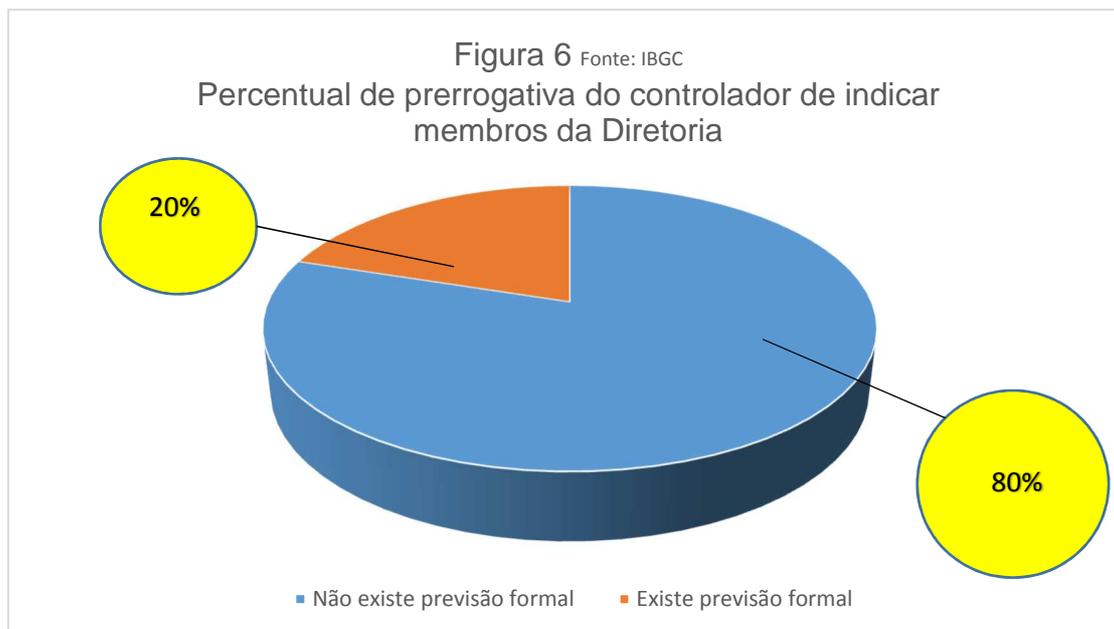
#### **3.1.4 Processo de Indicação e Nomeação de Conselheiros e Diretores**

Segundo o IBGC (2017) dez companhias estabelecem em seus estatutos sociais que ocupante específico de cargos da administração pública direta (do ente federativo do controlador) assumam posições no conselho. É o caso de SEM que indicam no estatuto que ministros/secretários (da administração fazendária ou do setor específico no qual a estatal atua) sejam necessariamente membros dos conselhos. Existem casos nos quais somente uma posição no conselho é designada a ministro/secretário, mas há situações em que todos os assentos no conselho já estão estatutariamente distribuídos.



Uma das atribuições do conselho de administração de uma companhia é eleger a diretoria, responsável pela gestão da organização. A maioria das companhias da amostra colhida pelo IBGC (2017) não estabelece em seus documentos societários interferência direta do acionista controlador na nomeação de diretores.

Ainda segundo a avaliação do IBGC, em seis empresas da amostra há previsão formal de interferência do acionista controlador na nomeação da diretoria. Tais mecanismos podem variar desde a previsão de que o diretor-presidente seja membro do conselho (o que, tecnicamente, garante que o controlador indique o diretor-presidente), passando pela indicação direta de vários cargos pelo controlador, até a nomeação e destituição a qualquer momento (*ad nutum*) do diretor-presidente pelo controlador.



Com base na Lei das Estatais, tais indicações não podem mais lotear as vagas para os cargos de forma meramente política. Por exemplo, ministros de estado e secretários estão expressamente vedados de ocuparem essas cadeiras.

A única exceção aos cargos públicos consiste nos cargos de natureza especial ou de direção e assessoramento superior (DAS), desde que o indicado possua vínculo permanente com o serviço público. A ideia, quando das discussões do PLS 555, foi prestigiar os funcionários de carreira que possuem compromisso com a coisa pública, a exemplo dos procuradores da fazenda nacional. O conceito foi o mesmo aplicado para assegurar aos empregados de carreira das estatais (parágrafo 5º do artigo 17), partindo-se da premissa que esse modelo asseguraria maior proteção às empresas.

É claro que também há críticas a esse modelo, no sentido de um retorno aos padrões da burocracia. Isso porque estar-se-ia prestigiando modelos já ultrapassados ao invés de observar elementos mais próximos da eficiência.

Certamente esse modelo ainda está sendo avaliado, porém, com raríssimas exceções, a conduta daqueles que possuem maior compromisso e cultura com as organizações tende a ser mais alinhada com os interesses dos acionistas, pois visam não apenas gerar valor para a companhia, mas também garantir a empregabilidade de seus representantes. Além disso, a Lei das

Estatais não assegurou essas posições apenas a esse público, mas também aos profissionais liberais que possuam experiência.

Por isso, o outro ponto que merece destaque na Lei das Estatais são os requisitos mínimos exigidos para os administradores das Estatais (conselheiros de administração e diretores). O artigo 17 prescreve que:

Art. 17. Os membros do Conselho de Administração e os indicados para os cargos de diretor, inclusive presidente, diretor-geral e diretor-presidente, serão escolhidos entre cidadãos de reputação ilibada e de notório conhecimento, devendo ser atendidos, alternativamente, um dos requisitos das alíneas “a”, “b” e “c” do inciso I e, cumulativamente, os requisitos dos incisos II e III:

I - ter experiência profissional de, no mínimo:

a) 10 (dez) anos, no setor público ou privado, na área de atuação da empresa pública ou da sociedade de economia mista ou em área conexas àquela para a qual forem indicados em função de direção superior; ou

b) 4 (quatro) anos ocupando pelo menos um dos seguintes cargos:

1. cargo de direção ou de chefia superior em empresa de porte ou objeto social semelhante ao da empresa pública ou da sociedade de economia mista, entendendo-se como cargo de chefia superior aquele situado nos 2 (dois) níveis hierárquicos não estatutários mais altos da empresa;
2. cargo em comissão ou função de confiança equivalente a DAS-4 ou superior, no setor público;
3. cargo de docente ou de pesquisador em áreas de atuação da empresa pública ou da sociedade de economia mista;

c) 4 (quatro) anos de experiência como profissional liberal em atividade direta ou indiretamente vinculada à área de atuação da empresa pública ou sociedade de economia mista;

II - ter formação acadêmica compatível com o cargo para o qual foi indicado; e

III - não se enquadrar nas hipóteses de inelegibilidade previstas nas alíneas do inciso I do caput do art. 1º da Lei Complementar nº 64, de 18 de maio de 1990, com as alterações introduzidas pela Lei Complementar nº 135, de 4 de junho de 2010.

Além da reputação ilibada e notório conhecimento, cuja interpretação é extremamente subjetiva, outros requisitos mais concretos vieram à tona viabilizando um maior controle sobre as nomeações.

Ainda assim, percebe-se que influências setoriais foram consideradas quando da aprovação do texto no Congresso Nacional. Exemplo dessa assertiva

está na flexibilização do prazo de dez anos de experiência profissional para os profissionais liberais, reduzindo-o para quatro anos.

De toda sorte, a Lei das Estatais foi e é uma evolução indiscutível em relação aos requisitos e vedações trazidos de forma mais clara e que permitem, ainda que com uma margem de interpretação, melhorar o perfil dos administradores das Estatais.

A avaliação comparativa dos administradores que cumpriam mandatos antes da lei e que atualmente estão empossados já permite demonstrar que a interferência política foi reduzida. A análise do formulário de referência de algumas dessas estatais, documento exigido pela Comissão de Valores Mobiliários (Instrução CVM nº 480, 2009) para dar transparência ao mercado, demonstra o incremento de um perfil técnico predominante na Estatais atualmente.

Porém a Lei das Estatais não estabelece taxativamente o perfil técnico ideal, restringindo-se a exigir ter formação acadêmica compatível com o cargo para o qual foi indicado.

A esse respeito, apresentamos os resultados obtidos pelo IBGC do perfil dos conselheiros de SEM baseado apenas na profissão, posto se tratar de elemento relevante à luz da Lei das Estatais.

A formação de cerca de 70% dos conselheiros das SEM se restringe a quatro áreas: direito, engenharia, economia e administração. Chama a atenção o percentual de conselheiros de SEM formados em direito (21%), já que nas empresas de capital privado, a proporção é de cerca de 13%, segundo o estudo do IBGC *Perfil dos Conselhos de Administração*.

Cabe destacar também o baixo percentual de formados em administração somente 5% nas SEM, enquanto nas empresas privadas 21% dos conselheiros apresentam essa formação. Na classificação "Outros", estão profissionais com formação em áreas como medicina, sociologia, filosofia e psicologia, ficando a pergunta: seriam essas formações acadêmicas compatíveis com a função de

conselheiro? A Lei das Estatais, infelizmente não estabelece uma resposta apta a tal indagação.

Cabe, no entanto, à regulamentação da Lei das Estatais trazer elementos mais claros para definir qual a atividade mais razoável para ocupar a função de administrador.

Na esfera federal, o Decreto nº 8.945, de 27 de dezembro de 2016, de certa forma minimizou o problema ao disciplinar que a formação acadêmica consiste em curso de graduação e pós-graduação reconhecidos e credenciados pelo Ministério da Educação (artigo 39, parágrafo 6º) e a compatibilidade da formação estaria voltada às áreas de administração, administração pública, ciências atuariais, ciências econômicas, comércio internacional, contabilidade, auditoria, direito, engenharia, estatística, finanças e matemática (artigo 62, parágrafo 2º, I).

Infelizmente, na ânsia por regulamentar a matéria, a União acabou por deixar em aberto um flanco nesse dispositivo, permitindo que qualquer curso aderente à área de atuação da empresa estatal seja viável para preencher esse requisito de elegibilidade do candidato ao cargo de administrador das Estatais. A Secretaria de Coordenação e Governança das Empresas Estatais (Sest), no Caderno Perguntas e Respostas<sup>17</sup> sobre a Lei das Estatais, justificou essa lacuna, pois as indicações deverão ser avaliadas conforme cada caso concreto, permitindo, infelizmente, que interpretações sejam ainda feitas com base na conveniência política da indicação.

De toda sorte, é possível verificar que a qualificação dos administradores atende aos requisitos da Lei das Estatais, conforme se verifica no Anexo 3, que apresenta o Quadro Descritivo do perfil das diretorias executivas de 3 estatais federais de capital aberto (Petrobras, Eletrobras e Banco do Brasil).

Essas estatais estão também presentes na pesquisa que pretende demonstrar que a Lei das Estatais trouxe uma variável mais efetiva ao valor de

---

<sup>17</sup> <http://www.planejamento.gov.br/assuntos/empresas-estatais/arquivos/perguntas-e-respostas-lei-13-303-e-decreto-8-945-v2-21-de-fevereiro.pdf>.

mercado dessas empresas, conforme gráfico comparativo com outras empresas privadas de capital aberto (Anexo 4).

### **3.1.5 Prazo de Mandato**

De acordo com o *Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa* do IBGC (2014), o conselheiro de administração não deve servir um número excessivo de mandatos consecutivos, sob o risco de perder sua independência. Nas SEM listadas, observamos que os atuais conselheiros cumprem em média 1,5 mandatos no cargo.

Com relação ao prazo do mandato, a Lei nº 6.404/1976 prevê duração máxima de três anos, e o *Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa* recomenda que não ultrapasse dois anos. Os regulamentos do Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1 estabelecem mandato unificado de, no máximo, dois anos. No geral, as SEM analisadas estão bem próximas dessa recomendação.

O número médio de mandatos consecutivos, aliado ao prazo médio dos mandatos, parece coincidir com o ciclo eleitoral. Se considerarmos em média mandatos de dois anos servidos por duas vezes, chegamos a praticamente quatro anos de exercício, exatamente o período do ciclo eleitoral que define, na prática, quem controla uma empresa estatal.

Já a Lei das Estatais prescreve que o prazo de gestão dos membros do Conselho de Administração e dos indicados para o cargo de diretor será unificado e não superior a 2 (dois) anos, sendo permitidas, no máximo, 3 (três) reconduções consecutivas (artigo 13, VI).

Há um forte indicativo, portanto, de que o legislador pretendeu acolher as melhores práticas divulgadas pelo IBGC (2009) e também em linha com as diretrizes da OCDE (2005), que prescreve a necessidade de os membros dos conselhos das estatais terem mandatos claramente definidos e a responsabilidade principal pelo desempenho da empresa.

Portanto, a Lei das Estatais nesse ponto trouxe tratamento diverso ao dado pela Lei nº 6.404/1976 (Lei das SA), que estabelecia o prazo de gestão, não

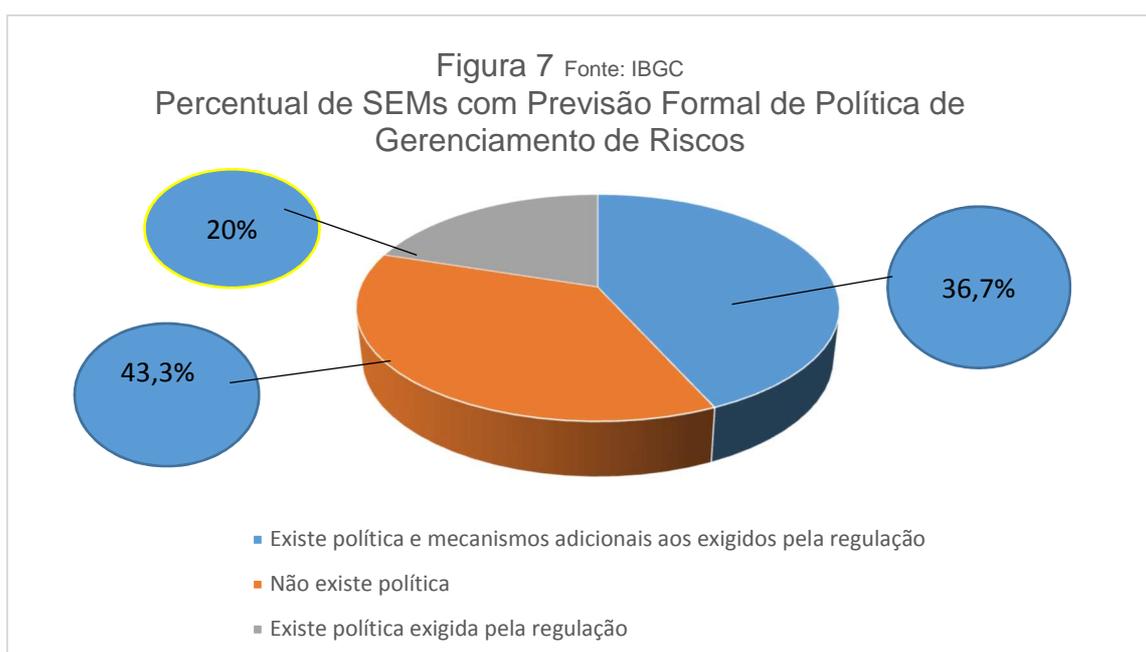
superior a 3 (três) anos, permitida a reeleição sem limites tanto para o conselho de administração quanto para a diretoria (artigos 140, III, e 143, II, da Lei nº 6.404/1976).

### 3.1.6 Gerenciamento de Riscos

Um dos papéis do conselho de administração é monitorar os riscos aos quais as empresas estão expostas, cabendo à diretoria gerir tais riscos a partir das políticas estabelecidas. Uma política de gerenciamento de riscos auxilia os administradores no cumprimento dos objetivos das SEM.

Em levantamento feito pelo IBGC (2017) foi constatado que 11 (onze) companhias não possuem política formal para monitorar os riscos aos quais estão expostas, o que se pode confirmar nos respectivos Formulários de Referência. Nesse levantamento ainda é possível verificar que 6 (seis) SEM que atuam no setor financeiro seguem a regulação bancária estabelecida pelo Conselho Monetário Nacional, logo, monitoram várias espécies de riscos, tais como o financeiro, o reputacional, e o de mercado.

As demais empresas (13 – treze) adotam política de gerenciamento de riscos mais abrangentes. Duas delas estão sob regulação bancária ou de seguros e possuem, ao menos formalmente, política mais abrangente que aquela exigida pela regulação aplicada às companhias de capital aberto.



