



UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA

Faculdade de Direito

**GOVERNANÇA CORPORATIVA DE EMPRESAS ESTATAIS DO DISTRITO
FEDERAL.**

Marcelo de Sousa Teixeira

**Brasília
Faculdade de Direito da UnB
2022**

Dissertação de Mestrado
Marcelo de Sousa Teixeira

**GOVERNANÇA CORPORATIVA DE EMPRESAS ESTATAIS DO DISTRITO
FEDERAL.**

Dissertação apresentada à Banca examinadora da Faculdade de Direito da Universidade de Brasília como exigência parcial para obtenção do grau de Mestre em Direito, sob a orientação do Professor Doutor Marcus Faro de Castro

Brasília
Faculdade de Direito da UnB
2022

Marcelo de Sousa Teixeira

GOVERNANÇA CORPORATIVA DE EMPRESAS ESTATAIS DO DISTRITO FEDERAL.

UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA
Faculdade de Direito
Mestrado em Direito

Apresentada à banca examinadora em 30 de maio de 2022.

Banca Examinadora:

Presidente: Prof. Dr. Marcus Faro de Castro
Faculdade de Direito da Universidade de Brasília

Integrante: Profa. Dra. Ana de Oliveira Frazão Vieira De Mello
Faculdade de Direito da Universidade de Brasília

Integrante Externo: Prof. Dr. Fabiano Jantalia Barbosa
Escola de Direito do Instituto Brasileiro de Ensino, Desenvolvimento e Pesquisa (IDP)

Integrante Suplente: Profa. Dra. Amanda Athayde Linhares Martins Rivera
Faculdade de Direito da Universidade de Brasília

RESUMO

As empresas estatais do Distrito Federal são essenciais ao desenvolvimento socioeconômico local ao executarem atividades como o abastecimento de água, saneamento, transporte, abastecimento de alimentação, regularização fundiária, iluminação pública, dentre outros bens e serviços. Tais atividades caracterizam o cerne do interesse coletivo que justifica a criação da empresa estatal e, conseqüentemente, a sua função social. A partir da Lei nº 13.303/2016, conhecida como Estatuto das Estatais ou Lei de Responsabilidade das Estatais, se tornou obrigatória a adoção de práticas de governança corporativa em todas as empresas estatais, fossem elas federais ou subnacionais. Tais práticas impõem a introdução de medidas de promoção da transparência ativa para que os cidadãos, enquanto proprietários finais das empresas estatais, possam avaliar a consecução da função social da empresa. Esta dissertação avalia, em uma perspectiva jurídica, as práticas de governança corporativa implantadas pelas empresas estatais do Distrito Federal, tendo como referência o exercício de 2020 e com base em de informações divulgadas em 2021. O estudo realizado preocupou-se em verificar a qualidade da governança corporativa tendo em vista a sua capacidade de fomentar (ou prejudicar) a transparência e a prestação de contas sobre o cumprimento dos propósitos das empresas. Foram utilizados a metodologia e alguns conceitos da Análise Jurídica da Política Econômica (AJPE) para avaliar a governança existente envolvendo a elaboração de um indicador, o Índice de Fruição Empírica – IFE, e sua comparação com o nível ideal de governança aplicável à empresa, o Padrão de Validação Jurídica – PVJ. Os resultados da pesquisa apresentam boas práticas que poderiam ser implementadas pelas empresas analisadas. A dissertação também traz recomendações de reformas de políticas públicas ao governo do Distrito Federal enquanto agente responsável pelo exercício do controle societário com poderes para indicar administradores e monitorar as empresas.

Palavras-chave: Governança Corporativa, Empresas Estatais, Entes subnacionais, Distrito Federal, Análise Jurídica da Política Econômica.

ABSTRACT

Subnational state-owned enterprises (SOEs) play a major role in local economic and social development by providing public utilities, such as water supply, sanitation, public transportation, food supply, housing, street lighting, among others. The provision of these utilities is the reason for creation of state-owned of companies; therefore, they represent the social function of SOEs. The e issuance of Law no. 13.303/2016, which became known as the “SOE Statute” or “SOEs responsibility law”, introduced mandatory corporate governance practices to all SOEs, both at the national and subnational levels. The SOE Statute established new mandatory transparency requirements designed to increase the company’s accountability to society, which is the true owner of SOEs. This research evaluated the corporate governance practices of Brazilian Federal District SOEs in the year 2020, drawing on public reports of 2021 (the Federal District is subnational entity that encompasses the capital city and surrounding areas). The present dissertation therefore analysed how the quality of corporate governance practices were conducive to (or undermined) the provision to the public of useful information as part of accountability requirements to which SOEs are subject in view of their social function. By employing the methodology developed by the Legal Analysis of Economic Policy (LAEP) and its analytical framework, we developed a governance indicator, the “rights fruition benchmark” (RFB), and compared the individual assessment of each SOE with an ideal benchmark of best practices, called the “index” of empirical effectiveness (IEE). The research findings provided a set of corporate governance improvements that could be adopted in each SOE of the Federal District. Specific recommendations to the Federal District Government in its role as an active owner of SOEs were also outlined based on the findings of the research.

Keywords: Corporate Governance, State-Owned Enterprises, Subnational entities, Brazilian Federal District, Legal Analysis of Economic Policy (LAEP).

LISTA DE SIGLAS E ABREVIACÕES

AJPE	Análise Jurídica de Política Econômica
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
BRB	Banco de Brasília S.A.
CA	Conselho de Administração
Caesb	Companhia de Saneamento Ambiental do Distrito Federal
Ceasa	Centrais de Abastecimento do Distrito Federal S.A.
CEB	Companhia Energética de Brasília
CEO	Chief Executive Officer ou Diretor Presidente
CF	Conselho Fiscal
CGPAR	Comissão Interministerial de Governança Corporativa e de Administração de Participações Societárias da União
Codeplan	Companhia de Planejamento do Distrito Federal
Codhab	Companhia de Desenvolvimento Habitacional do Distrito Federal
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DF	Distrito Federal
ESG	Governança, social e meio ambiente (no inglês)
eSIC-DF	Sistema Eletrônico de Informação ao Cidadão do Distrito Federal
Emater	Empresa de Assistência Técnica e Extensão Rural do Distrito Federal
FMI	Fundo Monetário Internacional
GDF	Governo do Distrito Federal
IASC	International Accounting Standards Committee
IBGC	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
IFE	Índice de Fruição Empírica
IG-SEST	Índice de Governança da SEST
IPEA	Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada
LRF	Lei de Responsabilidade Fiscal
Metrô-DF	Companhia do Metropolitano do Distrito Federal
OCDE	Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico
ONU	Organização das Nações Unidas
PLS	Projeto de Lei do Senado
PVJ	Padrão de Validação Jurídica

SAB	Sociedade de Abastecimento de Brasília
SEM	Sociedade de Economia Mista
SEST	Secretaria de Coordenação e Governança das Empresas Estatais
SOX	Lei Sarbanes-Oxley
TCB	Sociedade de Transportes Coletivos de Brasília
TCDF	Tribunal de Contas do Distrito Federal
TCU	Tribunal de Contas da União
Terracap	Companhia Imobiliária de Brasília
UCEst	Unidade de Coordenação das Empresas Estatais do Distrito Federal
Novacap	Companhia Urbanizadora da Nova Capital do Brasil

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1: Empresas listadas com controle majoritário (%) em 2001.....	35
Gráfico 2: Partes Interessadas (<i>Stakeholders</i>).....	45
Gráfico 4: Estrutura de governança em estatais de grande porte.....	70
Gráfico 5: Resultados da Pesquisa.....	93
Gráfico 6: Remuneração de Administradores e Conselheiros.....	96

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Dispersão de capital nas grandes companhias americanas em 1929.....	24
Tabela 2: Exemplo variável governança (G) do IFE.....	73
Tabela 3: Padrão de Validação Jurídica.....	76
Tabela 4: Resultados do IFE e do PVJ.....	79
Tabela 5: Tamanho Diretorias e Conselhos.....	94

SUMÁRIO

Introdução	11
Parte I: Governança Corporativa de Empresas Estatais	16
1. Governança Corporativa.	16
2. O duplo mandato das estatais e o debate sobre o propósito da companhia.	20
2.1 Berle & Means.	21
2.2 Jensen & Meckling.	28
2.3 Teorias contemporâneas de governança corporativa.	32
2.3.1 <i>Teoria dos acionistas.</i>	33
2.3.2 <i>Convergência internacional: a ideia (ou mito) de causalidade entre governança e desenvolvimento econômico.</i>	37
2.3.3 <i>Teoria das partes interessadas.</i>	42
2.3.4 <i>Teorias contemporâneas de governança corporativa e o duplo mandato das estatais</i>	47
2.4 Conclusão parcial: para além das teorias contemporâneas de governança corporativa e do “duplo mandato” das Estatais.	50
Parte II: Governança Corporativa de Empresas Estatais do Distrito Federal.	56
3. Os limites dos indicadores de boas práticas em governança corporativa.	57
3.1. Indicadores de governança de empresas estatais.	58
3.2. Publicações sobre governança de empresas estatais.	60
4. Pesquisa empírica.	62
4.1. Análise Jurídica da Política Econômica e Governança Corporativa.	62
4.2. Metodologia da AJPE.	65
4.3. Utilização do Índice de Fruição Empírica (IFE) e do Padrão de Validação Jurídica (PVJ) para avaliar a governança corporativa.	72
4.4. Execução da pesquisa.	76
4.5. Resultados da pesquisa.	79
4.5.1 <i>Resultados individuais.</i>	79
4.5.2 <i>Resultados gerais.</i>	91
4.6. Recomendações de políticas públicas.	98
Conclusão	101
ANEXO I – Comparativos entre diretrizes da OCDE sobre a governança de empresas estatais a Lei nº 13.303/2016.	105
ANEXO II – Índice de Fruição Empírica do “ <i>direito à propriedade informada</i> ”.	107
ANEXO III – Resultado IFE aplicado às estatais do Distrito Federal.	110
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	112

INTRODUÇÃO

Em 2019, o governador do Distrito Federal indicou deputados e ex-deputados para cargos em diretorias e em conselhos de administração nas empresas estatais do Distrito Federal. Um dos indicados para compor a diretoria do Metrô-DF, porém, fora inabilitado pelo Tribunal de Contas do Distrito Federal ao exercício de cargos comissionados ou funções de confiança e, conseqüentemente, o órgão de controle externo determinou a sua exoneração do cargo¹.

Outra indicação, dessa vez envolvendo ex-deputado não reconduzido ao mandato nas eleições de 2018, motivou o Ministério Público do Distrito Federal e Território a expedir recomendação para que fossem observadas as vedações do chamado Estatuto das Estatais (Lei nº 13.303/2016)² à nomeação de cargos de direção em empresas estatais³, especialmente a proibição de indicação de pessoa que tenha atuado, nos últimos 36 meses, como participante da estrutura decisória de partido político ou trabalhado na realização de campanha eleitoral⁴. Posteriormente, em entrevista ao Valor Econômico, o governador afirmou que “*se a empresa é estatal, então é do governo. Precisa seguir a linha do governo*”⁵.

A política de seleção e recrutamento para os cargos de direção em empresas é um dos temas abordados nos debates sobre governança corporativa. Entre esses temas está a exigência de que as práticas de governança sejam pautadas por critérios transparentes para o preenchimento de posições em cargos estratégicos de uma empresa (IBGC, 2015a). No caso das empresas estatais, o Banco Mundial (2014) ressalta que a prerrogativa de indicação de membros do Conselho de Administração pelo acionista controlador – o governo em exercício – impõe um grande desafio à preservação da independência de atuação desse órgão em prol do melhor interesse da companhia. Nesse sentido, Lupion (2019) argumenta que aprimorar a governança corporativa nas empresas estatais foi o caminho escolhido pelo legislador para mitigar influências e indicações político-partidárias na administração dessas empresas, com

¹ BRASIL. Tribunal de Contas do Distrito Federal. Decisão nº 2753/2020. Relator Inácio Magalhães Filho. Sessão de 15.07.20. Disponível em: <https://etcdf.tc.df.gov.br/?a=consultaETCDF&f=formPrincipal&nrproc=3386&anoproc=2019>, acessado em 15 de novembro de 2021.

² A Lei nº 13.303, de 30 de junho 2016, é referida como “Estatuto Jurídicos das Empresas Estatais” (NORONHA, FRAZÃO e MESQUITA, 2018) ou “Lei de Responsabilidade das Estatais” (CALIXTO, CINTRA e FONSECA, 2020). Ao longo do presente texto também se adota a denominação “Estatuto das Estatais”.

³ Por “Empresas Estatais” pretende-se abranger todas as empresas públicas, as sociedades de economia mista e suas subsidiárias que explore atividade econômica de produção ou comercialização de bens ou de prestação de serviços, ainda que a atividade econômica esteja sujeita ao regime de monopólio da União ou seja de prestação de serviços públicos (art. 1º da Lei nº 13.303/2016).

⁴ Vide: <http://www.mpdft.mp.br/portal/index.php/conhecampdft-menu/promotorias-justica-menu/promotorias-de-justica-de-defesa-do-patrimonio-publico-e-social-menu/10654-mpdft-recomenda-ao-governador-eleito-que-nao-faca-nomeacoes-proibidas-por-lei>, acessado em 15 de novembro de 2021.

⁵ ROCHA, Ibaneis. Se o governo é meu, eu que indico, inclusive político. Entrevista concedida a Vandson Lima e Carla Araújo. **Valor Econômico**. São Paulo, p. A20, 2 de maio de 2019.

destaque para a criação de requisitos mínimos de experiência acadêmica e vivência profissional dos indicados aos cargos de administração nas estatais.

O Estatuto das Estatais tornou obrigatórias práticas de governança corporativa que vão além das regras para indicação de administradores, contemplando normas sobre transparência, práticas de gestão de riscos e de controle interno, composição da administração (e.g., presença de membros independentes e representantes dos empregados) e mecanismos para a proteção de acionistas. Os entes federados podem estabelecer regras de governança específicas para empresas com receita operacional bruta inferior a R\$ 90 milhões, aplicando-se a íntegra da Lei de Responsabilidade das Estatais (art. 1º, §3º, da Lei nº 13.303/2016) àquelas que excederem o valor.

O objetivo da pesquisa é avaliar, a partir do estudo de casos específicos, a qualidade da governança corporativa implementada pelas empresas estatais do Distrito Federal, ente federativo que controla doze empresas estatais em atividade e outras duas em liquidação⁶. Das empresas em atividade, metade se classifica como “dependente” segundo a Lei de Responsabilidade Fiscal, ou seja, dependem de recursos financeiros do ente controlador para o pagamento de despesas de pessoal, de custeio e capital.

As empresas estatais no Distrito Federal são essenciais ao desenvolvimento socioeconômico local ao possibilitar o acesso à abastecimento de água, saneamento, transporte, alimentação, moradia, iluminação pública, dentro outros bens e serviços. A oferta dos produtos e serviços constitui o cerne do relevante interesse coletivo que justifica a existência das empresas estatais, conforme o art. 173 da Constituição Federal e o art. 159 da Lei Orgânica do Distrito Federal, sendo a função social da empresa estatal a realização desse interesse coletivo (art. 27 da Lei nº 13.303/2016). Nesse sentido, segundo ressalta Pinto Junior (2021), toda empresa estatal possui um objetivo de política pública, que serve para justificar sua própria existência sob o ponto de vista jurídico. Essa missão pública não convive com a finalidade exclusivamente lucrativa, mas não pode, tampouco, prejudicar a sustentabilidade financeira da companhia no longo prazo. De forma semelhante, Fontes Filho (2018) argumenta que o tamanho e a participação das empresas estatais na economia brasileira torna fundamental que se mantenham financeiramente sustentáveis e capazes de articular os diversos interesses alinhados à sua função social, razões que reforçam a necessidade de adesão a boas práticas de governança.

⁶ O item 3.4 traz o rol com as onze empresas estatais avaliadas e justifica a exclusão de empresas em liquidação ou com incertezas sobre a continuidade operacional.

Conforme será demonstrado na pesquisa, a Lei nº 13.303/2016 trouxe a obrigatoriedade da adoção de instrumentos de governança corporativa a fim de fomentar a transparência e a prestação de contas dos administradores sobre o cumprimento da função social da empresa estatal. Portanto, as boas práticas de governança nas empresas estatais permitem à população, enquanto proprietários finais dessas empresas, avaliar o cumprimento da função social, ao mesmo tempo em que facilitam a comunicação dos administradores ao público sobre os desafios que enfrentam na gestão. Por outro lado, casos concretos de algumas empresas estatais do Distrito Federal mostram que a ausência de publicações relacionadas à governança (e.g., carta anual e demonstrações financeiras exigidos no art. 8º da Lei nº 13.303/2016) obstam a compreensão da sociedade sobre quais são as atividades exercidas pelas empresas e quem são seus gestores.

No entanto, antes de adentrar práticas das empresas estatais do Distrito Federal, fez-se necessário revistar as teorias de governança corporativa a fim de avaliar a sua aplicação às sociedades controladas pelo governo. O debate clássico por trás dessas teorias contrapõe visões sobre qual seria o propósito da companhia: gerar lucro aos acionistas ou perseguir interesses sociais mais amplos. No caso das sociedades de economia mista (SEM) esse embate levou à ideia do “duplo mandato”, segundo a qual essas empresas devem compartilhar o objetivo empresarial de maximização de seus resultados com a persecução do interesse público que presidiu a sua criação (SCHAPIRO e MARINHO, 2017). Contudo, a ideia do “duplo mandato”, construída a partir dos conflitos de interesses entre governo e acionistas minoritários nas SEMs listadas em bolsa, sofre limitações quando aplicada ao conjunto de empresas estatais, tendo em vista que a Lei nº 13.303/2016 abrange um universo formado por SEMs, empresas públicas e suas subsidiárias – inclusive prestadoras de serviços públicos. Nesse universo mais amplo de empresas estatais há casos em que o lucro não é o propósito principal a ser perseguido pelos administradores, ainda que possa contribuir para alcançar os objetivos sociais.

Sob o ponto de vista acadêmico, a pesquisa se insere em um contexto de interdisciplinaridade entre as perspectivas do direito, da economia e dos estudos de administração, tomados como conjuntos de ideias e doutrinas úteis para a compressão da governança corporativa⁷. Quanto aos resultados, como será visto adiante, a análise individual revelou práticas específicas que minam a autonomia da administração e favorecem a persecução de objetivos distintos daqueles que caracterizam a função social (e.g., presença de secretários

⁷ A análise se insere em pesquisas recentes sobre a governança de empresas estatais (e.g., NASCIMENTO e VIEIRA, 2020; FONTES FILHO, 2018), inclusive pesquisas que recaem sobre as estatais de outros entes federativos (SILVA e NUNES, 2019; CALIXTO, CINTRA e FONSECA, 2020).

distritais nos conselhos de administração ou uso das empresas para assumir obrigações do governo). Os resultados gerais da pesquisa, onde os achados são agregados, justificam recomendações de política pública ao Governo do Distrito Federal enquanto ente responsável pela condução e coordenação das estatais locais.

Portanto, o problema de pesquisa que se pretende endereçar é “*como as práticas efetivas de governança corporativa das empresas estatais do Distrito Federal fomentam (ou prejudicam) a transparência e a prestação de contas sobre o cumprimento dos propósitos das empresas, a sua função social?*”. Acompanhando o problema, as duas hipóteses da pesquisa foram:

- a) As empresas estatais do Distrito Federal não cumprem os requisitos mínimos de governança previstos na Lei nº 13.303/2016 e, conseqüente, não é possível dimensionar como são alcançados os interesses sociais que justificam a existência das empresas estatais locais.
- b) A governança corporativa é pior quando a estatal do Distrito Federal é caracterizada como “dependente dos recursos” do Distrito Federal – nos termos da LRF⁸ –, pois nesse caso há limitações financeiras para o adequado exercício das práticas de governança.

Para responder o problema de pesquisa foi utilizada como abordagem teórica e metodológica a Análise Jurídica da Política Econômica (AJPE), descrita em Castro (2009, 2014) e Ferreira e Castro (2018), que reúne ideias sobre a análise de políticas públicas ou econômicas com base na necessidade de aferição da efetividade de direitos humanos e fundamentais decorrente da execução da política considerada. Trata-se de um conjunto de ideias associados a uma metodologia empregada para avaliar a fruição do direito em um contexto empírico específico, no caso o “*Direito à Propriedade Informada sobre as Estatais do DF*”, a partir da análise posicional da AJPE – explicada na segunda parte do presente trabalho.

A primeira seção traz as definições de governança corporativa, com destaque para a utilizada por Ronald Gilson (2016) ao enfatizar como o ambiente socioeconômico da companhia influencia as práticas de governança. Essa primeira parte também busca aplicar as teorias de governança corporativa ao contexto específico das empresas estatais, abordando desde os autores clássicos de governança até a ideia do “duplo mandato” das estatais. A segunda

⁸ Trata-se da definição de empresa estatal dependente prevista no art. 2º, III, da Lei de Responsabilidade Fiscal: empresa controlada que receba do ente controlador recursos financeiros para pagamento de despesas com pessoal ou de custeio em geral ou de capital, excluídos, no último caso, aqueles provenientes de aumento de participação acionária;

parte, com caráter mais empírico, analisa as empresas estatais do Distrito Federal a fim de endereçar o problema e as hipóteses de pesquisa seguindo as etapas da “análise posicional” da AJPE.