As empresas que adotam formalmente uma política de gerenciamento de riscos mostram que ora o conselho de administração, ora a diretoria, tem responsabilidade sobre a revisão da política. Algumas companhias estabelecem que um comitê se dedique à questão mais detalhadamente, enquanto outras deixam a tarefa a cargo da auditoria interna. Outras indicam seguir padrões internacionais de gestão de riscos, sobretudo do Coso - *The Comitee of Sponsoring Organizations*<sup>18</sup>.

Em suma, a maioria das companhias adota, ao menos formalmente, uma política de gerenciamento de riscos – que não se restringe aos riscos financeiros –, mas com diferentes desenhos institucionais para sua execução.

Voltando as atenções à Lei das Estatais é perceptível a pretensão do legislador no sentido de atribuir ao gerenciamento de riscos grande relevância. Logo no parágrafo 7º do artigo 1º o recado é claro quando a SEM visar investir em uma empresa sem o objetivo de controlar. Eis o texto legal: *Na participação em sociedade empresarial em que a empresa pública, a sociedade de economia mista e suas subsidiárias não detenham o controle acionário, essas deverão adotar, no dever de fiscalizar, práticas de governança e controle proporcionais à relevância, à materialidade e aos riscos do negócio do qual são partícipes (...).*

A Lei das Estatais traz mais detalhamentos sobre o gerenciamento de riscos. O artigo 6º exige, por exemplo, que o estatuto da empresa pública, da sociedade de economia mista e de suas subsidiárias deverá observar não apenas regras de governança corporativa, de transparência e de estruturas, **mas também práticas de gestão de riscos e de controle interno**, além da composição da administração e, havendo acionistas, mecanismos para sua proteção.

Mais adiante a preocupação se repete. O artigo 9º exige às SEM a adoção de regras de estruturas e práticas de gestão de riscos e controle interno que

---

<sup>18</sup> **COSO** – Gerenciamento de Riscos Corporativos – Estrutura Integrada. O **COSO** (The Comitee of Sponsoring Organizations) é uma entidade sem fins lucrativos, dedicada à melhoria dos relatórios financeiros através da ética, efetividade dos controles internos e governança corporativa.

considerem a ação dos administradores e empregados, por meio da implementação cotidiana de práticas de controle interno; a área responsável pela verificação de cumprimento de obrigações e de gestão de riscos; e auditoria interna e Comitê de Auditoria Estatutário.

A Lei das Estatais exige ainda que a área responsável pela verificação de cumprimento de obrigações e de gestão de riscos seja vinculada ao diretor-presidente e liderada por diretor estatutário, devendo o estatuto social prever as atribuições da área, bem como estabelecer mecanismos que assegurem atuação independente.

Atribuiu ainda ao conselho de administração das SEM a competência para implementar e supervisionar os sistemas de gestão de riscos e de controle interno estabelecidos para a prevenção e mitigação dos principais riscos a que está exposta a sociedade de economia mista, inclusive os riscos relacionados à integridade das informações contábeis e financeiras e os relacionados à ocorrência de corrupção e fraude; e à diretoria a obrigação de apresentar, até a última reunião ordinária do Conselho de Administração do ano anterior, a quem compete sua aprovação, estratégia de longo prazo atualizada com análise de riscos e oportunidades para, no mínimo, os próximos 5 (cinco) anos.

Portanto, o gerenciamento de riscos é de suma importância para que estatais, sobretudo as SEM de capital aberto, mapeiem seus processos e identifiquem os riscos envolvidos em sua atividade. Um bom gerenciamento de riscos permite que os investidores examinem o grau de comprometimento dos administradores e assegurem o retorno de seu capital com o mínimo de risco.

O tema é tão sensível que o Conselho Monetário Nacional (CMN) entendeu por bem regulamentar mais fortemente o tema perante o Sistema Financeiro Nacional através da Resolução CMN nº 4.557, de 23 de fevereiro de 2017, dispondo sobre a estrutura de gerenciamento de riscos e a estrutura de gerenciamento de capital visando compatibilizar o capital das instituições financeiras ao seu perfil de risco.

A Resolução exige que as estruturas criadas para gerenciar os riscos sejam compatíveis com o modelo de negócio, com a natureza das operações e com a complexidade dos produtos, dos serviços, das atividades e dos processos da instituição; proporcionais à dimensão e à relevância da exposição aos riscos, segundo critérios definidos pela instituição; adequadas ao perfil de riscos e à importância sistêmica da instituição; e capazes de avaliar os riscos decorrentes das condições macroeconômicas e dos mercados em que a instituição atua.

Logo a Resolução confirmou que as práticas exigidas pela Lei das Estatais são relevantes e permitem uma melhor gestão dos riscos das empresas estatais e, no caso das SEM, maior segurança para os investidores.

### **3.1.7 Mecanismos de Conduta**

Conforme versa o *Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa* do IBGC as companhias que possuem, monitoram e zelam pelo cumprimento do código de conduta elevam o nível de confiança interno e externo na organização.

É responsabilidade do conselho de administração ser o guardião dos valores da companhia, disseminando e monitorando, com apoio da diretoria, padrões de conduta em todos os níveis da organização. Com mais razão ainda a escolha dos membros do conselho de administração e da diretoria é de extrema relevância para que esses valores sejam efetivamente implantados nas companhias, em especial nas SEM.

Analisar a efetiva conduta da administração e de funcionários de uma companhia é uma tarefa difícil. Entretanto, é possível observar se há algum tipo de documento corporativo (código, política ou norma interna) que visa a disciplinar a conduta dos agentes envolvidos com a companhia. Por se tratar de um tema sensível no setor público, reforçado pela existência de diversos órgãos controladores (como o Ministério Público Federal, o Ministério do Planejamento, Desenvolvimento e Gestão e o Ministério da Transparência, Fiscalização e Controladoria-Geral da União) e de auditoria, predomina a existência de políticas ou códigos.

No levantamento realizado pelo IBGC (2017), em três empresas cabe destaque positivo pela clareza com que apresentaram, além do código de conduta ou ética, o mecanismo pelo qual a conduta é “monitorada”.

Há caso de comitê de ética designado pelo diretor-presidente, de grupo técnico responsável também pela revisão do código, além de estrutura que conta com canal de denúncias para que a conduta de funcionários e administradores seja condizente com os valores das companhias.

Além de mecanismos para disciplinar a conduta de seus colaboradores, analisa-se o tema específico de ilícitos, corrupção e lavagem de dinheiro. Observamos que a maioria das SEM analisadas não possui uma política estabelecida para lidar com detecção de ilícitos, apesar de algumas novas políticas estarem sendo implementada em algumas companhias, especialmente após os casos de corrupção e novas leis que surgiram recentemente – com destaque para a Lei nº 12.846, de 2013, a chamada “Lei Anticorrupção”.

Três empresas aprovaram recentemente novas políticas anticorrupção (entre o fim de 2015 e o início de 2016), designando diretoria responsável pela área, e outras duas, manuais de *compliance* com vistas a adequação à Lei n. 12.846/13. Tais movimentos visam a reforçar o sistema de conformidade e a detecção de ilícitos em linha com a nova legislação. Por fim, três companhias do setor financeiro adotam política de combate à lavagem de dinheiro, ao financiamento do terrorismo e à corrupção, em linha com a regulação do Conselho Monetário Nacional (Circulares n. 3.583, 3.584 e 3.542 de 2012).

A Lei das Estatais exige de sua parte que as SEM elaborem código de conduta e integridade dispendo sobre: (i) princípios, valores e missão da empresa pública e da sociedade de economia mista, bem como orientações sobre a prevenção de conflito de interesses e vedação de atos de corrupção e fraude; (ii) instâncias internas responsáveis pela atualização e aplicação do Código de Conduta e Integridade; (iii) canal de denúncias que possibilite o recebimento de denúncias internas e externas relativas ao descumprimento do Código de Conduta e Integridade e das demais normas internas de ética e obrigacionais; (iv) mecanismos de proteção que impeçam qualquer espécie de

retaliação a pessoa que utilize o canal de denúncias; (v) sanções aplicáveis em caso de violação às regras do Código de Conduta e Integridade; (vi) previsão de treinamento periódico, no mínimo anual, sobre Código de Conduta e Integridade, a empregados e administradores, e sobre a política de gestão de riscos, a administradores.

Exigiu ainda o legislador que as estatais adequassem constantemente suas práticas ao Código de Conduta e Integridade e a outras regras de boa prática de governança corporativa, além de fazer constar do Código de Conduta e Integridade, aplicável à alta administração, a vedação à divulgação, sem autorização do órgão competente da empresa pública ou da sociedade de economia mista, de informação que possa causar impacto na cotação dos títulos da empresa pública ou da sociedade de economia mista e em suas relações com o mercado ou com consumidores e fornecedores.

Como forma preventiva, a Lei das Estatais exige o contínuo preparo de seus administradores, inclusive em relação ao código de conduta das companhias. Mais precisamente exige que os administradores eleitos devem participar, na posse e anualmente, de treinamentos específicos sobre legislação societária e de mercado de capitais, divulgação de informações, controle interno, código de conduta, a Lei nº 12.846, de 1º de agosto de 2013 (Lei Anticorrupção), e demais temas relacionados às atividades da empresa pública ou da sociedade de economia mista. Cabe ao conselho de administração, segundo a Lei das Estatais, discutir, aprovar e monitorar decisões envolvendo práticas de governança corporativa, relacionamento com partes interessadas, política de gestão de pessoas e código de conduta dos agentes.

Percebe-se portanto, que a Lei das Estatais andou bem com as práticas preconizadas pelo mercado, a exemplo do *Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa* do IBGC (2014).

### **3.1.8 Transações com Partes Relacionadas**

A Lei das Estatais, em linha com as melhores práticas internacionais, trouxe dentre seus dispositivos a exigência de elaboração e divulgação da política de

transações com partes relacionadas (TPR), em conformidade com os requisitos de competitividade, conformidade, transparência, equidade e comutatividade, que deverá ser revista, no mínimo, anualmente e aprovada pelo conselho de administração.

Tendo em vista o desafio interpretativo da regulamentação sobre TPR, próprio da multidisciplinariedade do tema, as transações entre partes relacionadas são influenciadas pelas disposições sobre o poder de controle e sua limitação, proteção aos minoritários, forma de organização de grupos (de direito e de fato) e suas relações internas, conflitos de interesse, deveres dos administradores e demonstrações financeiras em um ambiente grupal.

Devido aos riscos inerentes à celebração de TPR, notadamente no que tange à questão patrimonial, há consenso, ao menos por parte do mercado, quanto à necessidade de se dar publicidade a certas transações, invocando-se, para tanto, o princípio da transparência.

Relevante salientar que a partir do advento da Lei nº 11.638<sup>19</sup>, de 28.12.2007 (Lei nº 11.638/2007), foram introduzidas importantes alterações legislativas sobre TPR, notadamente sob o aspecto contábil (artigo 177<sup>20</sup>,

---

<sup>19</sup> Altera e revoga dispositivos da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e estende às sociedades de grande porte disposições relativas à elaboração e divulgação de demonstrações financeiras.

<sup>20</sup> Art. 177. A escrituração da companhia será mantida em registros permanentes, com obediência aos preceitos da legislação comercial e desta Lei e aos princípios de contabilidade geralmente aceitos, devendo observar métodos ou critérios contábeis uniformes no tempo e registrar as mutações patrimoniais segundo o regime de competência.

(...).

§5º As normas expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários a que se refere o § 3º deste artigo deverão ser elaboradas em consonância com os padrões internacionais de contabilidade adotados nos principais mercados de valores mobiliários. [\(Incluído pela Lei nº 11.638, de 2007\)](#)

(...).

parágrafo 5º da 6.404/1976 e artigo 10-A<sup>21</sup> da Lei nº 6.385/1976<sup>22</sup>), prevendo-se que:

- i) as normas relativas a demonstrações financeiras expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) passassem a ser elaboradas em consonância com padrões internacionais de contabilidade adotados nos principais mercados de valores mobiliários;
- ii) a celebração de convênio, por parte da CVM, Banco Central (Bacen) e outros órgãos e agências, com entidade que tenha por objeto o estudo e a divulgação de princípios, normas e padrões de contabilidade e de auditoria, podendo tais entidades, no exercício de suas atribuições regulamentares, adotar, no todo ou em parte, os pronunciamentos e demais orientações técnicas emitidas.

O Comitê de Pronunciamentos Contábeis<sup>23</sup> (CPC), criado pela Resolução nº 1.055/05<sup>24</sup>, do Conselho Federal de Contabilidade (CFC), tem cumprido o papel de elaborar estudos e divulgar princípios, normas e padrões de contabilidade e de auditoria, expedindo pronunciamentos e orientações técnicas que vêm sendo adotadas tanto pela CVM quanto pelo Banco Central do Brasil (artigo 10-A da Lei nº 6.385/1976).

Especificamente acerca da divulgação sobre partes relacionadas, o CPC aprovou o Pronunciamento Técnico CPC 05 (R1) contendo novos parâmetros e definições; para as companhias abertas, o pronunciamento foi tornado obrigatório conforme Deliberação CVM nº 642<sup>25</sup>, de 7.10.2010 (Del. CVM 642). Vale destacar que o normativo definiu partes relacionadas como *a pessoa ou a*

---

<sup>21</sup> [Art. 10-A](#). A Comissão de Valores Mobiliários, o Banco Central do Brasil e demais órgãos e agências reguladoras poderão celebrar convênio com entidade que tenha por objeto o estudo e a divulgação de princípios, normas e padrões de contabilidade e de auditoria, podendo, no exercício de suas atribuições regulamentares, adotar, no todo ou em parte, os pronunciamentos e demais orientações técnicas emitidas.

Parágrafo único. A entidade referida no caput deste artigo deverá ser majoritariamente composta por contadores, dela fazendo parte, paritariamente, representantes de entidades representativas de sociedades submetidas ao regime de elaboração de demonstrações financeiras previstas nesta Lei, de sociedades que auditam e analisam as demonstrações financeiras, do órgão federal de fiscalização do exercício da profissão contábil e de universidade ou instituto de pesquisa com reconhecida atuação na área contábil e de mercado de capitais.

<sup>22</sup> Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários.

<sup>23</sup> Criado pela Resolução nº 1.055/05, do Conselho Federal de Contabilidade (CFC).

<sup>24</sup> Cria o Comitê de Pronunciamentos Contábeis – (CPC), e dá outras providências.

<sup>25</sup> Aprova o Pronunciamento Técnico CPC 05(R1) do Comitê de Pronunciamentos Contábeis – CPC sobre divulgação de partes relacionadas.

*entidade que está relacionada com a entidade que está elaborando suas demonstrações contábeis (neste Pronunciamento Técnico, tratada como “entidade que reporta a informação”).*

Afora essa Deliberação, a CVM editou outros normativos<sup>26</sup> sobre o tema, a exemplo da Instrução CVM nº 480<sup>27</sup>, de 7.12.2009 (ICVM 480), que dispõe sobre a comunicação de transações entre partes relacionadas em dois momentos: no conteúdo do Formulário de Referência, conforme Anexo 24; e em até 7 (sete) dias úteis a contar da ocorrência, em conformidade com o disposto no Anexo 30-XXXIII.

A falta de uniformidade das normas que tratam sobre TPR representa grande desafio para a compreensão do tema e seu alcance.

A propósito, é importante dizer que os pronunciamentos expedidos pelo CPC e adotados pela CVM e Bacen têm nítido caráter contábil, espelham-se em normativos internacionais e no que tange à TPR têm como principal objetivo *assegurar que as demonstrações contábeis da entidade contenham as divulgações necessárias para chamar a atenção dos usuários para a possibilidade de o balanço patrimonial e a demonstração do resultado da entidade estarem afetados pela existência de partes relacionadas e por transações e saldos, incluindo compromissos, com referidas partes relacionadas*<sup>28</sup>.

Mas diante desse grande desafio interpretativo, como assegurar que transações da espécie não estão ferindo a comutatividade e prejudicando acionistas minoritários? A Lei das Estatais disciplinou que a competência para avaliar e monitorar a adequação das TPRs é do comitê de auditoria estatutário,

---

<sup>26</sup> Deliberação CVM nº 696, de 13.12.2012 – aprovou o Pronunciamento Técnico CPC 18(R2), que trata de investimento em coligada, em controlada e empreendimento controlado em conjunto; ii) Deliberação CVM nº 694, de 23.11.2012 – aprovou o Pronunciamento Técnico CPC 19(R2), que trata de negócios em conjunto; (iii) Deliberação CVM nº 693, de 8.11.2012 – aprovou o Pronunciamento Técnico CPC 32(R2), que trata de demonstrações separadas; (iv) Deliberação CVM nº 698, de 20.12.2012 – aprovou o Pronunciamento Técnico CPC 36(R3), que trata de demonstrações consolidadas; Instrução CVM nº 481, de 17.12.2009 – dispõe sobre informações, pedidos públicos de procuração, participação e votação a distância em assembleias de acionistas.

<sup>27</sup> Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários.

<sup>28</sup> Conforme Deliberação CVM nº 642, de 7.10.2010.

em conjunto com a administração e com auditoria interna. Cabe, contudo, pelas boas práticas, ao conselho de administração a avaliação final sobre potenciais conflitos de interesse ou aquelas que envolvam diretamente partes relacionadas.

Interessante trazer à colação o que a CVM, em seu Ofício-Circular/CVM/SEP/Nº02/2018, de 28.02.2018, orienta quanto aos procedimentos para avaliação e aprovação das transações com partes relacionadas, onde deixa claro a necessidade de independência do órgão que avalia e garante as condições em que devam ocorrer essas transações, recomendando a criação de alçadas de aprovação, conforme a relevância da operação:

Recomenda-se, ainda, que as transações com partes relacionadas sejam analisadas por Comitê de Auditoria Estatutário, quando presente, ou outro órgão específico independente, que seria responsável por avaliar as condições em que se estabelecem tais transações e para garantir que elas sejam realizadas no melhor interesse da companhia. A aprovação dessas operações deve ser precedida por efetiva negociação, das quais participem, em nome da companhia, pessoas sem interesses pessoais na matéria, sendo, também, recomendável a criação de alçadas de aprovação conforme a relevância da transação.

No caso das SEM, diversas transações entre partes relacionadas podem ocorrer, principalmente quando o controlador – o ente federativo – também controla outras companhias.

Uma das preocupações em relação à TPR está diretamente ligada com a figura do acionista controlador. A Lei das Sociedades Anônimas (LSA) define o acionista controlador como a pessoa, natural ou jurídica, que satisfaça os critérios previstos no artigo 116<sup>29</sup>, tal como dispõe, também, o inciso I do

---

<sup>29</sup> Art. 116. Entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que:

a) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembléia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e

b) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.

Parágrafo único. 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.

parágrafo 3º do artigo 34<sup>30</sup> da Lei nº 4.595<sup>31</sup>, de 31.12.1964 (Lei 4.595/1964), com a redação dada pela Lei nº 13.506<sup>32</sup>, de 13.11.2017.

Levando em consideração o atributo da personalidade, a Lei nº 13.303/2016, ao definir a sociedade de economia mista federal, o fez como sendo aquela cujas ações com direito a voto pertençam em sua maioria à União. Essa mesma definição já constava do Decreto-Lei nº 200/1967.

E não poderia ser diferente, pois a União, na qualidade de pessoa jurídica, está sujeita aos deveres e as responsabilidades do acionista controlador estabelecidos na Lei das Sociedades Anônimas - LSA, devendo exercer o poder de controle no interesse da companhia.

Saliente-se ainda que o artigo 13, VII<sup>33</sup>, do Decreto nº 8.945/2016, Decreto que regulamenta a Lei das Estatais no âmbito federal, ao estabelecer que as demais empresas estatais federais seriam partes relacionadas entre si, o fez valendo-se do pressuposto de que tais empresas têm em comum a figura do

---

<sup>30</sup> Art. 34. É vedado às instituições financeiras realizar operação de crédito com a parte relacionada.

(...).

§ 3º Considera-se parte relacionada à instituição financeira, para efeitos deste artigo:

I - seus controladores, pessoas físicas ou jurídicas, nos termos do [art. 116 da Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976](#);

(...).

<sup>31</sup> Dispõe sobre a Política e as Instituições Monetárias, Bancárias e Creditícias, Cria o Conselho Monetário Nacional e dá outras providências.

<sup>32</sup> Dispõe sobre o processo administrativo sancionador na esfera de atuação do Banco Central do Brasil e da Comissão de Valores Mobiliários; altera a Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, a Lei nº 4.131, de 3 de setembro de 1962, a Lei nº 4.829, de 5 de novembro de 1965, a Lei nº 6.024, de 13 de março de 1974, a Lei nº 7.492, de 16 de junho de 1986, a Lei nº 9.069, de 29 de junho de 1995, a Lei nº 9.613, de 3 de março de 1998, a Lei nº 10.214, de 27 de março de 2001, a Lei nº 11.371, de 28 de novembro de 2006, a Lei nº 11.795, de 8 de outubro de 2008, a Lei nº 12.810, de 15 de maio de 2013, a Lei nº 12.865, de 9 de outubro de 2013, a Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964, o Decreto nº 23.258, de 19 de outubro de 1933, o Decreto-Lei nº 9.025, de 27 de fevereiro de 1946, e a Medida Provisória nº 2.224, de 4 de setembro de 2001; revoga o Decreto-Lei nº 448, de 3 de fevereiro de 1969, e dispositivos da Lei nº 9.447, de 14 de março de 1997, da Lei nº 4.380, de 21 de agosto de 1964, da Lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965, e da Lei nº 9.873, de 23 de novembro de 1999; e dá outras providência

<sup>33</sup> Art. 13. As empresas estatais deverão observar os seguintes requisitos mínimos de transparência:

(...)

VII - elaboração e divulgação da política de transações com partes relacionadas, que abranja também as operações com a União e com as demais empresas estatais, em conformidade com os requisitos de competitividade, conformidade, transparência, equidade e comutatividade, que deverá ser revista, no mínimo, anualmente e aprovada pelo Conselho de Administração; (...)

acionista controlador, e não o suposto controle ou influência significativa de uma empresa sobre a outra.

O raciocínio adotado parece ter sido extraído do campo dos conflitos de interesses, sob o pressuposto de que a União poderia ter o controle ou influência no processo decisório de duas empresas estatais diante de uma potencial relação, razão pela qual elas seriam partes relacionadas.

É importante ter em mente que a caracterização da transação como TPR é prevista nos normativos que regulam o tema e, parafraseando o Ofício-Circular/CVM/SEP/Nº02/2018, de 28.02.2018, considerando a diversidade de formas com que as operações entre partes relacionadas podem se dar, não é possível estabelecer, a priori, condições objetivas para definir com exatidão o que é ou não uma TPR. Oportuno destacar, apenas para registro, que o disposto

no artigo 34<sup>34</sup> da Lei nº 4.595<sup>35</sup>, de 31.12.1964, foi alterado pela Lei nº 13.506<sup>36</sup>, de 13.11.2017, traçando um novo panorama legal para as operações de crédito

---

<sup>34</sup> Art. 34. É vedado às instituições financeiras realizar operação de crédito com a parte relacionada.

§ 1º (Revogado). (Redação dada pela Lei nº 13.506, de 2017)

§ 2º (Revogado). (Redação dada pela Lei nº 13.506, de 2017)

§ 3º Considera-se parte relacionada à instituição financeira, para efeitos deste artigo:

I - seus controladores, pessoas físicas ou jurídicas, nos termos do art. 116 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976; (Incluído pela Lei nº 13.506, de 2017)

II - seus diretores e membros de órgãos estatutários ou contratuais; (Incluído pela Lei nº 13.506, de 2017)

III - o cônjuge, o companheiro e os parentes, consanguíneos ou afins, até o segundo grau, das pessoas mencionadas nos incisos I e II deste parágrafo; (Incluído pela Lei nº 13.506, de 2017)

IV - as pessoas físicas com participação societária qualificada em seu capital; e (Incluído pela Lei nº 13.506, de 2017)

V - as pessoas jurídicas: (Incluído pela Lei nº 13.506, de 2017)

a) com participação qualificada em seu capital; (Incluído pela Lei nº 13.506, de 2017)

b) em cujo capital, direta ou indiretamente, haja participação societária qualificada;

c) nas quais haja controle operacional efetivo ou preponderância nas deliberações, independentemente da participação societária; e (Incluído pela Lei nº 13.506, de 2017)

d) que possuam diretor ou membro de conselho de administração em comum. (Incluído pela Lei nº 13.506, de 2017)

§ 4º Excetuam-se da vedação de que trata o **caput** deste artigo, respeitados os limites e as condições estabelecidos em regulamentação: (Incluído pela Lei nº 13.506, de 2017)

I - as operações realizadas em condições compatíveis com as de mercado, inclusive quanto a limites, taxas de juros, carência, prazos, garantias requeridas e critérios para classificação de risco para fins de constituição de provisão para perdas prováveis e baixa como prejuízo, sem benefícios adicionais ou diferenciados comparativamente às operações deferidas aos demais clientes de mesmo perfil das respectivas instituições; (Incluído pela Lei nº 13.506, de 2017)

II - as operações com empresas controladas pela União, no caso das instituições financeiras públicas federais; (Incluído pela Lei nº 13.506, de 2017)

III - as operações de crédito que tenham como contraparte instituição financeira integrante do mesmo conglomerado prudencial, desde que contenham cláusula contratual de subordinação, observado o disposto no inciso V do art. 10 desta Lei, no caso das instituições financeiras bancárias; (Incluído pela Lei nº 13.506, de 2017)

IV - os depósitos interfinanceiros regulados na forma do inciso XXXII do **caput** do art. 4º desta Lei;

V - as obrigações assumidas entre partes relacionadas em decorrência de responsabilidade imposta a membros de compensação e demais participantes de câmaras ou prestadores de serviços de compensação e de liquidação autorizados pelo Banco Central do Brasil ou pela Comissão de Valores Mobiliários e suas respectivas contrapartes em operações conduzidas no âmbito das referidas câmaras ou prestadores de serviços; e (Incluído pela Lei nº 13.506, de 2017)

VI - os demais casos autorizados pelo Conselho Monetário Nacional. (Incluído pela Lei nº 13.506, de 2017)

§ 5º Considera-se também realizada com parte relacionada qualquer operação que caracterize negócio indireto, simulado ou mediante interposição de terceiro, com o fim de realizar operação vedada nos termos deste artigo. (Incluído pela Lei nº 13.506, de 2017)

§ 6º O Conselho Monetário Nacional disciplinará o disposto neste artigo, inclusive a definição de operação de crédito, de limites e de participação qualificada. (Incluído pela Lei nº 13.506, de 2017)

<sup>35</sup> Dispõe sobre a Política e as Instituições Monetárias, Bancárias e Creditícias, cria o Conselho Monetário Nacional e dá outras providências.

<sup>36</sup> Dispõe sobre o processo administrativo sancionador na esfera de atuação do Banco Central do Brasil e da Comissão de Valores Mobiliários; altera a Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, a Lei nº 4.131, de 3 de setembro de 1962, a Lei nº 4.829, de 5 de novembro de 1965, a Lei nº 6.024, de 13 de março de 1974, a Lei nº 7.492, de 16 de junho de 1986, a Lei nº 9.069, de 29 de

com partes relacionadas, vedando que tais operações sejam realizadas pelas instituições financeiras justamente com o fim de evitar que sejam realizadas operações com partes relacionadas que potencialmente poderiam se beneficiar dos laços existentes.<sup>37</sup>

Quanto ao tema, importante esclarecer que a necessidade de observância das condições de razoabilidade, equilíbrio e comutatividade, que devem pautar as transações com partes relacionadas, compõem premissas que independem do valor do negócio realizado.

Aliás, o próprio conceito de transações com partes relacionadas, conforme disposto na Deliberação CVM 642/2010 (que aprovou o Pronunciamento Contábil CPC 05 – R1) deixa claro que a sua identificação requer apenas que os sujeitos envolvidos sejam partes relacionadas, sendo irrelevante o montante tratado na operação realizada entre eles. Vejamos o conceito:

CVM 642 (CPC 05)

Transação com parte relacionada é a transferência de recursos, serviços ou obrigações entre uma entidade que reporta a informação e uma parte relacionada, independentemente de ser cobrado um preço em contrapartida.

Em idêntico sentido, a Lei nº 6.404/1976, em seu artigo 245, diz que as operações entre a companhia e sociedades controladoras, controladas e coligadas, devem ser conduzidas sob condições comutativas, ou com pagamento compensatório. Nos artigos 153 a 156, a LSA impõe aos administradores os deveres de lealdade e diligência, indicando a necessidade

---

junho de 1995, a Lei nº 9.613, de 3 de março de 1998, a Lei nº 10.214, de 27 de março de 2001, a Lei nº 11.371, de 28 de novembro de 2006, a Lei nº 11.795, de 8 de outubro de 2008, a Lei nº 12.810, de 15 de maio de 2013, a Lei nº 12.865, de 9 de outubro de 2013, a Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964, o Decreto nº 23.258, de 19 de outubro de 1933, o Decreto-Lei nº 9.025, de 27 de fevereiro de 1946, e a Medida Provisória nº 2.224, de 4 de setembro de 2001; revoga o Decreto-Lei nº 448, de 3 de fevereiro de 1969, e dispositivos da Lei nº 9.447, de 14 de março de 1997, da Lei nº 4.380, de 21 de agosto de 1964, da Lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965, e da Lei nº 9.873, de 23 de novembro de 1999; e dá outras providências.

<sup>37</sup> Não localizamos, por ocasião da finalização desta dissertação (outubro/2018), nas pesquisas realizadas o regulamento a que se refere o §4º do art. 34 da Lei 4.595/64. Porém houve Consulta Pública no âmbito do Bacen visando definir condições e limites para a realização de operações de crédito com partes relacionadas por instituições financeiras e por sociedades de arrendamento mercantil (Edital nr. 64/2018). In: <https://www3.bcb.gov.br/audpub/AudienciasEncerradas?0>. Consultado em: setembro/2018.

de absterem-se de intervir em situações nas quais possuam conflito de interesses com a companhia.

Por fim, as transações entre partes relacionadas e todo o processo de decisão que as precede devem ser documentados de modo a permitir posterior verificação, quando necessário.

Relevante, ainda, fazer uma referência à informação trazida no Regulamento do Programa Destaque em Governança de Estatais (PDGE), que noticia o fato de as regras da Bolsa de Nova Iorque exigirem, nas transações com partes relacionadas, a análise por órgão independente, fato que ganha relevo no caso de empresas que negociam papéis no Estado Norte Americano.

Essa preocupação também está em linha com as práticas internacionais. Diversas bolsas têm regras específicas aplicáveis às Transações com Partes Relacionadas: NYSE<sup>38</sup> e NASDAQ<sup>39</sup> exigem análise por órgão independente; a LSE<sup>40</sup> exige divulgação em relatório específico da administração; HKEx<sup>41</sup> prevê que, a depender da categoria, deverá haver análise por acionistas não envolvidos na transação; TSX<sup>42</sup> determina aprovação por CA ou acionistas não envolvidos na transação.

Muita dessa interpretação decorre do racional previsto nas definições contidas no CPC 05, que basicamente teriam caráter societário. Para finalizar esse aspecto, destaca-se a recente interpretação que a Resolução CMN nº 4.636/2018 conferiu a determinadas palavras e expressões previstas no CPC 05:

*Art. 2º Na divulgação das informações de que trata o art. 1º, deve ser observado o Pronunciamento Técnico CPC 05 (R1) – Divulgação sobre Partes Relacionadas - , aprovado pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC) em 3 de setembro de 2010.*

*(...).*

*§3º As menções, no texto do CPC 05 (R1), aos termos “controle”, “controle conjunto”, “entidade de investimento” e “influência*

---

<sup>38</sup> The New York Stock Exchange.

<sup>39</sup> The *Nasdaq* Stock Market website features stock market news, stock information & quote updates, data analysis reports.

<sup>40</sup> London Stock Exchange.

<sup>41</sup> Hong Kong Exchanges and Clearing Market.

<sup>42</sup> Toronto Stock Exchange.