PARTE I: GOVERNANÇA CORPORATIVA DE EMPRESAS ESTATAIS

1. GOVERNANÇA CORPORATIVA.

Não existe uma definição universalmente aceita sobre o conceito de governança corporativa. Ao contrário, podem ser encontrados conceitos distintos em diversas publicações, normalmente refletindo aspectos da atividade empresarial que cada autor pretende enfatizar (CLARKE, 2010). A seguir são apresentadas definições que realçam as relações intrafirma, focadas no relacionamento entre diretoria, conselho de administração e acionistas, e, em seguida, amplia-se o escopo para abarcar o ambiente em que a empresa atua e os relacionamentos estabelecidos com empregados, credores, consumidores, e outras partes interessadas (*stakeholders*)⁹.

Começando pelo enfoque intrafirma, o Relatório Cadbury¹⁰ (1992), conhecido como o primeiro código de boas práticas, define governança corporativa como “*o sistema pelo qual as companhias são dirigidas e controladas*”. Essa definição é aprimorada por Monks e Minow (2004), para quem governança corporativa é: “*o relacionamento entre vários participantes para determinar a direção e a performance das companhias. Os principais participantes são os acionistas, os administradores e a Diretoria*”¹¹. O conceito estrito, focado no processo decisório da empresa, é seguido pela maioria dos códigos de boas práticas em governança (WYMEERSCH, 2010). Um exemplo consta na 4ª edição do código publicado pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), de 2009:

“Governança corporativa é o sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre proprietários, Conselho de Administração, Diretoria e órgãos de controle. As boas práticas de governança corporativa convertem princípios em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor da organização, facilitando seu acesso a recursos e contribuindo para sua longevidade.” (grifou-se)

A visão intrafirma destaca o relacionamento entre acionistas, Conselho de Administração e Diretoria da companhia com vistas a garantir a convergência de interesses entre os participantes na condução dos negócios. A necessidade de convergência de interesses revela a influência da “teoria da agência”, desenvolvida por Jensen e Meckling (1976), segundo

⁹ Por “partes interessadas” pretende-se englobar todos os grupos que são afetados pela companhia e podem afetar os objetivos desta (Freeman, 1983).

¹⁰ O Cadbury Report, de 1992, será abordado no item 2.3.1.

¹¹ Tradução Livre de “*Corporate governance is the relationship among various participants in determining the Direction and performance of corporations. The primary participants are the shareholders, the management and the board of directors*”.

a qual o principal (acionista) contrata o agente (diretores) para gerir a empresa em seu favor, envolvendo a delegação de autoridade para a tomada de decisão pelo agente. Faz parte dessa teoria o entendimento de que, estando cada parte empenhada em maximizar o próprio interesse, por vezes o agente não agirá de acordo com o melhor interesse do principal. Conseqüentemente, dada a divergência de interesses, os acionistas incorrerão em custos para monitorar as atividades dos executivos e para estabelecer incentivos financeiros apropriados para a Diretoria – denominados custos de agência. Dessa forma, a governança corporativa passa a ser compreendida “*como um conjunto de mecanismos internos e externos, de incentivo e controle, que visam a minimizar os custos de agência*” (SAITO e SILVEIRA, 2008).

De fato, códigos de boas práticas de governança corporativa trazem medidas voltadas para a minimização de custos de agência, a exemplo da proibição de empréstimos e garantias em favor dos administradores, bem como a divulgação de informações, financeiras e não financeiras, que interessam ao público tão logo estejam disponíveis (IBGC, 2015). KRAAKMAN et. al. (2017) ressaltam dois mecanismos básicos para o alinhamento de interesses dos agentes: i) a presença de membros independentes na Diretoria e no Conselho de Administração, inclusive com comitês de assessoramento formados exclusivamente por membros independentes (e.g., comitê de auditoria); e ii) estrutura remuneratória que alinhe os incentivos dos diretores aos dos acionistas, como a bonificação em ações da empresa – com restrições à alienação no curto prazo – e a previsão de que os acionistas possam deliberar sobre a remuneração executiva (“*say on pay vote*”).

Além da visão estrita sobre governança corporativa, outras definições buscam abarcar o conjunto de arranjos legais, culturais e institucionais que determinam o que as companhias podem fazer, quem as controla, como o controle é exercido e como os riscos da atividade são alocados na sociedade (BLAIR, 1995). A consideração mais ampla sobre a alocação de riscos na sociedade reflete a consciência de que atuação da empresa afeta direitos trabalhistas, ambientais, consumeristas, dentre outros, ou seja, a governança corporativa não se limita ao processo de tomada de decisão considerando apenas os interesses dentro da empresa, mas inclui nessas decisões ponderações sobre as suas conseqüências perante as partes interessadas (*stakeholders*) da companhia. O próprio Sir Adrian Cadbury amplia o escopo da governança corporativa ao trazer o conceito no prefácio de um guia de boas práticas publicado pelo Banco Mundial (2000)¹²:

¹² Tradução livre de: “*Corporate governance is concerned with holding the balance between economic and social goals and between individual and communal goals. The governance framework is there to encourage the efficient*

*“Governança corporativa se preocupa em manter o equilíbrio entre objetivos econômicos e sociais, entre objetivos individuais e comuns. As ferramentas de governança existem para encorajar o uso eficiente de recursos e, igualmente, exigir a prestação de contas pela gestão desses recursos. O propósito é alinhar o tanto quanto possível os **interesses individuais, corporativos e sociais**”* (Grifou-se).

A preocupação com as partes interessadas se faz presente nas definições de governança corporativa da OCDE desde 2004¹³, segundo a qual governança *“é um dos elementos chave para aumentar a eficiência e o crescimento econômico, bem como ampliar a confiança do investidor. Envolve relacionamentos entre a administradores, acionistas e outras partes interessadas”* (OCDE, 2004)¹⁴. A 5ª edição do código de boas práticas publicado pelo IBGC ressalta que a revisão do documento ampliou o olhar sobre as diversas partes interessadas da empresa e explicitou a importância da ética nos negócios (IBGC, 2015a), de modo que a atual definição trazida pelo código é:

*“Governança corporativa 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**. As boas práticas de governança corporativa convertem princípios básicos em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor econômico de longo prazo da organização, facilitando seu acesso a recursos e contribuindo para a qualidade da gestão da organização, sua longevidade e **o bem comum**.”* (Grifou-se).

A preocupação mais ampla sobre as pessoas e entidades afetadas pelas decisões da empresa torna necessário avaliar constantemente quem são as principais partes interessadas, ou seja, a governança corporativa é dinâmica e atrelada ao contexto. Nesse sentido, a definição de Ronald Gilson (2016) começa resumindo governança corporativa ao sistema operacional da companhia, o emaranhado de elementos jurídicos (e.g., estatuto social e legislação de direito societário) e não-jurídicos¹⁵ que determinam como a companhia funciona, fixa seus objetivos, toma decisões e monitora tanto o cumprimento de objetivos e quanto a adequação à legislação aplicável (*compliance*).

use of resources and equally to require accountability for the stewardship of those resources. The aim is to align as nearly as possible the interests of individuals, corporations, and society”.

¹³ Na seção 2.3.3 será abordado como os escândalos corporativos do início do século XXI impactaram os direitos de trabalhadores e aposentados, que viram seus fundos de pensão baseados em ações perderem todo o valor após a divulgação das fraudes em empresas. Esses casos mostraram a necessidade de a governança corporativa considerar o impacto da gestão da empresa sobre as partes interessadas.

¹⁴ Tradução livre de: *“corporate governance is one key elemento in improving economic efficiency and growth as well as enhancing investor confidence. Corporate governance involves a set of relationships between a company’s management, its board, its shareholders and other stakeholders”.*

¹⁵ O autor cita como exemplos de elementos não legais a forma com que a companhia divulga informações e relacionamentos, fixa remuneração, colhe informações e realiza o controle interno, etc. Todo o conjunto de práticas que não decorrem do estatuto social ou legislação.

Ocorre que o sistema operacional da companhia é influenciado pelo seu contexto atual e histórico, pois existem estruturas sociais econômicas (e.g., mercado de trabalho e mercado de capitais,) e não econômicas (como a cultura e o sistema político) que influenciarão o caminho da governança corporativa. Nessa perspectiva, considera-se que a governança não depende apenas da estrutura interna da empresa e como ela organiza sua produção – diferentemente do que propõe o conceito intrafirma, apresentado acima -, mas é influenciada por fatores sociais e econômicos, em especial importância ao papel do Estado na economia.

Gilson (2016) destaca a existência de dois modelos básicos de organização política e econômica: as economias de mercado liberais e as economias de mercado coordenadas¹⁶. No primeiro modelo se enquadrariam os EUA e o Reino Unido, em que as firmas coordenam sua atuação por relações hierárquicas internas e competição entre si. Nesses países há maior relevância do mercado de capitais para o financiamento das companhias, o que implica constantes disputas por controle e atuação focada em resultados de curto-prazo. No segundo modelo, a atividade econômica é mais regulada pelo governo, sendo usados como exemplo o Japão e a Alemanha. Nas economias de mercado coordenadas predomina o financiamento bancário, e essas instituições acabam assumindo o papel de monitorar as empresas para as quais emprestam dinheiro, sendo raras as disputas acionárias pelo controle societário. No próximo capítulo será explorado como o contexto norte-americano e inglês, marcado pela dispersão do controle acionário, influenciou o desenvolvimento da governança corporativa nesses países e, a partir da década de 80, passou a ser tido como um “modelo” de governança para outros países.

Por ora, cabe observar que o contexto histórico dificulta a reforma de instituições ou a alteração na estrutura nas empresas apesar de existirem modelos de governança que, em tese, seriam eficientes (GILSON, 2016). Ainda que determinada prática de governança corporativa seja considerada eficiente para um mercado, a vantajosidade dessa nova prática não pode ser dissociada de sua adequação ao contexto vigente, o que obsta a sua transposição a outro contexto jurídico (GILSON, 2016).

Portanto, a definição de Ronald Gilson (2016) caracteriza a governança corporativa como um sistema operacional da companhia com elementos jurídicos e não-jurídicos que vão além das fronteiras da companhia (e do direito societário) para abarcar o contexto social e econômico em que ela atua. Ademais, há um caráter dinâmico na governança corporativa que

¹⁶ Gilson (2016) reconhece que esses modelos são simplificações. Cita como exemplo a China, cuja relevância econômica mostra que existem outras formas de organização política e econômica com a possibilidade de maior coordenação dos mercados pelo Estado. A temática dos contrastes entre formas organizacionais da economia de mercado também está presente entre cientistas sociais, como ilustra o livro organizado por Hall e Soskice (2001).

permite a adoção de novas práticas, desde que adequadas ao contexto em que são implementadas. A definição de Gilson (2016) reconhece a complexidade do mundo real da governança corporativa, sendo útil para avaliar criticamente quais práticas de governança fazem sentido ou não relativamente ao contexto das empresas estatais.