*significativa” devem ser interpretadas como referências aos seguintes conceitos:*

*I – controle: situação em que a instituição investidora está exposta a ou tem direitos sobre retornos variáveis decorrentes de seu envolvimento com a entidade investida e tem a capacidade de afetar esses retornos por meio de seu poder sobre essa entidade;*

*II – controle conjunto: situação em que há o compartilhamento, contratualmente convencionado, do controle de uma entidade, no qual as decisões sobre as atividades relevantes exigem o consentimento unânime das partes controladoras;*

*III – entidade de investimento: entidade que atende, cumulativamente, as seguintes condições:*

*a) o seu propósito comercial é o investimento de recursos exclusivamente para fins de retornos de valorização do capital, receitas de investimentos ou ambos;*

*b) a obtenção de recursos de investidores possui o objetivo de fornecer-lhes serviços de gestão de investimento; e*

*c) a mensuração e a avaliação do desempenho de parcela substancial de seus investimentos devem ser feitas com base no valor justo; e*

*IV – influência significativa: situação em que a instituição investidora mantém, direta ou indiretamente, pelo menos 20% (vinte por cento) do capital votante da entidade investida, sem controlá-la, ou detém ou exerce o poder de participar das decisões das políticas financeira ou operacional da investida, sem controlá-la, considerando, no mínimo, os seguintes fatores:*

*a) representação no conselho de administração ou na diretoria da entidade investida;*

*b) participação nos processos de elaboração de políticas, inclusive em decisões sobre dividendos e outras distribuições da entidade investida;*

*c) operações materiais entre a instituição investidora e a entidade investida;*

*d) intercâmbio de diretores ou outros membros da alta administração;*  
*e*

*e) fornecimento pela instituição investidora de informação técnica essencial para a atividade da entidade investida.*

Ressalte-se que o alcance da definição de TPR depende, fundamentalmente, de se estabelecer o significado de algumas das expressões que compõem o seu conceito e que poderiam suscitar na prática, eventual dúvida quanto ao enquadramento do caso concreto como TPR.

Em conjunto com tais significados, o alcance da definição pode levar em consideração também o fato de que os pronunciamentos expedidos pelo CPC e recepcionados pela CVM e pelo CMN têm nítido caráter contábil, espelham-se em normativos internacionais e, no que tange às TPR, têm como principal

objetivo, lembrando, assegurar que as demonstrações contábeis da entidade contenham as divulgações necessárias para chamar a atenção dos usuários *para a possibilidade de o balanço patrimonial e a demonstração do resultado da entidade estarem afetados pela existência de partes relacionadas e por transações e saldos, incluindo compromissos, com referidas partes relacionadas*<sup>43</sup>.

Assim, tem-se que a expressão “transação” não teria sido usada em seu sentido estrito, tal qual o fez o Código Civil<sup>44</sup>, mas, sim, com o significado geralmente adotado na terminologia mercantil, de negócio, operação ou ato de comércio praticado entre partes relacionadas<sup>45</sup>.

Diversamente da “transação”, o termo “transferência” não possui sentido técnico próprio, significando, na linguagem jurídica, com adaptações para a hipótese ora analisada, o ato pelo qual a pessoa transmite a outrem recursos, serviços ou obrigações que lhe pertenciam<sup>46</sup>, ou seja, algo que deixa a esfera jurídica de uma parte para ingressar na da outra parte, ainda que de forma transitória, mas efetiva.

---

<sup>43</sup> Conforme Deliberação CVM nº 642, de 7.10.2010.

<sup>44</sup> No conceito adotado pelo Código Civil, a expressão foi usada em sentido estrito, significando a convenção em que, mediante concessões recíprocas, duas ou mais pessoas ajustam certas cláusulas e condições para que previnam litígio, que se possa suscitar entre elas, ou ponham fim a litígio já suscitado.

<sup>45</sup> SILVA, De Plácido e. *Vocabulário Jurídico*. 18ª ed. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2001, p. 827.

<sup>46</sup> SILVA, De Plácido e. *Vocabulário Jurídico*. 22ª ed. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2003, p. 1423.

Com esse sentido, verifica-se que a palavra “transferência” é usada diversas vezes no Código Civil, a exemplo dos artigos. 108<sup>47</sup>, 303<sup>48</sup>, 358<sup>49</sup> e 524<sup>50</sup> e na LSA, conforme artigos 31<sup>51</sup>, parágrafo 1º, e 103<sup>52</sup>.

Por seu turno, a palavra “recursos” não teria sido utilizada em seu sentido jurídico<sup>53</sup>, seja amplo ou restrito, mas, sim, no seu sentido vulgar, de meio pecuniário, dinheiro<sup>54</sup>.

Assim sendo, observados esses parâmetros interpretativos, a definição de TPR adotada pela Deliberação CVM 642, e mais recentemente pela Resolução CMN nº 4.636/2018, representaria uma cláusula aberta, visando, na prática, abranger todo tipo de ato que se enquadre nos elementos presentes em seu conceito, independentemente de sua nomenclatura.

---

<sup>47</sup> Art. 108. Não dispondo a lei em contrário, a escritura pública é essencial à validade dos negócios jurídicos que visem à constituição, **transferência**, modificação ou renúncia de direitos reais sobre imóveis de valor superior a trinta vezes o maior salário mínimo vigente no País.

<sup>48</sup> Art. 303. O adquirente de imóvel hipotecado pode tomar a seu cargo o pagamento do crédito garantido; se o credor, notificado, não impugnar em trinta dias a **transferência** do débito, entender-se-á dado o assentimento.

<sup>49</sup> Art. 358. Se for título de crédito a coisa dada em pagamento, a **transferência** importará em cessão.

<sup>50</sup> Art. 524. A transferência de propriedade ao comprador dá-se no momento em que o preço esteja integralmente pago. Todavia, pelos riscos da coisa responde o comprador, a partir de quando lhe foi entregue.

<sup>51</sup> Art. 31. A propriedade das ações nominativas presume-se pela inscrição do nome do acionista no livro de "Registro de Ações Nominativas" ou pelo extrato que seja fornecido pela instituição custodiante, na qualidade de proprietária fiduciária das ações.

§ 1º A **transferência** das ações nominativas opera-se por termo lavrado no livro de "Transferência de Ações Nominativas", datado e assinado pelo cedente e pelo cessionário, ou seus legítimos representantes.

§ 2º A **transferência** das ações nominativas em virtude de transmissão por sucessão universal ou legado, de arrematação, adjudicação ou outro ato judicial, ou por qualquer outro título, somente se fará mediante averbação no livro de "Registro de Ações Nominativas", à vista de documento hábil, que ficará em poder da companhia.

§ 3º Na **transferência** das ações nominativas adquiridas em bolsa de valores, o cessionário será representado, independentemente de instrumento de procuração, pela sociedade corretora, ou pela caixa de liquidação da bolsa de valores.

<sup>52</sup> Art. 103. Cabe à companhia verificar a regularidade das **transferências** e da constituição de direitos ou ônus sobre os valores mobiliários de sua emissão; nos casos dos artigos 27 e 34, essa atribuição compete, respectivamente, ao agente emissor de certificados e à instituição financeira depositária das ações escriturais.

<sup>53</sup> Em síntese, no sentido da adoção de medida processual adequada (SILVA, De Plácido e. Vocabulário Jurídico. 18ª ed. Editora Forense: Rio de Janeiro, 2001, p. 684

<sup>54</sup> Disponível em: <http://www.aulete.com.br/recursos>. Acesso em: 12.04.18, às 12h16.

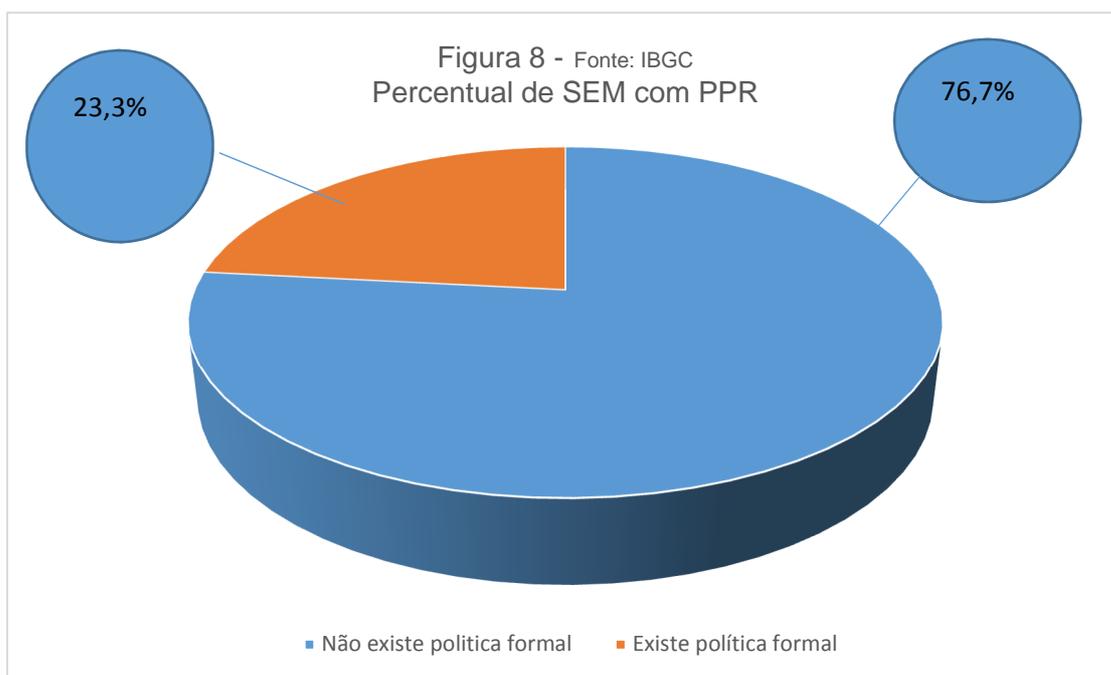
Percebe-se que a TPR compreenderia todo ato lícito que tenha o objetivo de transferir recursos, serviços ou obrigações entre uma entidade que reporta a informação e uma parte relacionada. O ato de transferir, portanto, seria o elemento central do alcance da definição de TPR.

Com efeito, a título exemplificativo, um acordo de acionistas poderia ser, em princípio, uma TPR, desde que em seu bojo houvesse uma transferência de recursos (como, por exemplo, quando houver previsão de compra e venda de ações entre os signatários), serviços ou obrigações entre a entidade que reporta a informação e uma parte relacionada. Esclarece-se que a mera previsão de obrigações recíprocas (sinalagma) em um acordo de acionistas — por exemplo as relativas ao exercício do direito de voto ou do poder de controle —, não seria suficiente, por si só, para caracterizar tal contrato como uma TPR, pois não teria havido transferência de recursos, serviços ou obrigações entre as partes relacionadas.

À vista disso, em síntese, a consideração de uma transação como TPR pressupõe a existência de uma relação jurídica com uma parte relacionada onde se verifique a transferência de recursos, serviços ou obrigações, de uma parte para a outra, *independentemente de haver ou não um valor alocado à transação*.

Trazendo o tema da TPR para o bojo da governança, pode-se destacar que a Lei das Estatais já nasce preocupada com exigências trazidas por pronunciamento técnicos contábeis de exigência mundial e que tentar imprimir maior transparência aos investidores das empresas de capital aberto.

Assim, políticas que visem a disciplinar tais transações são desejáveis também nesse tipo de empresa. Entretanto, poucas companhias analisadas possuem uma política explícita de TPRs, apesar de todo o potencial conflito de interesses entre o ente público e a sociedade de economia mista. Das trinta companhias listadas, 23 não possuem nenhum tipo de política – somente seguem a lei e os regulamentos contábeis (ou de agências reguladoras) quando há TPRs.



Obviamente as companhias citam que realizam tais transações (listadas no Formulário de Referência) em condições comutativas, de mercado, mas nenhuma indica o processo para garantir que a transação ocorra, de fato, de modo justo e comutativo, como uma boa política de TPRs deveria garantir.

As políticas de TPRs das sete companhias que as apresentam variam desde uma estrutura mais simples, como aprovação pelo conselho de administração de transações que excedam certo limite, até uma política mais bem elaborada, que indica quem são os responsáveis pela aprovação, qual a alçada de cada membro e quais os critérios para analisar se a TPR está em condições de mercado, com órgão específico para tanto. No geral, predominam as companhias que afirmam seguir a legislação/regulação e que isso é suficiente para garantir as condições de mercado nas TPRs.

Logo, ainda que justas as críticas por parte de órgãos e entidades, a exemplo do IBCG, é possível justificar a falta de informações mais transparentes e de políticas mais precisas em virtude de uma regulamentação confusa e até certo ponto claudicante.

### 3.2 Convergência das Diretrizes do IBGC e da OCDE com a Lei das Estatais

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, IBGC, afirma que o cenário legal então aplicável às empresas estatais brasileiras não surtiu o efeito esperado, ou *não foi capaz de isolar tais empresas da interferência política indesejável e proteger ou diminuir sua exposição a outros riscos e malfeitos corporativos.*

Assim, foi necessário um novo diploma legal aplicável a empresa pública, a sociedade de economia mista e suas subsidiárias, no âmbito da União, dos estados, dos municípios e do Distrito Federal capaz (ou ao menos com a intenção) de aumentar a proteção desse tão importante patrimônio nacional. O referido marco legal, denominado ao longo da presente pesquisa de Lei das Estatais, veio ao encontro não só dos anseios de nossa sociedade, mas também de colocar no prumo a gestão e governança das empresas públicas e das Sociedades de economia Mista (SEM).

Na visão do IBGC, *a Lei das Estatais constituiu um marco significativo ao disciplinar temas sensíveis em matéria de governança corporativa até então inexistentes em outros instrumentos normativos.*

Em matéria de governança corporativa, a Lei das Estatais introduziu particularmente comandos sobre três grandes dimensões: **transparência, fiscalização e controle e administração.**

No que diz respeito aos requisitos de transparência (artigo 8º), destacam-se a elaboração e divulgação da carta anual, subscrita pelo conselho, sobre consecução de objetivos de políticas públicas; e a carta anual de governança corporativa.

Ao tratar dos aspectos de fiscalização e controle (artigo 9º), foi introduzida a obrigatoriedade do comitê de auditoria estatutário, da auditoria interna (com reporte ao conselho ou ao comitê de auditoria) e da área de conformidade e riscos. Adicionalmente, foram estabelecidos como necessários o código de conduta e integridade, com prescrição de conteúdo mínimo, e o informe sobre a

execução da política de transações com partes relacionadas, cuja relevância foi explorada anteriormente.

Sobre a composição da administração, a lei dispõe sobre a criação de comitê estatutário para indicação e avaliação dos membros do conselho, estabelece composição de sete a onze membros para o conselho, com 25% das vagas para conselheiros independentes.

A lei passou a exigir critérios de experiência profissional e impõe parâmetros mais rígidos de elegibilidade para candidatos a posição no conselho de administração, especialmente para pessoas que ocupem cargos na administração pública e posições relacionadas a atividades político-partidárias ou sindicais, bem como apresentem conflito de interesses com a companhia ou o acionista controlador.

Todas essas dimensões destacadas pelo IBGC (transparência, fiscalização e controle e administração), e trazidas pela Lei das Estatais, se alinham igualmente com as Diretrizes da OCDE sobre Governança Corporativa para Empresas de Controle Estatal.

Essas Diretrizes norteiam explicitamente assuntos que são específicos para governança corporativa das estatais e, conseqüentemente, trazem a perspectiva do Estado como proprietário, jogando luz mediante a aplicação de políticas que assegurem boa governança corporativa.

As Diretrizes apresentadas pela OCDE na primeira parte do documento abrangem as seguintes áreas: i) Assegurar uma Estrutura Reguladora e Legal Efetiva para Empresas de Propriedade Estatal; ii) O Estado na Qualidade de Proprietário; iii) Tratamento Equitativo de Acionistas; iv) Relações com as Partes Interessadas (*stakeholders*); v) Transparência e Divulgação; vi) As Responsabilidades dos Conselhos das Empresas de Propriedade do Estado.

Por sua vez o IBGC, no ano de 2017, mas com base em dados do ano de 2016, colhidos no Formulário de Referência publicado pelas empresas<sup>55</sup>,

---

<sup>55</sup> Elaborado com base em documentos utilizados há muito tempo no mercado internacional (como o formulário 20-F nos EUA), o Formulário de Referência foi instituído no Brasil em

realizou pesquisa com o objetivo de apresentar panorama dos padrões de governança corporativa adotados pelas empresas estatais listadas no Brasil e observou a estrutura e as características do conselho de administração das sociedades de economia mista, bem como os aspectos relacionados à independência da administração e a mecanismos de conduta e conflito de interesses.

Da referida pesquisa, analisada anteriormente, o IBGC destacou alguns pontos críticos relacionados ao padrão de governança corporativa das SEM, que podem ser resumidos da seguinte maneira:

- Segmentos Especiais de Listagem da BM&FBOVESPA: 83% das SEM listadas estão submetidas a pouco ou praticamente nenhum regramento com efeito sobre adesão a padrões mais elevados de governança corporativa. As companhias estão concentradas nos segmentos Tradicional (não há regulamento específico em matéria de práticas de governança) e Nível 1 (mais baixo nível de adesão a práticas de governança, praticamente sem diferencial em relação ao regime jurídico e regramentos vigentes);
- Independência e Interferência Política no Conselho: Para 33% das SEM, o estatuto social estabelece reserva explícita de vagas no conselho para ocupantes de cargos específicos da administração pública direta do ente federativo do controlador (União, estado, município ou Distrito Federal);
- Conselheiros Independentes: Somente 11% dos membros titulares dos conselhos das SEM são classificados como conselheiros independentes;
- Comitês de Assessoramento do Conselho: Em aproximadamente 33% das SEM, há um único comitê de apoio ao conselho de administração. Em 30% não há nenhum comitê. Na maioria dos casos analisados, a existência de comitês corresponde a exigência regulatória específica do setor de atuação da SEM, como por exemplo as instituições financeiras;
- Avaliação do Conselho: A prática de avaliação do conselho ainda é bastante incipiente entre as SEM, sendo adotada com previsão formal apenas por aproximadamente 36% das SEM;
- Indicação de Cargos para Diretoria: Há previsão formal de prerrogativa do acionista controlador indicar membros para cargos de diretoria em 20% das SEM;
- Gerenciamento de Riscos: Em 36% das SEM não há nenhuma previsão formal de mecanismo de gerenciamento de riscos, sendo que 20% adotam mecanismos que não vão além da exigência regulatória específica do setor de atuação da SEM, como por exemplo as instituições financeiras;
- Transações entre Partes Relacionadas (TPR): Há previsão formal de mecanismo para TPR apenas em aproximadamente 23% das SEM, apesar dos elevados conflitos de interesse a que estão expostas as empresas de controle estatal.

---

dezembro de 2009 como mais um elemento para impulsionar a adoção de práticas transparentes que fortalecessem a governança corporativa e a confiabilidade nas companhias e no mercado. O documento apresenta informações essenciais para que as partes interessadas possam compreender claramente as estratégias e a execução dos objetivos propostos.

Em que pese o IBGC sustentar que a Lei das Estatais carece de melhorias, ainda assim demonstra que a aplicação de boas práticas asseguram a redução do conflito de agência, a sustentabilidade das empresas, maior acesso ao mercado de crédito, melhor custo de capital e maior transparência:

De modo geral, as práticas das SEM em questões de transparência e desempenho financeiro, assim como a administração dessas companhias, podem (e devem) ser aprimoradas. Muitas deficiências relacionadas a esses aspectos estão associadas, por exemplo, à ausência de boas práticas de governança corporativa na seleção e avaliação de administradores e no direcionamento estratégico. Além disso, como os mais recentes casos de falhas de governança envolvendo as empresas estatais têm evidenciado, as práticas dessas companhias envolvendo conduta ética, controles internos e conformidade (*compliance*) têm se mostrado, por vezes, insuficientes ou inadequadas. Assim como ocorre nas companhias totalmente privadas, o desenvolvimento de práticas e padrões de governança corporativa pode ajudar as SEM a atingir, no longo prazo, resultados sustentáveis. Boas práticas de governança também podem contribuir para mediar e alinhar os conflitos entre acionistas, acentuados pela oposição latente entre interesses do Estado (metas sociais e políticas públicas) e dos acionistas privados (retorno financeiro). A esse embate de interesses intrínsecos às sociedades de economia mista, soma-se a possibilidade de que governantes direcionem a atuação das estatais para fins eleitoreiros ou político-partidários.

Tais evidências corroboram ainda mais a importância da Lei das Estatais, pois veio ao encontro do anseio de nossa sociedade, dos investidores e dos colaboradores das próprias estatais. E da mesma forma, em linhas com as exigências e diretrizes traçadas por entidades independentes e respeitadas, como a OCDE e o IBGC.

### **3.3 Desafios – ADIs 5624, 5846 e 5924 e PLS 167/18**

O Supremo Tribunal Federal (STF) recebeu Ação Direta de Inconstitucionalidade (ADI 5624) contra a Lei das Estatais. A ação foi ajuizada, com pedido de medida cautelar, pela Federação Nacional das Associações do Pessoal da Caixa Econômica Federal (Fenaee) e pela Confederação Nacional dos Trabalhadores do Ramo Financeiro (Contraf/Cut). A ação está sob a relatoria do ministro Ricardo Lewandowski.

Conforme a petição inicial, a Lei das Estatais, ao regulamentar o artigo 173, parágrafo 1º, da Constituição Federal (com redação alterada pela Emenda Constitucional 19/1998), teria inserido no ordenamento jurídico *normas de grande impacto sobre o regime societário, a organização e a atuação das*

*empresas públicas e sociedades de economia mista da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos municípios, a composição de seus órgãos de administração, a sua função social, o seu regime de compras e contratações e as formas de prestação de contas ao Estado e à sociedade, estabelecendo limitações e obrigações e restringindo a capacidade de gestão dos respectivos Poderes Executivos.*

Entre as alegações apresentadas, as entidades afirmam que há inconstitucionalidade formal na norma, por entender que houve invasão do Poder Legislativo sobre a prerrogativa do chefe do Poder Executivo de dar início ao processo legislativo em matérias que envolvam a organização e funcionamento do próprio Executivo e o regime jurídico de seus servidores.

Quanto às inconstitucionalidades materiais, sustenta que a lei apresenta abrangência excessiva, pois alcança a totalidade das empresas públicas e sociedades, quando o artigo 173, parágrafo 1º da Constituição, prevê o estabelecimento do estatuto jurídico das estatais que explorem atividade econômica de produção ou comercialização de bens ou prestação de serviços. Alega incompatibilidade da norma com os artigos 25 e 30 (incisos I e II) da Constituição, uma vez que torna inviável que os estados e municípios exerçam sua capacidade de auto-organização.

Mais especificamente em relação à governança, as entidades sustentam que as restrições previstas na lei para investidura em cargos de gestão nas empresas estatais ofendem o caput do artigo 5º da Constituição Federal (princípio da igualdade).

Isso porque, entre os que se encontram impedidos de integrar o conselho de administração e a diretoria das estatais estão as pessoas que atuaram, nos últimos 36 meses, como participantes da estrutura decisória de partido político e aqueles que exerçam cargo em organização sindical. Por fim, as autoras da ADI argumentam que a norma mostra-se inconstitucional ao impor às estatais, que explorem atividades econômicas em regime de competição com o mercado, regras que não são aplicáveis às empresas privadas que atuem no mesmo ramo.

A Procuradoria Geral da República, em seu Parecer, apenas assinalou a possibilidade de *periculum in mora* na aplicação da Lei nº 13.303/2016 em relação às empresas públicas e SEM prestadoras de serviços públicos ou em regime de monopólio, pois no seu entender, não estariam albergadas na regra do artigo 173, parágrafo 1º, da Constituição Federal de 1988, destinado às estatais que atuam em regime de concorrência.

De toda sorte, a Procuradoria Geral da República avalizou como boas práticas de governança as previsões trazidas pela Lei das Estatais, sobretudo em relação aos requisitos e vedações estabelecidos em seu artigo 17. Eis o trecho pelo qual a Procuradora Geral da República, Ministra Raquel Elias Ferreira Dodge, assenta de forma clara seu posicionamento, em linha com o que defende inclusive a Advocacia Geral da União:

Tampouco há ofensa à razoabilidade nas restrições que o art. 17, § 2º, da Lei 13.303/2016 impõe à investidura em cargos de direção e de conselho de administração das entidades. A vedação incide sobre representantes de órgãos reguladores, dirigentes estatutários de partidos políticos, ocupantes de cargos em organização sindical e contratantes com a pessoa política controladora da empresa. Visam, como observou a AGU, a coibir possíveis conflitos entre interesses institucionais da entidade e interesses político-partidários ou corporativos e, dessa maneira, assegurar a autonomia decisória e a probidade administrativa dos ocupantes dos cargos.

A norma não impede a supervisão ministerial sobre tais entidades e tampouco obsta a participação de representantes de empregados nos conselhos de administração, ainda que se trate de empregados filiados a entidades sindicais. Apenas incide o óbice no caso de se tratar de empregado que esteja no exercício de cargo de direção ou representação em organização sindical.

Em outra frente, o Partido Comunista do Brasil (PCdoB) ajuizou a Ação Direta de Inconstitucionalidade (ADI) 5846 pedindo que o Supremo Tribunal Federal (STF) dê interpretação conforme a Constituição a dispositivos do Estatuto Jurídico das Estatais e do decreto presidencial apenas na parte que dispõe sobre a venda de ativos das companhias de economia mista. Esta é a segunda ação sob relatoria do ministro Ricardo Lewandowski para questionar a constitucionalidade de normas que tratam da venda de ativos de empresas estatais, porém sem questionar as regras sobre governança trazidas pela Lei nº 13.303/2016.

Na mesma toada da ADI 5624, pois ataca inclusive as regras de governança da Lei das Estatais, está a Ação Direta de Inconstitucionalidade (ADI) nº 5924 promovida pelo governo de Minas Gerais.

Na ADI 5924, o governo mineiro questiona, a exemplo da ADI 5624, a primeira parte da lei, mais especificamente os dispositivos do capítulo que trata do regime societário da empresa pública e da sociedade de economia mista (artigos 5º ao 26). Sustenta que a lei exige que estatais e subsidiárias adotem uma estrutura societária não prevista no Código Civil e na Lei das Sociedades Anônimas (Lei nº 6.404/1976), bem como instituem órgãos de controle e de fiscalização (auditoria interna e comitê de auditoria estatutário) e estructurem conselhos fiscal e de administração com critérios restritivos de nomeação de seus membros. Adota como argumento o Governo mineiro que:

Alguns dos artigos que tratam da governança são inconstitucionais na medida em que violam a autonomia dos entes políticos (artigo 18 da Constituição Federal) e a consequente prerrogativa do chefe do Poder Executivo em dar início ao processo legislativo em matérias que envolvam a organização e o funcionamento do Poder Executivo (artigo 61). Também há clara violação ao regime jurídico distinto aplicável às empresas estatais exploradoras de atividade econômica, conforme previsão do artigo 173 da Constituição

Segundo o Governo mineiro, entre as consequências imediatas das inconstitucionalidades apontadas estão a criação de um regime excepcional na estrutura societária das estatais, sem considerar as atividades prestadas e as especificidades de cada empresa e a ingerência da União na autonomia gerencial e financeira dos estados. Assinala o autor da ADI 5924 que a criação de novas estruturas organizacionais, como auditoria interna e comitê de auditoria estatutário, acarretará gastos e diminuirá receitas das empresas estatais e subsidiárias.

A inicial pede, ao final, liminar para suspender, até o julgamento da ADI, a eficácia dos artigos 5º ao 26 (justamente os dispositivos que tratam sobre governança das estatais), tendo em vista o encerramento do período de transição de dois anos para adaptação à lei, ocorrido no mês de julho de 2018. Alega a inicial da ação que governadores e prefeitos não podem ser obrigados a adotar normas de governança da nova lei, que poderão ser taxados de inconstitucionais pelo STF. Além disso, as providências legais exigirão, em um

momento de crise econômica, aumento do custo de pessoal nas estatais subsidiárias, bem como perda de receita da Administração Direta. A ADI também foi distribuída ao ministro Ricardo Lewandowski, por prevenção, já que as ADIs 5624 e 5846 estão sob sua condução.

Em que pese os argumentos trazidos nas ADIs, o ministro Ricardo Lewandowski, após a distribuição por dependência de todas essas Ações, deferiu liminar parcial que não ataca o coração da Lei das Estatais, mas tão somente suspende os efeitos do inciso XVIII, do artigo 29, pelo qual se viabiliza a alienação de participações em empresas privadas, não entrando no escopo da parte inicial da Lei nº 13.303/2016, justamente a parte que protege a Governança das SEM. Em outras palavras, o STF entendeu neste momento que as práticas de governança trazidas pela Lei nº 13.303/2016 não apresentam indícios de inconstitucionalidade. Senão vejamos o despacho do Ministro Ricardo Lewandowski:

Diante do exposto, com base no art. 10, § 3º, da Lei 9.868/1999, e no art. 21, V, do RISTF, concedo parcialmente a medida cautelar pleiteada, ad referendum do Plenário deste Supremo Tribunal, para, liminarmente, conferir interpretação conforme à Constituição ao art. 29, caput, XVIII, da Lei 13.303/2016, afirmando que a venda de ações de empresas públicas, sociedades de economia mista ou de suas subsidiárias ou controladas exige prévia autorização legislativa, sempre que se cuide de alienar o controle acionário, bem como que a dispensa de licitação só pode ser aplicada à venda de ações que não importem a perda de controle acionário de empresas públicas, sociedades de economia mista ou de suas subsidiárias ou controladas. Por outro lado, entendo que os demais pedidos cautelares devem aguardar a instrução de todos os processos de controle abstrato antes nominados, para posterior análise pelo Plenário desta Corte. Em outras palavras, não vejo urgência capaz de justificar, neste momento processual e pela via monocrática, o deferimento dos demais pleitos de urgência.

**É que a Lei das Estatais incorporou a nosso sistema jurídico inúmeras regras de governança corporativa que, pelo menos a priori, podem contribuir para maior transparência, controle, previsibilidade e imparcialidade ao regime jurídico das estatais.** A lei concedeu, ainda, o razoável prazo de 24 meses para adaptação das empresas públicas e das sociedades de economia mista à nova sistemática. (grifo não consta do original)

Outro aspecto importante a ser destacado está nos debates ocorridos no Audiência Pública promovido pelo STF no dia 28.9.2018 visando subsidiar a decisão daquela corte em relação aos temas tratados nas ADIs acima ventiladas.

Todas as defesas ali declinadas foram sempre em relação ao tema tratado no artigo 29, inciso XVIII, da Lei das Estatais, relacionado à venda de participações das empresas públicas e sociedades de economia mista. É claro que a liminar deferida pelo Ministro Lewandowski dera interpretação conforme à constituição exatamente ao referido artigo 29, inciso XVIII. Porém as ADIs, em especial a 5624 e a 5924, dissertam sobre os temas da governança das estatais e em momento algum da Audiência Pública tais regras foram objeto de críticas pelos participantes.

Por sua vez, em outra frente, a Lei das Estatais vem sofrendo ataques por parte do próprio Congresso Nacional. Exemplo disso está no Projeto de Lei do Senado (PLS) nº 167, que pretende afastar muitos dos avanços trazido pelo Estatuto das Estatais.

Eis as justificativas apresentadas pelo Senador João Alberto Souza para derrubar tão importante marco legal:

A edição da Lei nº 13.303, de 30 de junho de 2016, que dispõe sobre o estatuto jurídico da empresa pública, da sociedade de economia mista e de suas subsidiárias, no âmbito da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, representou um Inegável avanço para o País, pelas exigências que fez de uma administração mais profissional nas empresas estatais, cumprindo preceito constitucional que já contava quase duas décadas carente de regulamentação. Com efeito, o § 1º da art. 173 da Carta Magna, com a redação dada pela Emenda Constitucional nº 19, de 4 de junho de 1998, determinou que lei nacional estabelecesse o estatuto jurídico da empresa pública, da sociedade de economia mista e de suas subsidiárias exploradoras atividade econômica de produção ou comercialização de bens ou de prestação de serviços, dispondo sobre: sua função social e formas de fiscalização pelo Estado e pela sociedade; a sujeição ao regime jurídico próprio das empresas privadas, inclusive quanto aos direitos e obrigações civis, comerciais, trabalhistas e tributários; licitação e contratação de obras, serviços, compras e alienações, observados os princípios da administração pública; a constituição e o funcionamento dos conselhos de administração e fiscal, com a participação de acionistas minoritários; os mandatos, a avaliação de desempenho e a responsabilidade dos administradores. (...)

O primeiro ponto a demandar reforma é o âmbito de aplicação do Estatuto das Estatais, que inclui empresas prestadoras de serviço público ou que exercem atividade econômica em regime de monopólio. O art. 1º é claro em estabelecer isso, muito embora o art. 173 da Constituição trate apenas das empresas estatais que exercem atividade econômica em regime de competição no mercado. Assim, o comando dado ao legislador pelo § 1º do art. 173 não o autoriza a criar um estatuto nacional das estatais prestadoras de serviço público ou que exercem atividade econômica em regime monopolístico, muito menos submetê-las às mesmas regras das estatais que competem no mercado.