2. O DUPLO MANDATO DAS ESTATAIS E O DEBATE SOBRE O PROPÓSITO DA COMPANHIA.

Publicações sobre a governança corporativa das sociedades de economia mista (PARGENDLER, MUSACCHIO e LAZZARINI, 2013; IBGC, 2015b) destacam o duplo mandato dessas empresas: por um lado, devem perseguir metas sociais e de políticas públicas; por outro, devem ter viabilidade econômico-financeira, além de proporcionar retorno aos acionistas privados que participam do seu financiamento (IBGC, 2015b). Nota-se que essas publicações se referem às SEM, mas as práticas de governança a partir da Lei nº 13.303/2016 se tornaram obrigatórias para todas as empresas estatais, ainda que dependam de recursos do ente controlador para manter seu funcionamento, exerçam atividades econômicas monopolistas ou prestem serviços públicos - situações em que o lucro e o retorno ao acionista controlador não são os objetivos principais da empresa.

A discussão sobre o duplo mandato da SEM não é exclusivo às empresas com participação acionária do Estado. Na realidade, evoca debates sobre o propósito da atividade empresarial presentes no século XX, notadamente a partir do embate entre duas visões distintas que enfatizam a geração lucro para os seus proprietários ou criação de riqueza e bem-estar para sociedade. Tais objetivos embasam duas das principais abordagens de governança corporativa: a teoria dos acionistas (*shareholders theory*) e a das partes interessadas (*stakeholders theory*)¹⁷, cujos contextos históricos serão apresentados nas próximas seções.

Para autores que defendem tanto a teoria dos acionistas (SAITO e SILVEIRA, 2008; HANSMANN e KRAAKMAN, 2001) quanto a teoria das partes interessadas (STOUT, 2002; ROTMAN, 2010) a discussão sobre o propósito das companhias remete ao debate surgido entre Adolph Berle e Merrick Dodd nos Estados Unidos, no começo da década de 1930. Nesse debate, Adolph Berle argumentaria que as companhias existem apenas para gerar lucro aos seus acionistas, conforme trecho de artigo publicado em 1931: “*todos os poderes concedidos à uma corporação ou à administração de uma corporação... são necessariamente e sempre exercidos*

¹⁷ A contraposição entre os interesses de acionistas e os de partes interessadas remete a discussões mais amplas relacionadas à configuração conceitual e institucional do direito de propriedade. Para algumas formulações pertencentes a tais debates, com referência a doutrinas relevantes na tradição do direito anglo-americano, ver, p. ex., Dewey (1926), Cohen (1927) e Scheiber (1973).

em favor dos acionistas conforme os interesses deles se revelam”¹⁸ (BERLE, 1931). Por outro lado, Dodd publicou um artigo em 1932 argumentando que as corporações têm responsabilidade perante muitos outros agentes, inclusive os interesses de empregados, e objetivos sociais mais amplos (ROTMAN, 2010).

O livro de Berle e Means (1932) seria o marco inicial da governança corporativa, pois descrevem como a pulverização do controle acionário nas empresas norte-americanas criou um grupo de proprietários passivos, ou seja, acionistas sem capacidade de intervir na gestão das empresas. A gestão caberia aos administradores, o que marca a dissociação entre a administração e a propriedade. Em outras palavras, estabelece-se um contraste prático entre o controle efetivo da propriedade (*management control*) e a titularidade da mesma propriedade (*absentee shareholder ownership*). Consequentemente, a pulverização da propriedade fortaleceria o poder dos gestores, aumentando as chances de agirem em seu próprio interesse e não no interesse dos acionistas (SAITO e SILVEIRA, 2008; ROSSETTI e ANDRADE, 2014). O passo seguinte desse argumento evolutivo da governança corporativa é ressaltar a teoria da agência de Jensen e Meckling e como as práticas de governança mitigam os chamados “custos de agência” em prol dos interesses dos acionistas (SAITO e SILVEIRA, 2008). Segundo essa linha de argumentação, as vantagens do modelo da teoria dos acionistas justificariam a sua adoção por diversas jurisdições num processo de convergência da governança corporativa (HANSMANN e KRAAKMAN, 2001).

Esse breve resumo sobre a história de debates sobre governança corporativa no século XX busca trazer os principais pontos que serão revisitados a seguir. O presente capítulo foca os trabalhos de Adolph Berle e como suas posições se apõem às de Jensen e Meckling, contrariando a evolução histórica da governança corporativa que alguns autores apresentam (SAITO e SILVEIRA, 2008; ROSSETTI e ANDRADE, 2014). Em seguida, aborda as teorias de governança corporativa e como elas perpetuam a discussão sobre qual seria o propósito das companhias, estendendo às sociedades de economia mista.

2.1 BERLE & MEANS.

Para revisitar a suposta evolução histórica da governança corporativa é necessário começar pelo trabalho de Adolph Berle, o qual Bratton e Watcher (2008) dividem em três fases.

¹⁸ Tradução livre de: “*all powers granted to a corporation or to the management of a corporation... are necessarily and at all times exercisable only for the ratable benefit of all the shareholders as their interests appears*”

A primeira fase remete a pesquisas sobre o direito societário¹⁹, e, no artigo “*Corporate Powers as Powers in Trust*”, de 1931, o autor propõe a defesa da atuação dos administradores em prol dos acionistas. Na segunda fase, marcada pelo contexto do “*New Deal*”, Berle propõe a reorientação da atuação da companhia – envolvendo não apenas os administradores, mas também os acionistas – em prol dos interesses da comunidade, notadamente nos últimos capítulos de “*The Modern Corporation and Private Property*”, de 1932, publicado em coautoria com Gardiner Means²⁰. Será demonstrado que o célebre debate com Merrick Dodd decorre de conclusões sobre a primazia do acionista na primeira fase de Berle, as quais se encontravam superadas quando o debate acontece. Na terceira fase, que compreende publicações na década de 1950, a orientação da companhia em prol dos interesses da comunidade é reforçada pela defesa da regulamentação estatal.

Conforme destacado anteriormente, o trabalho de Adolph Berle pode ser considerado como um precursor da teoria dos acionistas, principalmente ao considerar o excerto do artigo desse autor, em “*Corporate Powers as Powers in Trust*”, de 1931, transcrito acima. Contudo, essa visão de Berle é afastada pela leitura do livro “*The Modern Corporation and Private Property*”, de 1932, em que o autor clama por maior responsabilidade dos administradores das empresas perante todos aqueles afetados por suas atividades (BERLE, 1932):

*“Em países capitalistas, e particularmente durante a depressão, constantemente são apresentadas demandas para que os homens que controlam as grandes organizações econômicas aceitem a responsabilidade pelo bem-estar daqueles sujeitos à organização, sejam trabalhadores, investidores ou consumidores (...) À medida que as organizações econômicas crescem, e o poder é concentrado em poucas mãos, o possuidor do poder é mais facilmente identificável, e a demanda por poder com responsabilidade se torna cada vez mais direcionada.”*²¹

Conforme destacado acima, Bratton e Watcher (2008) apresentam três fases distintas do trabalho de Adolph Berle. Na primeira fase, o autor já percebia a dispersão do controle acionário nas companhias listadas, cujos estatutos não traziam restrições aos poderes dos administradores.

¹⁹ Vide, por exemplo, BERLE, Adolph. **Studies in the Law of Corporation Finance**. Chicago: Callaghan and Company, 1928.

²⁰ Ao longo do presente capítulo será dada ênfase à obra de Adolph Berle, ainda que o seu livro mais célebre tenha a coautoria de Gardiner Means. A justificativa é que, em 1927, Adolphe Berle recebeu uma bolsa de estudos da Fundação Rockefeller para realizar uma pesquisa interdisciplinar sobre as companhias americanas. Essa bolsa exigia a participação de um economista na pesquisa e, no caso, Gardiner Means foi o responsável por elaborar as análises econômicas. O resultado da pesquisa foi o livro “*The Modern Corporation and Private Property*”, de onde é possível extrair que as conclusões sobre o funcionamento e propósito das companhias decorre de formulações de Adolph Berle apoiadas em dados de Gardiner Means (BRATTON e WATCHER, 2008).

²¹ Tradução livre de: “*In strictly capitalist countries, and particularly in times of depression, demands are constantly put forward that the men controlling the great economic organisms be made to accept responsibility for the well-being of those who are subject to the organization, whether workers, investors, or consumers (...) In proportion as an economic organism grows in strength and its power is concentrated in a few hands, the possessor of power is more easily located, and the demand for responsible power becomes increasingly direct.*”

Os administradores podiam entrar em novos negócios ou emitir ações conforme sua vontade e sem submeter suas determinações às decisões aos acionistas. Havia a necessidade de restringir a discricionariedade dos administradores e, nessa primeira fase, Berle entendia que a solução viria dos próprios gestores (autorregulação) ou por meio do controle judicial em prol dos acionistas. Assim, ao publicar “*Corporate Powers as Powers in Trust*” (1931), Berle tinha presente a ideia de que o dever fiduciário dos administradores implicaria lealdade perante os acionistas, de modo a instá-los a agir exclusivamente no melhor interesse destes últimos. Caberia ao judiciário limitar as decisões dos administradores cuja condução dos negócios divergisse dos interesses dos proprietários da firma.

Notam-se nessa primeira fase duas preocupações que permanecem ao longo do trabalho de Adolph Berle (WEINSTEN, 2012, p. 9). A primeira é a necessidade de limitar o poder dos gestores das grandes corporações a fim de prevenir a má utilização da empresa para o próprio lucro ou contra os interesses da sociedade. A segunda preocupação decorre da constatação de que a dispersão acionária criava uma massa de acionistas passivos: pessoas que eram proprietárias das empresas, mas sem nenhuma capacidade de influenciar a condução dos negócios. Muitos dos acionistas passivos eram trabalhadores, donas de casa e outras pessoas da classe média americana, gente que investia em companhias com foco na aposentadoria. Assim, preocupava-se em favorecer os acionistas como um contrapeso ao poder dos administradores com efeitos positivos para a economia a partir do aumento na poupança familiar.

Enquanto o livro “*The Modern Corporation and Private Property*” estava em elaboração, Berle auxiliou a campanha do então governador Franklin Roosevelt à presidência dos EUA. Bratton e Watcher (2008) ressaltam que Berle elaborou o discurso chamado “*New Individualism*”, o qual resumia a política econômica de Roosevelt e seria um presságio do “*New Deal*”. O discurso defendia a primazia do interesse público sobre a propriedade privada a fim de defender as pessoas afetadas pela crise econômica de 1929 e que viram toda a sua poupança ser dizimada diante da crise financeira. Os administradores das grandes corporações americanas teriam que assumir a sua responsabilidade pela promoção do bem comum e, defendendo maior regulação econômica, defendia uma intervenção governamental nas gestões que se desviassem desse objetivo. Apesar de ser considerado um discurso radical para a época (BRATTON e WATCHER, 2008, p. 112), as formulações elaboradas por Berle deixava clara a mensagem de que os administradores e toda a corporação deveriam atuar em prol do interesse público.