O art. 7º manda aplicar a todas as estatais as disposições da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e as normas da Comissão de Valores Mobiliários sobre escrituração e elaboração de demonstrações financeiras, inclusive a obrigatoriedade de auditoria independente por auditor registrado nesse órgão.

Ora, nem todas as estatais se constituem como sociedades por ações. E a maioria das empresas privadas também não adota essa forma societária. Ademais, a atuação da CVM tem o propósito de assegurar a integridade e o regular funcionamento do mercado de capitais, protegendo os investidores desse mesmo mercado e lhes assegurando níveis de informação e transparência necessários às suas tomadas de decisão. A própria Lei nº 6.404, de 1976, não determina que se submetam às normas da CVM todas as sociedades por ações, mas apenas as companhias abertas, que têm ações negociadas em bolsa(...). Quanto às estatais constituídas na forma de companhia aberta, a sua submissão às normas da Lei nº 6.404, de 1976 e às expedidas pela CVM já decorre dos arts. 4º e 5º da Lei nº 13.303, de 2016, e do art. 235 da Lei nº 6.404, de 1976.

O que se disse quanto ao art. 7º vale também para o art. 16, que submete o administrador de toda e qualquer empresa pública ou sociedade de economia mista às normas da Lei nº 6.404, de 1976. (...) Por igual razão, deve ser revogado o art. 22 da Lei nº 13.303, de 2016. Ele prevê que ao menos 25% dos integrantes do Conselho de Administração da estatal sejam membros independentes. Nem mesmo a Lei nº 6.404, de 1976, faz tal exigência às empresas por ela reguladas. Ademais, em face do papel do membro independente na defesa dos interesses dos acionistas minoritários, parece ilógico fazer determinação desse jaez a empresas cujo capital social seja inteiramente detido pelo ente político. Já os arts 24 e 25 determinam que toda empresa estatal tenha em sua estrutura societária um Comitê de Auditoria Estatutário, com as características neles especificadas.

Essa não é uma exigência feita pela legislação às empresas privadas que competem com as estatais. Ademais, não há preceito constitucional que determine a instalação desse comitê. O art. 173, § 1º, prevê, sim, que as estatais possuam conselhos de administração e fiscal. E, como pessoas jurídicas integrantes da Administração Pública, tais estatais devem dispor de órgão de controle ou auditoria interna. É certo que o Código das Melhores Práticas de Governança do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa recomenda a instalação de comitês de auditoria estatutários, como órgãos de assessoramento direto do conselho de administração das empresas. A existência dos comitês, no entanto, não constitui obrigação legal para as empresas privadas. O Tribunal de Contas da União, examinando essa questão, chegou a recomendar à Eletrobras que orientasse seus representantes em sociedades de propósito específico (SPEs) a proporem a criação de tal comitê, como órgão permanente ou não (Acórdão nº 2063/2016 – Plenário). Tratou-se, como dito, de uma recomendação que teve em mira empresas específicas (as SPEs), e somente no caso daquelas enquadradas em critérios de materialidade, risco e relevância, a denotar que mesmo na visão da Corte de Contas não parece razoável exigir a criação do órgão em toda e qualquer empresa estatal. É preciso ter presente que a Lei nº 13.303, de 2016, pretende regular todas as empresas estatais, desde um gigante como a Petrobras, até a mais modesta empresa municipal. Por isso, o projeto ora apresentado torna facultativa a existência de tal comitê nas estatais.

Por fim, entendemos merecer revisão o art. 17, § 2º, do Estatuto das Estatais. Ele prevê proibições ao exercício de funções na diretoria e no Conselho de Administração das Empresas. Algumas delas, porém, se revelam desarrazoadas. O art. 17 já é suficientemente rigoroso para coibir que pessoas despreparadas ou inidôneas sejam alçadas a esses

postos. Os incisos I a III do caput do artigo determinam os requisitos de experiência profissional, formação acadêmica e idoneidade para o exercício de funções na administração das estatais. Já o § 2º veda a indicação, para tais funções, de pessoas que participem ou tenham participado da estrutura decisória de partido político, ou mesmo prestado serviços em campanha eleitoral nos últimos trinta e seis meses, de detentor de mandato no Poder Legislativo em qualquer ente federativo, de quem exerça cargo em organização sindical, de quem tenha firmado contrato ou parceria, como fornecedor ou comprador, demandante ou ofertante, de bens ou serviços com a empresa estatal ou seu ente político controlador nos últimos três anos, entre outras hipóteses. Veda ainda sejam indicados para a Diretoria ou Conselho de Administração parentes até o terceiro grau dessas pessoas.

Ao prever tais interditos, a Lei evidentemente exorbitou, parecendo partir de presunções de inidoneidade baseadas no legítimo exercício da atividade política, sindical, laboral ou empresarial. Reitere-se que as demais exigências de experiência profissional, formação acadêmica e reputação ilibada já se prestam a obstar a escolha de pessoas que não tenham perfil para o exercício das funções. O fato de se ter vida partidária ativa não pode servir de impedimento à indicação, em contrariedade ao princípio da ampla acessibilidade aos cargos, empregos e funções públicas. Proibição como essa sequer é eficaz para o atingimento de uma pretensa finalidade de evitar o aparelhamento político e a corrupção em estatais, não passando, pois, no teste constitucional de adequação aplicável a medidas que restringem direitos fundamentais. Basta lembrar que os integrantes da Diretoria da Petrobras processados criminalmente no âmbito da Operação Lava Jato sequer tinham filiação partidária. Algo parecido pode ser dito de alguém que eventualmente tenha prestado serviços profissionais no âmbito de uma campanha eleitoral ou que exerça cargo em organização sindical. Também a vedação referente a quem tenha celebrado contrato com o ente político ou a empresa estatal nos parece desproporcional, pois é colocada independentemente da relevância econômica do contrato.

A extensão das proibições aos parentes até o terceiro grau talvez seja a demonstração mais cabal do excesso em que incorreu a Lei. Um exemplo simples é suficiente para deixar claro isso. Titulares de mandato parlamentar estão impedidos de exercer cargos na administração das estatais.

Esta é uma proibição que, mesmo antes de figurar na Lei, já decorria da própria Constituição (arts. 56, I, 27, § 1º, e 29, IX). No entanto, ampliá-la para alcançar parentes até o terceiro grau de parlamentares pode impedir que um funcionário de carreira de empresa estadual, com ampla experiência e formação acadêmica, seja indicado para compor a sua Diretoria simplesmente pelo fato de um sobrinho seu ser vereador de Município localizado em outro Estado da Federação. O absurdo da situação revela o quanto a Lei está a merecer aperfeiçoamento nesse ponto. O presente projeto dá nova redação ao art. 17, eliminando as previsões reputadas exorbitantes.

Em face do exposto, considerando que a proposição opera no sentido assegurar a conformidade do texto da Lei nº 13.303, de 2016, com a Constituição, solicitamos o apoio de nossos Pares para sua aprovação.

O que se observa nos argumentos acima é justamente afastar as regras da Lei nº 13.303/2016 que albergaram boas práticas de governança corporativa às estatais.

Note-se que até mesmo o argumento de afastar as regras de boa governança às empresas que atuam em regime de monopólio e às que prestam serviços públicos não se faz razoável, pois não afrontam nenhum dispositivo da Constituição Federal e independem de serem ou não empresas de capital aberto.

Ao contrário, ruma em prol dos princípios constitucionais da eficiência, da impessoalidade e da transparência insculpidos no artigo 37 da Constituição Federal, dispositivo este que inaugura as disposições gerais sobre a administração pública, na qual estão inseridas as empresas estatais.

Mas como o foco da presente pesquisa está voltado às SEM de capital aberto, os argumentos trazidos pelo PLS 167 acabam por reforçar a importância das boas práticas trazidas pela Lei nº 13.303/2016, na medida que defende não ser razoável aplicar as exigências ali descritas para empresas que não se configurem como sociedades por ações. Logo, a contrário sensu, teria andado bem o legislador em relação às empresas estatais de capital aberto.

Outro aspecto que merece um contraponto é justamente o que ataca as vedações para ocupar cargos de administradores nas estatais. O artigo 17 de fato traz, além dos requisitos, vedações que impedem que determinados atributos dos candidatos aos cargos de administradores (diretoria e conselhos) assumam essa função.

Isso porque, longe de se pretender defender práticas antissindicais ou antidemocráticas, o legislador apenas entendeu que tais atividades seriam incompatíveis com as funções que exigem em determinadas circunstâncias dedicação integral ou até mesmo exclusiva de seus integrantes.

O fato de a Lei das Estatais trazer requisitos não excluiu a possibilidade de se criar vedações, como as descritas no parágrafo 2º do artigo 17.

Observe-se que o referido dispositivo declina outras vedações que não apenas as relacionadas às pessoas que participem ou tenham participado da estrutura decisória de partido político, ou mesmo prestado serviços em campanha eleitoral nos últimos trinta e seis meses, de detentor de mandato no Poder Legislativo em qualquer ente federativo, de quem exerça cargo em

organização sindical, de quem tenha firmado contrato ou parceria, como fornecedor ou comprador, demandante ou ofertante, de bens ou serviços com a empresa estatal ou seu ente político controlador nos últimos três.

A regra inclui ainda representantes do órgão regulador ao qual a empresa pública ou a sociedade de economia mista está sujeita, de Ministro de Estado, de Secretário de Estado, de Secretário Municipal, de titular de cargo, sem vínculo permanente com o serviço público, de natureza especial ou de direção e assessoramento superior na administração pública, de dirigente estatutário de partido político e de titular de mandato no Poder Legislativo de qualquer ente da federação, ainda que licenciados do cargo.

Buscou-se assim atender, frise-se mais uma vez, ao princípio da eficiência, transparência e impessoalidade, bem como assegurar que o administrador exerça suas atribuições, em respeito às leis e ao estatuto, para lograr os objetivos da empresa e no interesse da companhia, satisfeitas as exigências do bem público e da função social da empresa, em linha com os deveres de diligência e lealdade que são impostos a todos os administradores.

## **CAPÍTULO 4: Resultados e Discussões**

### **4.1. Descrição do problema**

Antes de demonstrar os resultados alcançados com a presente pesquisa, é prudente que se retome ao objetivo e à hipótese tratada em suas primeiras páginas:

**a) Objetivo geral:** demonstrar que as práticas de governança corporativa exigidas pela Lei nº 13.303/2016, apesar de novas, já trazem benefícios e geram valor às Sociedades de Economia Mista (SEM) de capital aberto.

**b) Perguntas da Pesquisa/Hipótese:** Como as regras mais rigorosas de governança corporativa, impostas pela Lei das Estatais às SEM de capital aberto, já trazem reflexos positivos para essas companhias e para seus acionistas? Pretende-se responder a essas perguntas considerando algumas hipóteses que demonstram que as empresas sujeitas a regras mais rígidas de governança corporativa estão menos sujeitas a condutas irregulares, reduzem o conflito entre agente e principal e, por via de consequência, apresentam melhor resultado para seus investidores.

### **4.2 Apresentação e análise de dados**

De olhos postos sobre a Lei das Estatais, seria importante avaliar se de fato, desde a sua vigência, boas práticas foram implementadas pelas estatais, elevando nesse aspecto o nível de maturidade de governança dessas empresas, e se isso já agrega valor às ações das SEM.

#### **4.2.1 Nível de Maturidade de Governança**

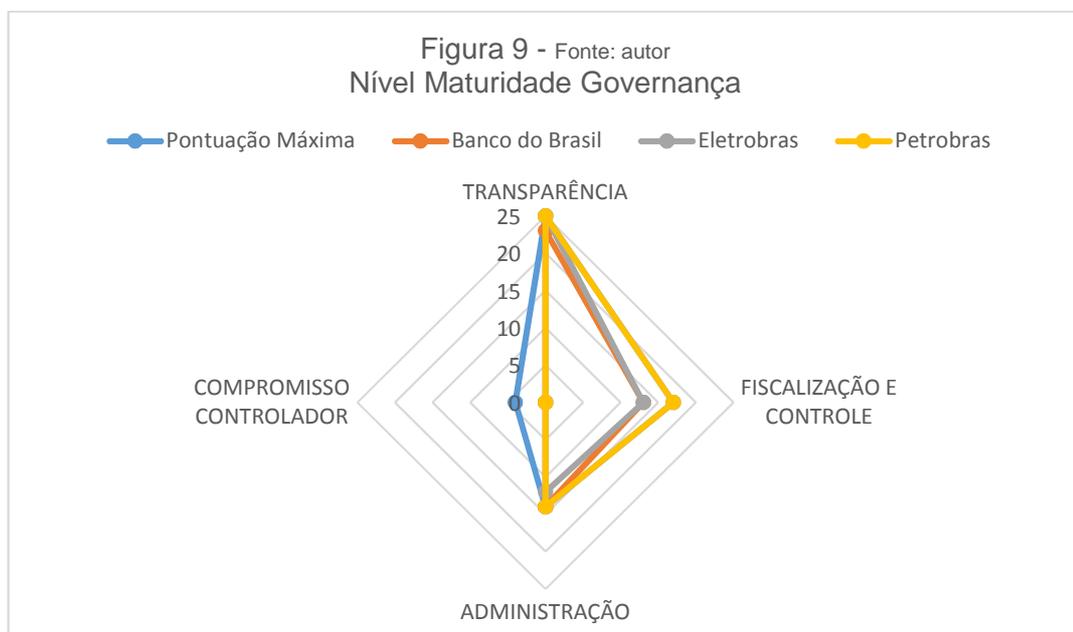
Em relação ao nível de maturidade, entende-se que seria conveniente restringir a presente análise à apenas 3 (três) empresas considerando a relevância delas na economia brasileira. São elas: Banco do Brasil S.A., Petrobras S.A. e Eletrobras S.A. Nesse aspecto, com base nas variáveis adotadas pela Brasil, Bolsa Balcão (B3) para classificar as Estatais no Programa Destaque em Governança de Estatais (PDGE), foi possível verificar o nível de

maturidade em relação a 4 vertentes: (i) transparência; (ii) fiscalização e controle; (iii) administração; e (iv) compromisso do controlador.

Foram observados o cumprimento dos elementos trazidos pelo Regimento do PDGE (Anexo 1) de modo a permitir alcançar o grau de maturidade dessas empresas.

Com base no PDGE, para a certificação, as estatais devem, no momento da adesão, implementar todas as medidas de governança corporativa previstas no programa, ou, alternativamente, adotar as 6 (seis) medidas obrigatórias e obter, no mínimo, 48 (quarenta e oito) pontos dentre as demais medidas, tendo o prazo de 3 (três) anos para a adoção integral das medidas sob pena de perda da certificação.

Com base nesses parâmetros do Regimento do PDGE, parâmetros esses que foram modificados após a publicação da Lei das Estatais, foi realizado levantamento visando apurar o nível de maturidade de algumas estatais, quais sejam: Banco do Brasil S.A., Eletrobrás S.A. e Petrobras S.A. Tais empresas demonstraram o seguinte nível de maturidade:



Nesse diapasão, é possível identificar que apesar do pouco tempo de vigência da Lei (2 anos e 4 meses) as estatais objeto de avaliação já caminham no sentido da plena adaptação. Em relação às variáveis transparência,

fiscalização e controle e administração, observa-se que as 3 (três) estatais andaram bem.

Destaque especial para o perfil das diretorias das 3 (três) estatais, cujo currículo de seus administradores demonstra alta qualificação de seus integrantes.

Os dados foram extraídos do Formulário de Referência 2018, normatizado pela Instrução Normativa da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) nº 480/2009. A consolidação desses perfis está no Anexo 3.

Coincidência ou não, todas essas variáveis decorrem de provocações internas por parte da administração das companhias que depois foram validadas, via assembleia, pelo acionista controlador. No entanto, em relação às mudanças que dependem exclusivamente do controlador, a realidade é outra, e diz respeito à variável Compromisso do Controlador.

Esse ponto de atenção parece ser ainda herança do patrimonialismo avaliado no início desta pesquisa: o acionista controlador (Estado) não sinalizou com práticas que deveriam ser naturais para o proprietário de uma companhia.

O compromisso exigido pela B3 é apenas no sentido de o acionista controlador adotar os canais de comunicação institucional das estatais (em regra via diretoria de Relações com Investidores) visando evitar que informações privilegiadas ou desencontradas prejudiquem a cotação das ações dessas empresas e, por via de consequência, impacte o mercado e gere prejuízos aos investidores, sobretudo aos minoritários.