Nesse momento fica caracterizada a distinção entre a primeira fase do trabalho de Berle e a segunda: enquanto o artigo de 1931 defendia que os administradores deveriam agir em prol dos acionistas, na segunda fase o autor argumenta que as corporações seriam um instrumento

para favorecer o bem comum (BRATTON e WATCHER, 2008). A transição de posições é clara na última parte de “*The Modern Corporation and Private Property*”, o livro IV, denominado “a reorientação da empresa”. Nesse trecho do livro, Berle e Means (1932) registram a mudança na forma de propriedade e controle das empresas em relação ao que predominava até o século XIX. Argumentam que, no passado, não existira distinção entre investir e exercer o controle sobre as empresas, ou seja, duas consequências principais derivariam da propriedade sobre a empresa: 1ª) quem investira na atividade assumiria o risco pelos seus resultados, bons ou ruins; e 2ª) a mesma pessoa seria investidor, proprietário e administrador da empresa. Contudo, nas corporações modernas do século XX, a propriedade e o poder de conduzir os negócios deixaram de ser exercidos pelo mesmo indivíduo ou grupo. A dispersão acionária²², por dificultar a acumulação de ações de modo a permitir o efetivo controle societário, fez com que o acionista-investidor se tornasse apenas o fornecedor de capital – e sobre quem recaem os riscos pelos maus resultados da empresa –, enquanto a gestão passou a ser exercida pelos diretores-administradores (BERLE e MEANS, 1932). De fato, a pulverização acionária se mostrava uma característica do mercado norte-americano naquela época, conforme mostrado na Tabela 1 abaixo:

TABELA 1: Dispersão de capital nas grandes companhias americanas em 1929.

Companhia	Tamanho do maior acionista (% de ações)	Núm. de Acionistas
Atkinson Topeka & Santa Fe Ry. Co.	0,76	59.042
Chicago, Milwaukee, St. Paul & Pacific Rd. Co.	1,36	12.045
General Electric Co. (%)	1,5	60.374
Delaware & Hudson Co.	1,51	9.003
Southern Pacific Co.	1,65	55.788
Boston Elevated Ry. Co.	1,66	16.419
Southern Ry. Co.	1,92	20.262
Consolidated Gas Co., of N.Y.	2,11	93.515
Great Northern Ry. Co.	2,12	42.085
Northern Pacific Ry. Co.	2,13	38.339
Missouri/Kansas/Texas Rd. Co.	2,23	12.693
Union Pacific Rd. Co.	2,27	49.387

²² Cheffins e Bank (2009) demonstram as várias críticas que Berle e Means receberam ao longo dos anos sobre a dispersão do controle acionário, tais como: (i) inadequação dos dados de 1900-1930, que não permitiriam concluir que o controle acionário nos EUA era tão disperso quanto proposto pelos autores; e ii) desconsidera o papel dos bancos que, apesar de não poderem ter ações sob seu controle, exerciam a função agentes fiduciários (*trusts*) que lhe dava poder para indicar diretores e orientar a atuação das companhias. Apesar das críticas, as conclusões de Berle e Means sobre a dissociação entre propriedade e exercício de controle pelos administradores seriam válidas para as grandes empresas americanas pelo menos desde a década de 60 (CHEFFINS e BANK, 2009).

Baltimore & Commercial Ohio Rd. Co.	2,56	39.627
Western Union Tel. Co.	2,74	23.738

Fonte: Berle e Means (1932)

Berle e Means (1932) prosseguem para afirmar que: “*a despersonalização do controle, a objetificação da empresa [dada a personalidade jurídica própria] e a segregação da propriedade provocam uma situação em que a empresa se transforma numa instituição que se assemelha ao Estado*”. Portanto, é possível apreender que Berle e Means acreditavam que, no futuro, as empresas concentrariam grande poder econômico – Means projetava que as 200 maiores companhias concentrariam 70% da produção (BRATTON e WACHTER, 2008) – e envolveriam diversos interesses econômicos, como o de acionistas, empregados, consumidores e, principalmente, dos administradores que controlavam tamanho poder (BERLE e MEANS, 1932, p. 353). A concentração de poder econômico em poucas mãos levaria a uma disputa entre os agentes de mercado e a regulação estatal a fim de determinar quais interesses seriam protegidos.

Conforme destacado acima, o livro “*The Modern Corporation and Private Property*” marca a segunda fase do trabalho de Adolph Berle, quando supera o foco sobre os acionistas para defender a persecução de objetivos sociais mais amplos (BRATTON e WACHTER, 2008). Essa nova orientação da companhia se faz presente no último capítulo do livro, onde, em conjunto com Gardner Means, propõem uma nova concepção sobre a atividade corporativa, na qual os interesses da comunidade prevaleceriam sobre os dos acionistas e administradores-controladores. A proposta partia da constatação de que os acionistas abdicaram do controle e da responsabilidade sobre as companhias e, conseqüentemente, ao fazê-lo, também renunciavam ao direito de exigir que as atividades da companhia fossem exercidas no seu exclusivo interesse. Ao mesmo tempo, Berle e Means entendiam que, quando os administradores atuam no próprio interesse, eles também minam a premissa de que a atividade beneficia os proprietários da empresa. Essas ações colocam a comunidade em uma posição legítima para demandar da companhia uma atuação em prol de toda a sociedade. Nessa perspectiva, o controle das companhias deveria se tornar uma tecnocracia neutra, equilibrando as demandas dos diversos grupos da comunidade e assegurando a cada grupo uma parcela das riquezas da companhia - ao invés de gerar uma renda exclusivamente privada (BERLE e MEANS, 1932, pp. 355-356).

Se Adolph Berle adotara uma posição favorável aos interesses da comunidade, por que o debate Berle-Dodd lhe apresenta como defensor do interesse dos acionistas²³? O motivo, segundo Bratton e Watcher (2008), é que a crítica de Dodd (1932) foi dirigida à primazia dos acionistas externada previamente por Berle em “*Corporate Powers as Powers in Trust*”, de 1931, ou seja, são críticas à primeira fase do trabalho de Berle – publicadas no mesmo ano em que o autor revisara suas posições na obra “*The Modern Corporation and Private Property*”. Berle é lembrado, erroneamente, como precursor da teoria dos acionistas porque o ataque de Dodd o colocou nessa posição (BRATTON e WACHTER, 2008).

Na realidade, tanto Berle quanto Dodd defendiam a persecução de interesses sociais mais amplos do que o lucro dos acionistas. Cabe lembrar que em 1932 ainda ecoavam os efeitos da crise econômica de 1929, e o artigo de Dodd (1932) reflete a demanda por mudanças no capitalismo então vigente: “(...) *vale a pena salvar o capitalismo, mas ele não pode sobreviver permanentemente nas condições modernas a não ser que trate a segurança econômica dos trabalhadores como uma de suas obrigações*”²⁴. Logo, para Dodd, a questão central da companhia não era a relação entre acionistas e administradores, mas a relação dela com a sociedade (VARGAS, 2018). Segundo Vargas (2018), a proposta de Dodd era que os administradores assumiriam o dever fiduciário de administrar equitativamente os interesses de acionistas empregados, trabalhadores e o público em geral, reconhecendo o direito de os acionistas receberem proventos como retorno ao investimento aportado, mas também cabia reconhecer que os trabalhadores colocavam seu suor na produção e os consumidores a sua confiança no produto.

A resposta de Berle, publicada em 1932, não defendia a primazia dos acionistas, mas criticava a postura de Dodd no sentido de que os administradores teriam discricionariedade para escolher os objetivos sociais a serem perseguidos pela companhia (BRATTON e WACHTER, 2008). Berle mantinha a desconfiança de que os administradores maximizariam apenas o próprio bem-estar. Nos anos seguintes ambos os autores fizeram concessões recíprocas e, em 1962, Berle reconheceu que Dodd estava correto a respeito das responsabilidades sociais da empresa e da possibilidade de os administradores conseguirem cumpri-las (ROTMAN, 2010).

²³ Segundo Rotman (2010): “*the debate between Adolf Berle and Merrick Dodd initiated a longstanding discourse between shareholder primacy theorists and communitarians in legal literature concerning corporate duties (...) In Berle’s view, the exclusive beneficiaries of these duties are the shareholders.*”

²⁴ Tradução livre de: “*it has come to be shared by many conservatives who believe that capitalism is worth saving but that it can not permanently survive under modern conditions unless it treats the economic security of the worker as one of its obligations and is intelligently directed so as to attain that object*”. (DODD, 1932)

A terceira fase do trabalho de Adolph Berle, na cronologia apresentada por Bratton e Watcher (2008), acontece no contexto de crescimento econômico norte-americano pós-segunda guerra. Nessa fase, Berle mantém a preocupação com a concentração do poder econômico, a qual, a seu ver, não poderia ser contida na crença no livre mercado (WEINSTEN, 2012, p. 20-21). Assim, passa a defender a intervenção do Estado para regular o mercado e atender demandas sociais (BRATTON e WACHTER, 2008, p. 136), vendo nos EUA da década de 60 um exemplo de uma sociedade que funcionava bem com o Estado-regulador equilibrando diversas demandas de empresários, trabalhadores, investidores e outros grupos sociais.

Winstein (2012, p. 24-25) resume as proposições adotadas por Berle, principalmente a partir da segunda fase de seu trabalho, em três tópicos principais:

- 1) No século XX as corporações assumiram o caráter de instituições públicas dado o tamanho, poder e importância delas para a sociedade como um todo. Logo, grandes corporações deveriam ser geridas sem perder de vista os interesses da sociedade.
- 2) A separação entre poder de controle e propriedade mudou totalmente a relação entre investidores e a companhia, de modo que os investidores deixaram de ser donos da empresa (proprietários passivos) e os administradores passaram a concentrar grande poder econômico.
- 3) O desafio fundamental diante da separação entre poder e propriedade passaria então a ser o de controlar o poder crescente das grandes corporações a fim de garantir que elas sejam geridas em prol da sociedade. A relação entre acionistas e administradores se torna secundária, pois os acionistas constituem um dos grupos sociais afetados pelas grandes empresas.

Essas proposições mostram que apenas uma visão restrita à primeira fase do trabalho de Adolph Berle o coloca como precursor da teoria dos acionistas, momento em que efetivamente externava a desconfiança com os administradores e defendia que eles atuassem no melhor interesse dos acionistas. Contudo, em Berle e Means (1932) essa proposição já havia sido superada e, em muitos pontos, os autores se opõem à teoria dos acionistas e ao trabalho de Jensen e Meckling sobre as características da firma.

Na próxima seção, serão discutidas as ideias de Jensen e Meckling com o objetivo de demonstrar a ruptura com os objetivos da companhia presentes na obra de Adolph Berle. Dessa forma, pretende-se apresentar mais elementos que afastem o argumento evolutivo da governança corporativa em prol da teoria dos acionistas – presente, por exemplo, em Saito e Silveira (2008) e Hansmann e Kraakman (2001).