É na verdade, um simples compromisso que o controlador deveria ter sinalizado nesse sentido, em linha com as exigências da Lei nº 6.404/1976 (Lei das Sociedades Anônimas) que já atribui aos administradores, por exemplo, o dever de lealdade, impondo-lhe guardar sigilo sobre qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada para conhecimento do mercado, obtida em razão do cargo e capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários, sendo-lhe vedado valer-se da informação para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários.

A Instrução CVM nº 358 regula essas obrigações de igual forma, ao tratar sobre a divulgação e o uso de informações sobre ato ou fato relevante, a **divulgação de informações** na negociação de valores mobiliários de emissão de companhias abertas **por acionistas controladores**, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, e, ainda, na aquisição de lote significativo de ações de emissão de companhia aberta, e a negociação de ações de companhia aberta na pendência de fato relevante não divulgado ao mercado.

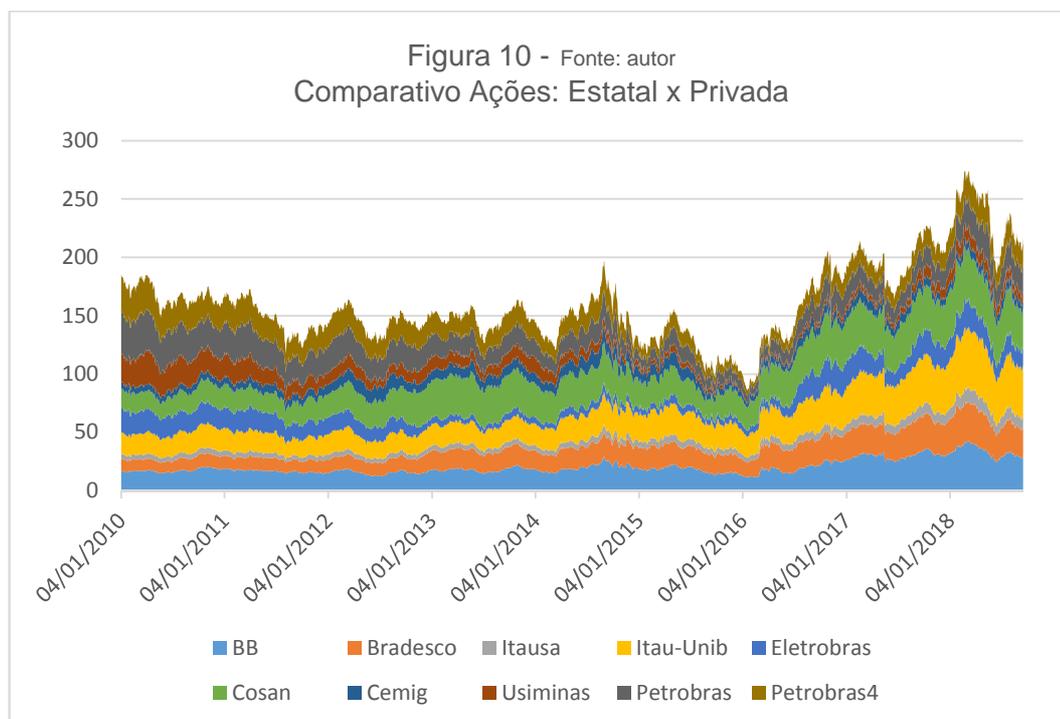
Logo, o compromisso do acionista controlador é uma importante variável para validar o grau de maturidade da governança das empresas estatais. É, a propósito, um elemento para proteger o próprio acionista controlador em relação às suas práticas, pois eventual prejuízo gerado por sua conduta poderá fazer com que responda pelos danos causados a terceiros ou aos acionistas e até mesmo sofrer sanções pelos órgãos e entidades reguladoras caso se configure abuso do poder de controle.

A expectativa, contudo, é que as imposições trazidas pela Lei das Estatais elevem cada vez mais o grau de maturidade dessas empresas. O TCU, o IBGC e a B3 já demonstraram que ainda faltam alguns passos para esse aprimoramento, mas ao analisarmos as principais estatais, como aqui descrito, percebe-se que o movimento é positivo e, por óbvio, mais fácil para elas, pois já apresentavam padrões mínimos de governança que as outras estatais sequer pensavam em implementar.

#### **4.2.2 Valorização das Ações**

Em relação ao valor das ações, foi feito um comparativo ao longo dos últimos 8 anos com as empresas privadas do mesmo ramo, visando demonstrar que a variável “Lei das Estatais” contribuiu para a estabilidade nesse segmento e até mesmo valorização dos papéis das estatais de capital aberto no mercado bursátil.

O estudo foi isolado a partir do ano de 2010 chegando a setembro de 2018, justamente para evitar os impactos da crise do *Subprime*<sup>56</sup> ocorrida no ano de 2008 que derrubou a Bolsa de todos os países. As informações foram obtidas junto ao site da Economática (www.economática.com) e da Brasil, Bolsa, Balcão – B3 (www.b3.com.br).



É importante destacar que o valor das ações sofreu a influência de outras variáveis que não apenas a que se pretende destacar.

Mas desde o advento da Lei das Estatais (30 de junho de 2016) é perceptível que o valor dos papéis das estatais, mesmo diante de outras intempéries típicas do mercado bursátil, se manteve em níveis muito superiores aos alcançados entre o ano de 2015 e meados de 2016, auge da crise que atingiu a imagem e a credibilidade das empresas estatais.

<sup>56</sup> A Crise do *subprime* é uma crise financeira desencadeada em 24 de julho de 2007, a partir da queda do índice Dow Jones motivada pela concessão de empréstimos hipotecários de alto risco (em inglês: *subprime loan* ou *subprime mortgage*), prática que arrastou vários bancos para uma situação de insolvência, repercutindo fortemente sobre as bolsas de valores de todo o mundo. A crise foi motivada pela concessão desenfreada de créditos imobiliários, através das empresas como a Fannie Mae e Freddie Mac, controladas pelo governo americano, assim como por falhas na regulação do sistema financeiro que permitia a transferência dos créditos hipotecários (CDS, CDO, etc.) em série, permitindo a transferência de riscos para outras contrapartes.

Outra evidência está no fato de o valor das ações das estatais ter acompanhado o valor de seus principais pares privados, mostrando que o mercado reconheceu que ambos os seguimentos (público e privado) passaram a ter tratamento equânime pelos investidores.

Logo, em que pese a variação na cotação das ações sofrer fortes influências típicas desse mercado, a exigência legal de boas práticas tem contribuído para redução da variável política. Esse é um relato do próprio Ministério do Planejamento, Desenvolvimento e Gestão (MPDG) quando afirma que *as empresas públicas voltaram a dar lucro, reduziram os níveis de endividamento e se valorizaram na Bolsa de Valores. A legislação estabeleceu regras para nomeação, definiu procedimentos para evitar desvios e garantir a eficiência e a qualidade na gestão dessas empresas*<sup>57</sup>.

O MPDG traz mais evidências: *em um ano de lei, o lucro das empresas saltou quase 2.000% - de R\$ 500 milhões no primeiro trimestre de 2016 para R\$ 10,5 bilhões no primeiro trimestre de 2017. As principais companhias também tiveram valorização na bolsa de valores: Banco do Brasil subiu cerca de 70%; Petrobras, 54%; e Eletrobrás, 144%.*

Para o presente estudo não ficar apenas na avaliação do Governo Federal, verificou a percepção do mercado<sup>58</sup> e, nesse particular, ela tem convergido com as afirmações dos órgãos governamentais. *In verbis:*

A administração das empresas estatais e de economia mista teve um avanço inegável na atual gestão, depois de anos de retrocesso. Um marco nessa virada foi a aprovação da Lei 13.303, de junho de 2016, que estipulou regras mais rigorosas para os gastos e critérios técnicos para a escolha de diretores e conselheiros com o objetivo de livrá-las de ingerência político-partidária.

Juntamente com a mudança legal, o governo passou a cobrar mais eficiência do comando dessas empresas – e os resultados vieram. As cinco maiores empresas controladas pela União (Banco do Brasil, BNDES, Caixa, Eletrobras e Petrobras), que em 2015 haviam registrado um prejuízo somado de R\$ 32 bilhões, fecharam 2017 com lucro de R\$ 28,4 bilhões – uma melhora de R\$ 50,9 bilhões em apenas dois anos.

---

<sup>57</sup> <http://www2.planalto.gov.br/acompanhe-planalto/releases/2017/06/lei-das-estatais-contribui-para-aumentar-eficiencia-e-lucro-das-empresas>.

<sup>58</sup> <http://patrocinados.estadao.com.br/brasil2018/2018/06/14/estatais-renascem-com-novas-regras-de-governanca-e-gestao-profissional/>

A mudança mais emblemática ocorreu na Petrobras, que tinha sido praticamente destruída por decisões de investimento equivocadas, casos de corrupção e uso político da companhia para segurar a inflação. Em 2015, a Petrobras registrou um prejuízo de R\$ 34,9 bilhões – e seu valor de mercado atingiu o fundo do poço. Endividada, desacreditada internacionalmente e rebaixada pelas agências de análise de risco para o grau especulativo, chegou a valer apenas R\$ 67,8 bilhões em janeiro de 2016.

Com a nova administração, tudo mudou. A empresa reavaliou os investimentos, cortou os custos, melhorou a gestão, inverteu os resultados e recuperou a confiança das agências de risco. Em dezembro de 2017, bateu o recorde de produção de óleo e gás no pré-sal: 1,69 milhão de barris por dia. No dia 16 de maio deste ano, pouco antes da greve dos caminhoneiros e da mudança na presidência, que trouxeram instabilidade passageira à companhia, atingiu o maior valor de mercado da história: R\$ 388,8 bilhões.

Os bancos federais trilharam caminho semelhante. No Banco do Brasil (BB), o lucro líquido aumentou 54,2% em 2017, em comparação com o ano anterior, atingindo R\$ 11,1 bilhões. Com a melhora no resultado, suas ações valorizaram 147,6%, atingindo o pico de R\$ 43,71 no dia 9 de março. A recuperação permitiu ao BB investir R\$ 584,1 milhões em projetos sociais nos últimos 21 meses.

O desempenho da Caixa também foi impressionante. Nos últimos dois anos, o banco aprimorou o modelo de governança, aumentou a eficiência e reduziu os índices de inadimplência para os menores níveis de todo o mercado financeiro. Registrou em 2017 o melhor resultado de seus 157 anos de história: lucro de R\$ 12,5 bilhões.

O BNDES também passou por mudanças importantes, como a decisão de dar mais atenção às micro e pequenas empresas. O BNDES Giro, lançado em 2017, liberou R\$ 6,6 bilhões em 12 meses, sendo que 40% dos recursos foram concedidos a companhias que nunca tinha acessado o banco. Além disso, reforçou seu papel de apoiador de grandes obras de infraestrutura. No último ano, desembolsou R\$ 26,9 bilhões e aprovou financiamentos de R\$ 29,7 bilhões para projetos do setor – um aumento de 29% em relação ao verificado em 2016.

Juntamente com o aprimoramento na gestão e a entrada em vigor da nova lei das estatais, o governo passou a controlá-las com mais rigor. O Ministério da Transparência/CGU obteve uma economia efetiva superior a R\$ 4,5 bilhões em 2017 com fiscalizações que resultaram em ações como eliminação de desperdícios, recuperação de quantias pagas indevidamente, redução de valores ou cancelamento de licitações e contratos desnecessários.

Portanto, o cenário que se desenhou após a edição da Lei das Estatais é extremamente positivo para os investidores. É claro que ainda está longe de ser o cenário ideal, mas mesmo assim o legislador andou bem ao criar mecanismo sólidos e transparentes aptos, o suficiente, para garantir maior previsibilidade no movimento das empresas estatais.

Sem descuidar da função social de realização do interesse coletivo das SEM, a Lei das Estatais também se preocupou em exigir, das estatais que exploram atividade econômica, regras de governança corporativa, de transparência e de estruturas, práticas de gestão de riscos e de controle interno,

composição da administração e mecanismos de proteção dos acionistas minoritários. E essas regras já demonstram a evolução das estatais, sobretudo as de capital aberto, em linha com os princípios da eficiência, transparência e impessoalidade.

## **CAPÍTULO 5: Conclusão**

A presente pesquisa mostra que a boas práticas de governança corporativa são fundamentais para a melhora do desempenho das companhias, seja para gerar valor aos seus acionistas, seja para ser aplicada como ferramenta de gestão, em prol da sustentabilidade da atividade empresarial ou, ainda, atuar como mecanismos de equilíbrio nas relações entre os mais diversos atores (colaboradores, fornecedores, sociedade e acionistas).

A governança corporativa funciona como importante mecanismo de mitigação do conflito de agência, no qual há um desalinhamento de interesses entre administradores (agentes) e acionistas (principais).

Ela também desempenha importante papel em empresas nas quais há concentração do controle nas mãos de um dos sócios. Neste caso, mais próximo da realidade brasileira, as boas práticas de governança corporativa visam combater o abuso do poder de controle, gerando o conflito de expropriação, isto é, a ameaça de o acionista controlador se valer dos recursos da companhia em proveito, prejudicando os minoritários.

No caso das estatais, mais especificamente das sociedades de economia mista, sua estrutura de controle propicia a ocorrência de ambos os conflitos (agência e expropriação), tornando sua governança ainda mais complexa.

Isso porque as SEM estão sujeitas a interesses potencialmente divergentes: os do Poder Público, acionista controlador, voltado à execução das políticas públicas que motivaram a criação da sociedade, e os dos acionistas minoritários, voltado a obtenção do maior retorno financeiro possível ao seu investimento.

E além desses interesses potencialmente divergentes está a herança da cultura patrimonialista de nossa colonização. Com essa influência, ainda muito das práticas de gestão confundem o que é público com o que é privado, motivando irregularidades que acabaram por desvirtuar a função econômico-social de algumas das estatais brasileiras.

À luz de todas essas mazelas, muito embora a legislação vigente e as diretrizes há anos traçadas por entidades e organismos voltados à difusão da governança, foi necessária uma medida mais forte por parte do legislador, visando conter os desvios e desmandos que por décadas assolavam as grandes empresas estatais do Brasil. Sim, há décadas, pois as evidências demonstram que mesmo no momento mais liberal de nossa economia, em plena reforma administrativa do Estado brasileiro na década de 90, os movimentos de privatização não foram efetivos. Houve apenas a transferência do Estado interventor para outras formas de participação indireta.

Esses movimentos motivaram a criação de laços que permitiram, de certa forma, a formação de mecanismos de conluio e no mínimo de leniência com a corrupção e com práticas poucos usuais na administração de algumas estatais.

Por essa razão a Lei das Estatais veio em benefício do patrimônio público, protegendo tanto o estado, acionista majoritário das SEM de capital aberto, quanto os acionistas minoritários.

As boas práticas de governança corporativa exigidas pela Lei das Estatais recolocaram aquelas empresas no caminho esperado e que justifica a intervenção estatal na atividade econômica. Tais práticas, a propósito, se alinharam com as práticas e exigências internacionais. De certo (e só o tempo confirmará essa afirmação) os investidores externos passarão a olhar para essas empresas com outros olhos, mesmo que controladas pelo Estado brasileiro. As exigências da Lei das Estatais trouxeram mecanismos que asseguram transparência, controle e *compliance* e esses mecanismos também trazem maior previsibilidade aos investidores.

Também foi possível identificar pela presente pesquisa que, apesar de jovem, a Lei das Estatais já traz resultados positivos, quer seja economicamente, quer seja gerencialmente falando. Os papéis das SEM de capital aberto apresentam evolução e estabilidade similares das empresas privadas.

Além disso, mesmo que ainda não se verifique de forma plena, há um forte movimento de adaptação das estruturas de governança dessas estatais à Lei. Já não se verifica a nomeação de administradores sem a mínima condição

técnica e de experiência que toda companhia deve esperar. Além do perfil dos administradores, áreas de *compliance* e de controles internos foram criadas, visando implementar processos que evitem novas práticas irregulares. Se pensa mais de forma preventiva e a fiscalização, seja interna ou externa, passou a ter importante papel na sustentabilidade das empresas estatais.

Infelizmente, no Brasil, muitas das condutas observadas por seus cidadãos decorrem de uma imposição legal. Somos extremamente positivados ao contrário da cultura anglo-saxônica.