2.2 JENSEN & MECKLING.

A teoria da agência foi mencionada no primeiro capítulo ao apresentar a definição de governança corporativa focada nas relações intrafirma. Conforme já mencionado, essa teoria postula que os acionistas (principal) contratam os diretores (agentes) para gerirem a empresa em seu favor. Como cada parte busca satisfazer o próprio interesse, por vezes o agente não atuará de acordo com o melhor interesse do principal. Segundo mencionam Correia et. al. (2015): *“a separação entre propriedade e controle é a causa dos conflitos de agência e, sendo o agente e o principal (gestor e acionista) maximizadores de utilidade, há boas razões para acreditar que o agente não agirá sempre em função do melhor interesse do principal”*.

É possível notar uma ligação da teoria da agência com o trabalho de Adolph Berle, em especial a constatação de que nas companhias modernas predomina a separação entre propriedade e controle nas companhias. Contudo, o foco da teoria da agência passa a ser a redução dos “custos de agência” que emergem a partir da separação entre propriedade e controle. Tais custos seriam decorrentes de: i) despesas com monitoramento do agente, incorridas pelo principal; ii) incentivos ao principal, principalmente remuneratórios; e iii) perdas residuais que sempre existirão em razão das divergências entre o agente e o principal²⁵ (JENSEN e MECKLING, 1976).

O trabalho de Jensen e Meckling é tido como o marco inicial das pesquisas em governança corporativa (CORREIA et.al., 2015; SILVEIRA, 2015) e, em grande parte da literatura, os custos de agência seguem como um problema central para os estudos da temática, inclusive em perspectiva comparada (MONKS e MINOW, 2013; CLARK, 2010). Nesse sentido, Kraakman et. al. (2017) apontam três principais relações de agência que a governança corporativa busca analisar, presentes nas relações: i) entre acionistas e diretores/administradores; ii) entre acionistas majoritários e minoritários; e iii) entre a firma e os terceiros afetados por ela. No último caso, há o reconhecimento de que as atividades das empresas afetam credores, empregados, consumidores e outras partes interessadas, indo além das relações de direção da companhia. Registra-se que nas empresas estatais há outros conflitos próprios decorrentes das relações entre a empresa e agentes públicos, eleitos ou não, que podem intervir na empresa a fim de defenderem interesses distintos do interesse público que justificou

²⁵ Cabe destacar que o trabalho original de Jensen e Meckling (1976) não abordou apenas as relações de agência entre administradores e acionistas, mas também entre acionistas e credores. Nesse segundo caso, acionistas teriam incentivos para: i) assumir riscos mais elevados ao utilizarem capital de terceiros; e ii) reduzir novos investimentos em empresas endividadas e assim contribuir para a sua falência (SAITO e SILVEIRA, 2008).

a criação da estatal, o que dá margem à corrupção ou à má-gestão (PARGENDLER e MILHAUPT, 2017)²⁶.

É interessante notar que Jensen e Meckling demonstram matematicamente as relações de agência com base em instrumentos da microeconomia, enquanto Berle (1931) trazia elementos do direito societário para explicar o funcionamento das companhias modernas. O impacto da teoria da agência, com sua base econômica, foi tão expressivo que, segundo alguns autores juristas, atualmente a principal função do direito societário é mitigar os custos de agência (PARGENDLER, 2020; KRAAKMAN et.al, 2017) revelados a partir da microeconomia. Na realidade, as diferenças entre Adolph Berle e Jensen e Meckling são mais amplas e, novamente, envolvem a discussão sobre qual seria o propósito das firmas.

A primeira e mais importante distinção entre as posições assumidas pelos autores citados é a caracterização das companhias. Para Jensen e Meckling (1978), companhias são um nexo de contratos entre indivíduos, ou seja, uma *ficção jurídica* construída a partir da vontade individual expressa contratualmente. Berle, conforme exposto acima, percebia as companhias como *instituições reais* e que deveriam servir ao interesse público. A distinção decorrente entre as duas caracterizações pode, portanto, ser assim resumida: em Berle, há um interesse público a ser observado pelos administradores das companhias; já em Jensen e Meckling, predomina o propósito financeiro das corporações, com ênfase no fluxo de caixa e nos direitos residuais dos acionistas em caso de falência (WEINSTEN, 2012, p 45-48).

Uma consequência decorrente dessas diferentes caracterizações da firma (entidade real x nexo de contratos) e seu propósito (interesse público x resultado financeiro) é a discussão sobre a regulamentação estatal de grandes corporações. Berle entendia que o tamanho e poder econômico das grandes corporações tornava necessária a intervenção estatal para controlar as companhias a fim de perseguirem interesses da comunidade. Por outro lado, para Jensen e Meckling, qualquer regulamentação das firmas implicaria limitação à vontade individual para contratar e, portanto, deveria ser afastada (WEINSTEN, 2012, p. 31) sob o risco de desencorajar novos investimentos nas companhias (JENSEN e MECKLING, 1978)²⁷:

“Quando investidores em potencial se convencerem que se tornou tênue o poder de os administradores gerirem os ativos da companhia em prol dos acionistas e credores, ou que quando os investidores se convencerem que há o risco de serem

²⁶ Os conflitos de agência nas empresas estatais são abordados no item 2.3.4

²⁷ Tradução livre de “*When potential investors become convinced that the rights of managers to use the assets of corporations in the interest of stockholders and creditors is very tenuous, or when they become convinced that the contractual rights represented by their shares, bonds, or other financial instruments are likely to be abrogated, they will simply stop investing in corporations*”. (JENSEN e MECKLING, 1978)

abolidos seus direitos contratuais decorrentes de ações, títulos e outros instrumentos financeiros, eles simplesmente vão parar de investir nas companhias”.

Jensen e Meckling (1983) afirmam que a regulamentação estatal seria uma forma de expropriar o controle das companhias em prol de interesses específicos de grupos políticos. Segundo esses autores, grupos de interesse capturam o Estado, a partir do *lobby* político, a fim de criarem regulamentações que induzem as corporações a aturem de acordo com tais interesses privados. A captura do Estado provocaria uma “expropriação” do direito dos proprietários conduzirem seus negócios como bem entenderem. Diante da expropriação, ninguém voluntariamente investirá nas companhias, e o resultado será a perda de riqueza e bem-estar para acionistas, trabalhadores, consumidores e toda a comunidade até então beneficiada pela empresa (JENSEN e MECKLING, 1983). Nos artigos de Jensen e Meckling de 1978 e 1983 há o objetivo de denunciar o peso da regulamentação estatal e mostrar como ela poderá acabar com as corporações ao restringir a liberdade de ação dos administradores e dos acionistas (WEINSTEN, 2012, p. 30-31).

Conforme destacado, a comparação entre os argumentos de Berle e Means (1932), de um lado, e os de Jensen e Meckling, de outro, revela dois conceitos distintos sobre as corporações: no primeiro caso, ressalta a visão de uma instituição real e constitutiva de uma forma de ação coletiva em prol de interesses públicos; no segundo caso, temos uma ficção jurídica que representa um nexo de contratos firmados a partir da vontade individual (WEINSTEN, 2012). A teoria da agência marcou o estudo da governança corporativa e, no trabalho de Jensen e Meckling, estão presentes argumentos da teoria dos acionistas (*shareholders theory*), mencionada no próximo tópico, como uma formulação que reúne os seguintes traços: a caracterização contratual da companhia; o foco predominantemente financeiro para mensurar seus resultados; e o entendimento de que os acionistas são os detentores dos direitos residuais da companhia, ao passo que restrições aos direitos deles desincentivaria novos investimentos com efeitos negativos sobre a economia.

Ademais, a comparação entre as teorias dos autores citados ilustra as concepções sobre o propósito da firma no contexto político em que suas obras foram publicadas. Berle reforçou a importância do *New Deal* ao regulamentar o mercado, limitar a discricionariedade dos administradores e direcionar a atuação das companhias em prol da sociedade. Jensen e Meckling publicaram artigos em 1978 e 1983 rejeitando a regulação estatal de mercados e

pregando a liberdade individual de contratar²⁸, de modo a preservar o propósito das companhias em gerar riqueza. Segundo Weinsten (2012, p. 47) a teoria da agência desempenhou papel central na transformação no capitalismo a partir da década de 70, propondo um modelo gerencial e verticalmente integrado para uma estrutura mais desintegrada, com terceirização de atividades e subsidiárias autônomas – ou seja, uma volta à coordenação econômica pelo “mercado” e não pelo Estado.

A teoria da agência também passou a se fazer marcadamente presente nos esforços de estruturação do tema da governança corporativa como uma disciplina acadêmica, notadamente a partir do livro “*Corporate Governance*” de Robert Monks e Nell Minow (2004)²⁹, onde se lê:

“O acionista tem controle exclusivo sobre as ações. Mas como condição para a sua responsabilidade limitada, o acionista renuncia ao direito de controlar o uso da propriedade corporativa por outros. Esse direito é delegado para os administradores da companhia. De fato, um dos benefícios do investidor é poder confiar seu dinheiro a pessoas que têm a experiência e o tempo de que o acionista não dispõe. Mas isso tem desvantagens. Portanto, é essa a separação entre propriedade e controle que tem sido o foco das disputas em governança corporativas”.

A obra Monks e Minow foi a primeira a estruturar o estudo da governança corporativa, sendo publicada pela primeira vez em 1995. Anos antes, no livro “*Power and Accountability*”, de 1992, Monks e Minow analisaram como as empresas eram monitoradas pelos acionistas e concluíram que nos casos em que o monitoramento é permitido e eficazmente realizado, mais valor é adicionado como resultado da atividade corporativa, com geração de mais riqueza do que as empresas que não aderem a esta prática. Seria a falta de monitoramento que criaria condições para que os administradores tomem decisões em benefício próprio – clara situação de “conflitos de agência”.

A governança corporativa é, ainda, comparada por Monks e Minow (1995) com a estrutura de freios e contrapesos do Estado. Segundo esse argumento, assim como ocorre nos governos de Estados, a credibilidade e legitimidade dos administradores das companhias

²⁸ O manifesto político de Jensen e Meckling fica evidente no artigo de 1983: “*Please help us bring about a society in which the police powers are used to maintain peace and freedom and are not put on the auction block for hire to the highest bidding special interest group. Help us to eliminate milk monopolies, tariffs, import quotas, Chrysler loan guarantees, Price-Anderson Act limitations on liability of the nuclear power industry, minimum wage laws, and the use of violence and coercion by individuals or organizations, be they union, corporate or otherwise. Help us to extend and improve the welfare and the fragile freedom of individuals in general without bias, discrimination, or preference.*”

²⁹ Tradução livre de: *The shareholder has the exclusive control of the stock itself. But as a condition of the shareholder's limited liability, the shareholder gives up the right to control use of the corporation's property by others. That right is delegated to the management of the corporation. Indeed, it is one of the benefits of the corporate organization to the investor; he can entrust his money to people who have expertise and time that he does not. But it is also (...) drawbacks. Thus it is this separation between ownership and control that has been the focus of the struggles over corporate governance.* (MONKS e MINOW, 2004, p. 111).

resultariam da existência de uma estrutura independente que avalia e controla as decisões da organização. Logo, seria necessária a presença de indivíduos independentes e com competências adequadas nos órgãos de direção (i.e., conselho de administração) a fim de exercerem funções de monitoramento enquanto agentes fiduciários dos acionistas que os elegem (MONKS e MINOW, 2004). Segundo a visão dos autores, os indivíduos nos órgãos de direção, tanto Diretoria quanto Conselho de Administração, independentes ou não, também devem se sujeitar a monitoramento pelos proprietários por meio da transparência de relatórios contábeis, divulgação de fatos relevantes, dentre outros instrumentos.

Cabe destacar que trabalhos posteriores de Robert Monks (2007) e edições recentes do livro sobre governança corporativa mostram preocupações com a falta de controle sobre os deveres fiduciários de executivos, que adotaram práticas abusivas (como o aumento salarial excessivo), promoveram crimes corporativos e adotaram práticas prejudiciais ao meio ambiente e consumidores. A solução, segundo Monks, passa por maior ativismo dos acionistas e das partes interessadas da companhia (*stakeholders*).

2.3 TEORIAS CONTEMPORÂNEAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA.

O debate sobre o propósito da companhia contrasta a crença de que elas existem apenas para gerar riqueza aos acionistas, defendido atualmente pela teoria dos acionistas (*shareholders*), a qual se opõe à visão de que os administradores devem considerar o interesse de outras partes interessadas, como empregados, consumidores, credores e a sociedade de forma mais ampla, posição da teoria das partes interessadas (*stakeholders*). No tópico anterior foi demonstrado que esse debate atravessou contextos políticos e sociais diferentes. Berle chegou a defender a primazia dos acionistas nos seus primeiros trabalhos, mas a realidade econômica após a crise de 1929 e a implantação de políticas como as do *New Deal* o fizeram acreditar na necessidade de regulação das grandes companhias em prol de interesses públicos. Nos trabalhos de Jensen e Meckling há nova ênfase no lucro dos acionistas em um contexto de rejeição à regulação do Estado sobre a economia.

As distinções acima desconstruem a evolução histórica da governança corporativa na forma apresentada por alguns autores (SAITO e SILVEIRA, 2008; ROSSETTI e ANDRADE, 2014; HANSMANN e KRAAKMAN, 2001), segundo a qual a governança teria como precursor Adolph Berle, se desenvolveria metodologicamente e um tanto linearmente com a teoria da agência e culminaria na atual teoria dos acionistas. O presente tópico aprofunda as principais teorias atuais de governança corporativa e trata do mito da convergência global em

torno da teoria dos acionistas. Ademais, apresentam-se as limitações da teoria das partes interessadas. Ao final, e retomando a definição de Gilson (2016), conclui-se que a governança corporativa é dinâmica e influenciada pelo contexto social e político, de modo que os modelos de governança explicam apenas partes de um fenômeno complexo.

2.3.1 TEORIA DOS ACIONISTAS.

A teoria dos acionistas (*shareholders*) defende que os administradores das companhias (i.e., conselho de administração e diretores, no direito societário brasileiro³⁰) devem atuar na defesa dos interesses dos proprietários da companhia (HANSMANN e KRAAKMANN, 2001). Esse interesse se materializa no lucro, ao ponto de se tornar célebre a frase de Milton Friedman, em ensaio publicado na revista *The New York Times*, em 1970, de que “*a responsabilidade social das empresas é aumentar os seus lucros*”³¹. Por essa abordagem, o lucro seria a recompensa do acionista pelos riscos assumidos ao investir na companhia, considerando que seus direitos são residuais no caso de falência do empreendimento, hipótese em que dificilmente reaveria o capital aportado.

Um dos argumentos a favor da primazia do acionista aduz que essa abordagem traz reflexos benéficos sobre a economia como um todo, pois o lucro entregue ao acionista pode ser reinvestido em outros empreendimentos, perpetuando um ciclo de crescimento econômico (LAZONICK e O’SULLIVAN, 2000). Outro argumento, nesse caso relacionado à teoria da agência, defende que a teoria dos acionistas oferece no lucro um instrumento mais adequado para controlar as ações dos diretores e evitar que persigam objetivos próprios contrários aos interesses dos acionistas, dos trabalhadores e dos consumidores (ROE, 2001).

Segundo Lund e Pollman (2021), nos anos 1970 as discussões sobre a governança corporativa surgiram nos EUA com foco na necessidade de contenção do poder dos diretores e de prevenção de desvios por meio de mecanismos internos. O contexto era propício, já que em 1972 foram revelados casos de corrupção da companhia Penn Central, provocando um dos

³⁰ No Brasil existe a administração em dois níveis das companhias (*two-tier system*), cabendo aos diretores as decisões operacionais e ao Conselho de Administração a supervisão. Os acionistas elegem os conselheiros e esses escolhem os diretores. Nos EUA e em outros países com um único nível decisório (*single-tier*), a Diretoria assume tanto a gestão quanto a supervisão dos negócios, sendo os administradores escolhidos pelos acionistas. Outras jurisdições permitem a opção sobre qual modelo seguir a depender do tipo societário (KRAAKMAN et. al., 2017).

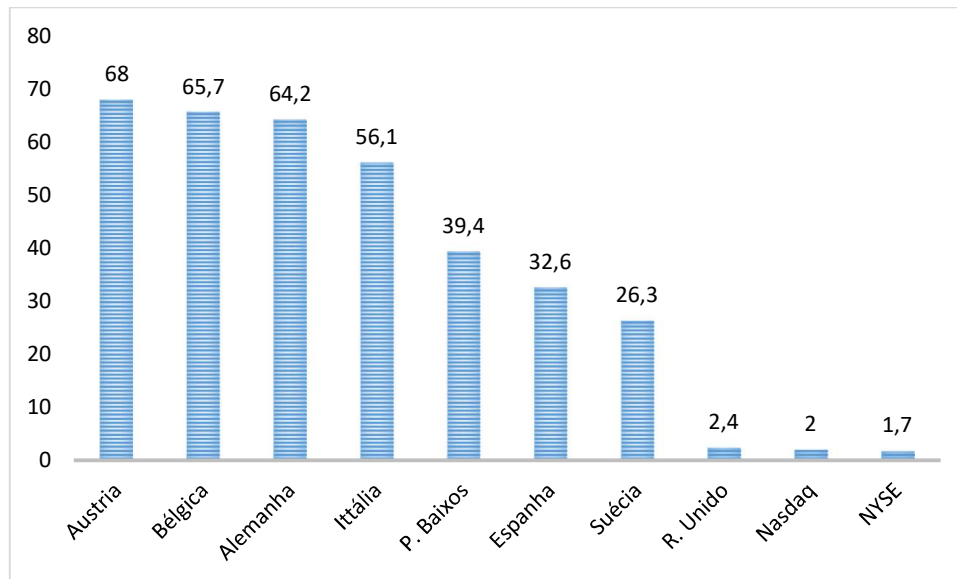
³¹ A frase completa é “*Existe apenas uma responsabilidade social das empresas: usar os seus recursos e atuar em atividades destinadas a aumentar seus lucros desde que dentro das regras do jogo, o que quer dizer, entrar em competições abertas e livres sem fraude*”. Artigo publicado por Ana Frazão (2021) ressalta que essas regras do jogo de Friedman só existiriam em um mundo sem concorrências ou monopólio, que tratassem das externalidades negativas e sem captura regulatória ou corrupção. As falhas do mercado real precisam ser levadas em consideração na análise sobre a aplicabilidade da sua teoria aos tempos atuais.

maiores processos falimentares da época. Houve também, naquele período, revelações de pagamentos ilícitos envolvendo mais de trezentas companhias listadas³². Até o começo da década de 1980, as discussões sobre governança corporativa absorveram cada vez mais a teoria da agência, ao ponto de seu significado se tornar restrito à ideia de “*redução dos custos de agência para atender os interesses dos acionistas*” (LUND e POLLMAN, 2021).

Na década de 1980, a teoria dos acionistas se tornou predominante nos EUA³³ - uma condição não alterada até hoje (PINTO JÚNIOR, 2021) - ao ponto de os acionistas se envolverem mais no cotidiano das companhias. Argumentava-se que para promover a boa governança não bastava assegurar que a finalidade da companhia orientasse a empresa para a maximização de lucros. O resultado foi que o ativismo dos acionistas passou a impor às diretorias que fixassem a remuneração do diretor executivo, houvesse separação entre a função de CEO e o presidente da diretoria, além de predominarem as eleições majoritárias nos órgãos de administração – ou seja, sem classes especiais de ações com maior poder de voto (LUND e POLLMAN, 2021). Cabe destacar que, durante a ascensão da teoria dos acionistas, o mercado de capitais dos EUA foi marcado pela dispersão do controle acionário, conforme pode ser observado ao se comparar a Tabela 1 (acima) com o Gráfico 1 a seguir:

³² Nota-se que desde o seu início a governança corporativa é utilizada como resposta a grandes escândalos corporativos. Conforme será demonstrado nos próximos capítulos, outros marcos de governança corporativa também surgem como resposta corporativa e, posteriormente, legislativa aos escândalos, como o Cadbury Report, Lei SOX e a Lei das Estatais no Brasil. Pargendler (2016) ressalta que mudanças legislativas na governança corporativa costumam ser a primeira resposta à escândalos corporativos e, cada vez mais, usada para endereçar questões sociais (direitos humanos, meio ambiente, desigualdade de gênero) em detrimento de reformas mais amplas.

³³ Lund e Pollman (2021) citam como exemplo a conclusão de um relatório do Congresso dos EUA: “*While the corporate reformers of the 1970s urged that ‘accountability’ meant being a good corporate citizen answerable to society as a whole, observers might now suggest that ‘accountability’ in the 1980s means keeping stock prices high for stockholders.*”

GRÁFICO 1: Empresas listadas com controle majoritário (%) em 2001.