Observe-se que a adoção de um modelo de governança corporativa ideal não depende de lei. Não é de agora que existem múltiplos instrumentos indutores de boas práticas corporativas, alguns deles desprovidos de força cogente, como é caso, por exemplo, das diretrizes e orientações emanadas do IBGC, outros cuja força obrigatória depende, basicamente, da adesão voluntária da companhia, a exemplo do Novo Mercado e do Programa Destaque em Governança Corporativa, ambos da B3.

De toda sorte, com raríssimas exceções, grande parte das empresas estatais não buscaram se adaptar aos modelos que estavam à sua inteira disposição. O IBGC demonstrou em seu levantamento que pouquíssimas SEM tinham boas práticas implementadas e, mais recentemente, o TCU confirmou isso, já à Luz da Lei das Estatais.

Diga-se de passagem que sequer seria necessária uma lei com a força e o detalhamento trazidos pela Lei das Estatais. Friamente, observando as diretrizes já disseminadas por órgãos e entidades que monitoram a governança corporativa (a exemplo do IBGC e da OCDE), somadas às regras da Lei das Sociedades Anônimas, já seriam suficientes.

Vale lembrar que a Lei nº 6.404/1976, embora de maneira mais tímida, procurou introduzir uma cultura de boas práticas de governança corporativa nas companhias brasileiras (incluindo as sociedades de economia mista), enfrentando temas como transparência, fiscalização dos administradores, relacionamento entre acionista controlador e minoritários.

Mais não foi suficiente!

Por meio da Lei das Estatais, o Brasil, finalmente, passou a ter um instrumento jurídico dedicado especificamente à governança corporativa das sociedades de economia mista, abordando-se temas importantes como controle interno, órgãos societários, requisitos e vedações ao exercício da administração social, divulgação de informações e prestação de contas com a desejável profundidade.

Essa lei representa sem dúvida alguma, considerando todo esse cenário enfrentado, um avanço em matéria de governança corporativa das empresas estatais, convivendo harmonicamente com a Lei das Sociedades Anônimas, em regime de complementariedade.

Algumas críticas, porém, devem ser feitas à Lei nº 13.303/2016, no sentido de contribuir com um desejável aperfeiçoamento futuro (até porque, governança corporativa é um tema dinâmico, sendo desejável que se amolde ao contexto histórico).

Em primeiro lugar, procurou-se estabelecer requisitos rígidos para eleição de conselheiros fiscais e diretores de sociedade de economia mista, de modo que os ocupantes de tais cargos fossem, ao mesmo tempo, independentes, experientes e tecnicamente preparados.

Ocorre que o artigo 17, inciso I, alínea “c”, da Lei das Estatais, introduziu uma brecha na indicação para os cargos de conselheiro de administração e diretoria que poderá frustrar o objetivo da norma, acima mencionado.

Nos termos daquele dispositivo, poderá ser indicado para a administração da sociedade de economia mista pessoa com experiência profissional de, no mínimo, quatro anos como profissional liberal em atividade direta ou indiretamente vinculada à área de atuação da sociedade de economia mista.

Ora, o grau de subjetividade desse dispositivo permite, a título de exemplo, que uma pessoa vinculada a empresa de consultoria em administração de empresas, mesmo sem ter ocupado cargo de chefia, possa ser indicado à diretoria de uma sociedade de economia mista.

Outra crítica que se faz é no sentido de que a Lei das Estatais parece ter caminhado menos do que poderia em matéria de controles internos e risco operacional, notadamente aqueles decorrentes de corrupção.

Exemplo de boa prática de governança corporativa não prevista na Lei das Estatais é a obrigatoriedade de que as decisões tomadas em vários níveis da sociedade de economia mista ocorram de forma colegiada, ressalvadas as situações em que a estrutura operacional não permita.

Trata-se de prática útil, a conferir qualidade e segurança à tomada de decisões na companhia, sobretudo quando a matéria for complexa ou houver elevado valor envolvido.

Outro ponto que merece atenção é se as regras trazidas pela Lei das Estatais não representariam um verdadeiro retorno ao período da burocracia, no momento que exige a presença de tecnocratas na administração das empresas estatais. É claro que as exigências mais rígidas se justificam considerando as recentes denúncias de corrupção. Mas não se deve esquecer que muitos dos denunciados (e até mesmo condenados) também eram egressos do corpo funcional das estatais. Por isso o mecanismo de decisão colegiada, citado anteriormente, poderia ter sido implementado na exigência legal, pois mitigaria e muito essas práticas irregulares.

De toda sorte, a Lei não se restringiu a observar apenas o perfil dos administradores. Em compasso com essa preocupação veio as exigências estruturais, visando justamente corrigir as falhas observadas, em linha com as boas práticas de governança corporativa.

As evidências trazidas pela Lei das Estatais, sobretudo com a exigência de estruturas mais robustas de controles internos, comitês de auditoria, elegibilidade e de risco, criação de políticas e práticas internas voltadas à construção de códigos de conduta, ética e transparência, demonstram o acerto do legislador.

A Lei das Estatais possui de certo muito mais virtudes do que defeitos e, mesmo diante das investidas contrárias (a exemplo das ADIs e dos movimentos no Congresso Nacional), deve ser festejada e protegida.

Por óbvio que não basta ter respaldo legal. A governança corporativa deve ser tratada nas sociedades de economia mista como uma cultura cotidianamente desenvolvida e difundida entre a alta administração e os demais atores, acompanhada de intensa fiscalização e eficazes mecanismos de detecção, correção de falhas e punição dos responsáveis. Só assim será possível alcançar o nível de excelência esperado não só pelos acionistas, mas sobretudo pela sociedade brasileira.

## BIBLIOGRAFIA

ALTOUNIAN, Cláudio Sarian; SOUZA, Daniel Luiz de; LAPA, Leonard Renne Guimarães. *Gestão e Governança Pública Para Resultados: uma visão prática*. Fórum Brasileiro de Governança, BH, 2017.

ANDRADE, Lélis Pedro de et al. Governança corporativa: uma análise da relação do conselho de administração com o valor de mercado e desempenho das empresas Brasileiras. *RAM, Rev. Adm. Mackenzie (Online)*, São Paulo, v. 10, n. Agosto 2009.

in:[http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S16786971200900040002&lng=en&nrm=iso](http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S16786971200900040002&lng=en&nrm=iso)>. Acesso: abril 2018.

ARAGÃO, Alexandre Santos de. *Empresas Estatais – O Regime Jurídico das Empresas Públicas e das Sociedades de Economia Mista*. Rio de Janeiro. Forense. 2017.

AVELAR JÚNIOR, Odilardo Viana. *Reorganização Burocrática, Institucionalização e Governança Corporativa: Um Estudo em uma Empresa de Economia Mista*. João Pessoa. Revista *Perspectivas em Gestão & Conhecimento*. 2012.

BAKKER, J. I. Hans. "Patrimonialism": Entry in *The Encyclopedia of Governance* Disponível em: [http://www.semioticsigns.com/hans' publications](http://www.semioticsigns.com/hans'publications). 2007.

BECHT, M., BOLTON, P., ROELL, A. *Corporate Governance and Control*, ECGI Working Paper Series in Finance. n 2 2002.

BERLE, A.; MEANS, G. *The Modern Corporation and Private Property*. New York: Macmillan, 1932.

BHAGAT, Sanjai; BOLTON, Brian; ROMANO, Roberta. *The promise and peril of corporate governance indices*. *Columbia Law Review*. 2008.

BONFIM, Willian Augusto Ferreira. *Governança para Resultados na Administração Pública. Uma autoavaliação do Corpo de Bombeiros Militar do Distrito Federal*. Dissertação Mestrado Profissional em Administração Pública. Escola de Administração de Brasília (EAB) do Instituto Brasiliense de Direito Público (IDP): Brasília, 2017.

BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito Societário*. São Paulo. Atlas. 2017.

CARDOSO, Bruno Hermann. In <http://www.vgplaw.com.br/a-lei-das-estatais-e-os-programas-de-incentivo-a-governanca-corporativa>. Acesso em abril de 2018.

CARVALHOSA, Modesto. *Estatuto Jurídico das Estatais. Lei 13.303*. São Paulo. Saraiva. 2016.

\_\_\_\_\_. *Considerações sobre a Lei Anticorrupção das Pessoas Jurídicas*. São Paulo. Thomson Reuters-Revista dos Tribunais. 2015.

\_\_\_\_\_. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. São Paulo. Saraiva. 2016.

CHEUNG, Y. et al. Does corporate governance predict future performance? Evidence from Hong Kong. *Financial Management*. 2011.

CHO, Tae Young. *Governança Corporativa – Abordagem jurídica das experiências brasileira*. Rio de Janeiro. Lumen Juris. 2015.

CLEGG, S. Poder, linguagem e ação nas organizações. In: CHANLAT, J. F. (Org.). *O indivíduo nas organizações: dimensões esquecidas*. São Paulo: Atlas, 1996.

COSTA, Fernando Nogueira.

In <https://fernandonogueiracosta.wordpress.com/2012/10/12/conclusao-do-livro-capitalismo-de-lacos-os-donos-do-brasil-e-suas-conexoes/> Acesso em maio de 2018.

CRESWELL, John W., *Projeto de Pesquisa – Métodos Qualitativo, Quantitativo e Misto*. Porto Alegre. Bookman e Artmed. 2010.

CVM. *Cartilha de Governança Corporativa, 2002*. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: abril 2018.

DEMSETZ, H.; LEHN, K. The structure of corporate ownership: causes and consequences. *Journal of Political Economy*, Chicago. 1985.

EISENHARDT, Kathleen M. *Teoria da Agência: Uma Avaliação e Revisão*. Revista de Governança Corporativa. São Paulo. 2015.

EHIKIOYA, B. I. Corporate governance structure and firm performance in developing economies: evidence from Nigeria. *Corporate Governance*, New York. 2009.

FAORO, Raymundo. *Os donos do poder: formação do patronato político brasileiro*. 4. ed. Porto Alegre: Globo, 1977.

FONTES FILHO, Joaquim Rubens. PICOLIN, Lidice Meireles. *Governança corporativa em empresas estatais: avanços, propostas e limitações*. Rio de Janeiro. Revista de Direito Administrativo. 2008.

FONTES FILHO, Joaquim Rubens. *Governança Cooperativa. Diretrizes e mecanismos para fortalecimento da governança em cooperativas de crédito*. Banco Central do Brasil Capítulo 2. *O Conceito e a prática de governança corporativa*. Brasília. 2009.

\_\_\_\_\_. *Governança Corporativa*. Rio de Janeiro. FGV/EBAPE.

FORESTO, Alberto de Matos. A Adoção de Boas Práticas de Governança Corporativa e a Geração de Valor nas Organizações. Dissertação Mestrado Profissional em Administração. Centro Universitário das Faculdades Metropolitanas Unidas. São Paulo, 2015.

GUERRA, Sandra. A Caixa Preta da Governança. São Paulo. Best Business. 2017.

GUIMARÃES, Marcello. Uso Político de Estatais pelo Acionista Controlador em Prejuízo dos Direitos dos Acionistas Minoritários. Minas Gerais. Editora Fórum. 2011.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. Código das melhores práticas de governança corporativa. 5. ed. 2015. São Paulo. Disponível em: [http://www.ibgc.org.br/imagens/StConteudoArquivos/Codigo\\_IBGC\\_3\\_verso.pdf](http://www.ibgc.org.br/imagens/StConteudoArquivos/Codigo_IBGC_3_verso.pdf) Acesso em: abril 2018.

JENSEN, M.; MECKLING, W. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. Journal of Financial Economics. 1976.

KETTL, Donald F. The global public management revolution. 2. ed. Washington, DC: Brookings Institution Press, 2005.

KLAPPER, L. F.; LOVE, I. Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. Journal of Corporate Finance, New York. 2004.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DESILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Investor protection and corporate governance. Journal of Financial Economics. 2000.

LAZZARINI, Sérgio Giovanetti. Capitalismo de Laços. – Os Donos do Brasil e suas Conexões. 1<sup>o</sup> Edição. 2010. Editora Campus. São Paulo.

LEAL, R. P. Governance practices and corporate value: a recent literature survey. Revista de Administração da USP. 2004.

LODI, J. Governança corporativa: o governo da empresa e o conselho de administração. 3 edição. Rio de Janeiro: Campus, 2000.

LORIA, Eli. KALANSKY, Daniel. *In* <http://www.valor.com.br/opiniaio/5354163/cvm-e-lei-das-estatais>. Acesso em abril de 2018.

MAHONEY, W. F. Governança: o mais novo determinante de valor. Relações com Investidores, São Paulo, 2004.

MARTINS, Humberto Falcão. A ética do patrimonialismo e a modernização da administração pública brasileira.

[in:http://www.academia.edu/3261499/A\\_%C3%A9tica\\_do\\_patrimonialismo\\_ea\\_moderniza%C3%A7%C3%A3o\\_da\\_administra%C3%A7%C3%A3o\\_p%C3%BAblica\\_brasileira](http://www.academia.edu/3261499/A_%C3%A9tica_do_patrimonialismo_ea_moderniza%C3%A7%C3%A3o_da_administra%C3%A7%C3%A3o_p%C3%BAblica_brasileira). Acesso: abril de 2018.

MARTINS, Humberto Falcão. MARINI, Caio. Um guia de Governança para Resultados na Administração Pública. Brasília. Publix. 2010.

MEIRELLES, Hely L. Direito Administrativo Brasileiro. São Paulo. Melhoramentos. 2012.

MELLO, Celso Antônio Bandeira. Curso de Direito Administrativo. São Paulo. Melhoramentos. 2016.

MERTON, R. Estrutura burocrática e personalidade. In: CAMPOS, E. (Org.). Sociologia da burocracia. Rio de Janeiro: Zahar Editores, 1978.

MUSACCHIO, Aldo; LAZZARINI, Sergio G. Reinventando o Capitalismo de Estado. O Leviatã nos negócios: Brasil e outros países. São Paulo. Editora Schwarcz. 2015.

ORGANIZAÇÃO DAS NAÇÕES UNIDAS – A ONU e a Governança. In <http://nacoesunidas.org/acao/governanca-> acesso em maio de 2018.

PAIM, Antonio; FROTA, Leonardo; RODRIGUES, Ricardo. O Estado Patrimonial (2016). Disponível em: <http://institutodehumanidades.com.br/arquivos/o%20estado%20patrimonial.pdf>. Acesso em abril 2018.

PINTO JUNIOR. Mario Engler. Empresa Estatal – Função Econômica e Dilemas Societários. São Paulo: Atlas, 2010.

PINTO, Henrique Motta. PINTO JUNIOR, Mario Engler. Empresas Estatais. São Paulo. Saraiva. 2013.

SALOMÃO FILHO, Calixto. *O novo direito societário*. São Paulo: Malheiros, 2002.

SCHROETER, Echart. "New Public Management." Entry in The Encyclopedia of Governance [<http://www.semioticsigns.com/hans'publications>], Sage, 2007.

SECCHI, Leonardo. Modelos organizacionais e reformas da administração pública. Revista da Administração Pública, Rio de Janeiro. 2009.

SHLEIFER, Andrei. VISHNY, Robert. *A survey of corporate governance. The Journal of Finance*. V. LII, n. 2, p. 737-783, 1997.

SILVA, Edson Cordeiro da. Governança Corporativa nas Empresas. São Paulo. Atlas. 2016.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da; BARROS, Lucas Ayres B. de C.; FAMA, Rubens. Estrutura de governança e valor nas companhias abertas brasileiras –

um estudo empírico. ERA/GV – Revista de Administração de Empresas da Fundação Getúlio Vargas. v. 43, n. 3, julho/agosto/setembro, 2003.

SILVEIRA, A. D. M. Governança corporativa no Brasil e no mundo: teoria e prática. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010.

TOMAZETTE, Marlon. Curso de Direito Empresarial – Teoria Geral e Direito Societário. São Paulo: Atlas, 2008.

\_\_\_\_\_. Direito Societário. São Paulo: Juarez de Oliveira, 2004.

\_\_\_\_\_. A Administração das Empresas Estatais. Estatuto Jurídico das Estatais – Análise da Lei n. 13.303/2016. Belo Horizontes: Fórum, 2017.

WALD, Arnoldo. O Governo das Empresas. Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem. São Paulo. 2002.

WEBER, Max. Economy and society; an outline of interpretive sociology. New York, Bedminster Press. 1968.

WEBER, Max. Economia e sociedade. v. 1. Brasília, DF: Ed. Universidade de Brasília; São Paulo: Imprensa Oficial do Estado de São Paulo, 1999.

WORLDBANK. Governance and development. Washington: Oxford University, 1992.