Fonte: GOERGEN (2007)

Nota: Nasdaq e NYSE são bolsas de valores dos EUA

A figura 2 mostra que o Reino Unido também é marcado pela pulverização do controle acionário no mercado de capitais. Portanto, além de ser influente nos EUA, a teoria dos acionistas teve efeitos também no Reino Unido³⁴. Não obstante, neste último caso, a existência de políticas de bem-estar social e estruturas legais ajudaram a evitar um foco exclusivo nos acionistas em detrimento dos empregados ou outras partes interessadas (BRUNER, 2013). Na história da governança corporativa, no Reino Unido foi publicado o Relatório Cadbury, de 1992, uma das primeiras cartilhas no mundo acerca de boas práticas em governança. O documento foi motivado por escândalos empresariais naquele período, onde a gestão das empresas listadas em bolsa era exercida por diretores (no Brasil seriam conselheiros de administração) que participavam da direção de diversas companhias, e trocavam favores e informações entre si em detrimento dos acionistas minoritários. O Banco da Inglaterra, pressionado por setores da economia, instituiu um comitê com representantes da Bolsa de Valores e do Instituto de Contadores para elaborar um código de boas práticas, que viria a ser presidido por Adrian Cadbury (ROSSETTI e ANDRADE, 2014; SILVEIRA, 2015; IBGC, 2006). O início do relatório formulou uma definição de governança corporativa e elencou responsabilidades básicas dos órgãos de administração, estabelecendo, assim, conceitos

³⁴ Cabe ressaltar que a governança corporativa dos EUA e do Reino Unido não se desenvolveram de maneira idêntica. Nos EUA, as práticas promovidas se desenvolveram a partir de alterações legislativas, como a SOX e o Dodd-Frank Act, enquanto no Reino Unido passou a predominar a autorregulação desde o Relatório Cadbury (SILVEIRA, 2015) e a adoção do slogan “Pratique ou Explique”, para justificar eventual descumprimento da autorregulação.

duradouros, que perduram inclusive na versão mais recente do Código de Governança Corporativa do Reino Unido, de 2018³⁵:

“Governança corporativa é o sistema pelo qual as companhias são dirigidas e controladas. A Diretoria é responsável pela governança de suas companhias. O papel dos acionistas na governança é indicar os diretores e os auditores, além de se certificarem de que existe uma estrutura de governança adequada. A responsabilidade da diretoria é executar os objetivos estratégicos da companhia, oferecendo a liderança para que eles sejam alcançados, bem como supervisionar a execução dos negócios e prestar contas aos acionistas de acordo com o seu dever fiduciário. As ações da Diretoria se sujeitam à lei, à regulamentação e aos acionistas nas assembleias gerais.”

O Relatório Cadbury (1992) traz recomendações sobre o funcionamento e a composição do Conselho de Administração – com destaque para a exigência de conselheiros independentes. Há recomendações específicas sobre a divulgação das demonstrações financeiras, que devem ficar sujeitas a avaliação por auditores profissionais e pelo comitê interno da companhia formado por conselheiros independentes. De forma geral, as recomendações do Relatório Cadbury retratam dois princípios básicos da governança: prestação responsável de contas e transparência (IBGC, 2006). Outra inovação do Relatório Cadbury (1992) que merece destaque é a utilização do princípio “Pratique ou Explique” (*Comply or Explain*) para as recomendações sobre governança, pois introduz certa flexibilidade para as empresas deixem de adotar determinadas práticas desde que o justifiquem³⁶.

A partir do Relatório Cadbury, proliferaram códigos de boas práticas em governança corporativa, em sua maioria refletindo o conceito estrito de governança focado no processo decisório da empresa (WYMEERSCH, 2010). Ainda que o Relatório Cadbury não faça referência aos “custos de agência” ou à teoria dos acionistas, a disseminação de boas práticas *per se* é um dos argumentos utilizados por Hansmann e Kraakman (2001)³⁷ para justificar o que

³⁵ Tradução livre de “*Corporate governance is the system by which companies are directed and controlled. Boards of directors are responsible for the governance of their companies. The shareholders’ role in governance is to appoint the directors and the auditors and to satisfy themselves that an appropriate governance structure is in place. The responsibilities of the board include setting the company’s strategic aims, providing the leadership to put them into effect, supervising the management of the business and reporting to shareholders on their stewardship. The board’s actions are subject to laws, regulations and the shareholders in general meeting*”. Disponível em: <https://www.frc.org.uk/getattachment/88bd8c45-50ea-4841-95b0-d2f4f48069a2/2018-UK-Corporate-Governance-Code-FINAL.pdf>, acessado em 24.8.2021.

³⁶ Segundo o relatório: “*We recommend that listed companies reporting in respect of years ending after 30 June 1993 should state in the report and accounts whether they comply with the Code and identify and give reasons for any areas of non-compliance*”

³⁷ Para Hansmann e Kraakman (2001) a reforma das práticas de governança corporativa precede as reformas do direito societário no movimento de convergência em prol da primazia dos acionistas. O motivo é que as práticas de governança são, predominantemente, decisões privadas e não exigem alteração legislativa, então os acionistas se habituariam à práticas que lhes favoreceriam e, posteriormente, pressionariam os legisladores a buscarem a convergência legal.

chamaram de “fim da história” da governança corporativa, momento em que supostamente haveria se consolidado uma convergência internacional em prol da teoria dos acionistas.

2.3.2 CONVERGÊNCIA INTERNACIONAL: A IDEIA (OU MITO) DE CAUSALIDADE ENTRE GOVERNANÇA E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO.

A presente seção trata da disseminação da teoria dos acionistas, por meio de reformas legislativas em diversas jurisdições, a partir da atuação de organismos internacionais. O argumento central dos organismos internacionais era a existência de relação de causalidade entre a proteção do acionista e crescimento econômico, ou seja, resguardar os interesses do acionista era essencial para o funcionamento do mercado de capitais, o qual fomentaria investimentos necessários ao desenvolvimento econômico. Nesse contexto, os organismos propõem recomendações de boas práticas em governança corporativa que, supostamente, seriam adaptáveis a diferentes jurisdições, dentre as quais as primeiras recomendações voltadas para a governança de empresas estatais.

No plano internacional, a partir do final da década de 1990 ganha força a chamada “virada institucional” do Consenso de Washington (KREVER, 2011), não mais focado em promover reformas fiscais e abertura comercial, mas direcionado a mudanças estruturais das instituições responsáveis por monitorar os mercados. O marco para a virada institucional foi a crise asiática de 1997, que confirmou os alertas contra rápida e irrestrita desregulação das economias em desenvolvimento (GLEN e SINGH, 2004). A redução do Estado em favor da desregulação e da privatização passou a ser criticada pelo Banco Mundial, por exemplo, que reformou sua agenda institucional ao pregar a proteção dos mercados diante dos seus próprios excessos.

No caso da crise asiática, analisando principalmente a Coreia do Sul, o FMI e o Banco Mundial associaram as causas da crise às falhas na governança de bancos e empresas, pois a necessidade de financiamento bancário teria promovido relações muito próximas e pouco transparentes que favoreceram o excessivo endividamento empresarial (GLEN e SINGH, 2004). O governo também teria falhado no monitoramento do mercado. Portanto, as reformas prescreviam a melhora na governança privada por meio das seguintes inovações: i) presença de membros independentes nos órgãos de administração das companhias; ii) adesão às práticas contábeis propostas pelo *International Accounting Standards Committee* (IASC); e iii) publicação obrigatória de relatórios contábeis. Assim, a partir da crise asiática, as reformas de governança corporativa foram incluídas como medidas vinculadas aos programas de apoio do

FMI e, posteriormente, à exigência de melhora no ranking do Relatório *Doing Business*³⁸ como condicionante de empréstimos do Banco Mundial (GORDON, 2017; PARGENDLER, 2020).

Nesse contexto, o artigo de La Porta et. al. (1998) ganhou destaque ao comparar como diferentes tradições jurídicas (i.e., common-law e direito civil, este último dividido nas tradições francesa, germânica e escandinava) são mais ou menos favoráveis ao mercado de capitais, com reflexos sobre a concentração do controle acionário. O artigo mensura como as legislações nacionais, segregadas por tradições jurídicas distintas, protegem os direitos dos acionistas e credores, criando uma avaliação da “qualidade” de cada legislação. Por exemplo, legislações que preveem que cada acionista terá direito a um voto (*one-share, one-vote*) ganham um ponto e, caso não contenham essa previsão legal, zero. A partir da pontuação em diversos quesitos legais conclui que países com tradição jurídica francesa teriam pior proteção aos acionistas, enquanto o *common-law* seria a “melhor” tradição legal para o mercado. Em seguida, os autores rodam uma regressão linear simples para mostrar que a pior proteção aos acionistas provoca a concentração do controle acionário³⁹. Ao final, La Porta et. al. (1998) indicam que a qualidade da proteção legal estaria relacionada com o desenvolvimento econômico. Esse último argumento foi utilizado na “virada institucional” dos organismos internacionais para propagar uma relação causal entre governança corporativa e desenvolvimento econômico: as reformas legislativas em prol da proteção dos acionistas seriam necessárias para o bom funcionamento do mercado de capitais, o qual, por sua vez, promoveria o crescimento econômico.

Enquanto o FMI e o Banco Mundial exigiam reformas de governança corporativa para oferecerem financiamento e programas de auxílio, a Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) tomou a iniciativa de definir qual seria o padrão de governança a ser perseguido (GORDON, 2017) tanto pelos membros do organismo internacional quanto por países em desenvolvimento (PARGENDLER, 2020). O resultado foi a divulgação dos Princípios da OCDE sobre Governança Corporativa, cuja primeira versão foi publicada em 1999. O documento se amparava no trabalho de empresários e juristas do EUA, que discutiam a governança corporativa desde a década de 1970, bem como nas recomendações

³⁸ Sobre a utilização do Relatório *Doing Business* como instrumento de reprodução da visão liberal sobre as relações entre Direito e desenvolvimento econômico, vide KREVER, Tor. “Quantifying Law: Legal Indicator Projects and the Reproduction of Neoliberal Common Sense”. *Third World Quarterly*, Vol. 34, No.1, 2013, pp 131–150.

³⁹ Nesse ponto, é interessante notar que a principal variável explicativa do modelo econométrico de La Porta et. al é a desigualdade social, considerada estatisticamente relevante a um intervalo confiança de 1% na própria tabela que os autores apresentam no estudo, ou seja, a má distribuição de renda provoca o controle acionário. Contudo, os autores ignoram essa variável explicativa e focam na relação entre controle acionário e desenvolvimento econômico.

e boas práticas publicadas a partir do Relatório Cadbury⁴⁰ (GORDON, 2017). Dessa forma, no momento da “virada institucional”, os organismos internacionais propagaram um parâmetro internacional de governança corporativa partindo do modelo anglo-saxão, o qual se baseava na teorias dos acionistas e na mitigação dos conflitos de agência (PARGENDLER, 2020)⁴¹.

Logo no preâmbulo dos Princípios da OCDE (1999) há o reconhecimento de que não existe modelo único de governança corporativa. Além disso, o documento enfatiza que as práticas nele apresentadas seriam partilhadas por diversas jurisdições e serviriam como ponto de referência para a adoção voluntária pelas empresas privadas (OCDE, 1999). Contudo, na verdade, favoreciam práticas difundidas a partir dos códigos de boas práticas do *common-law*, como a independência da diretoria e proteção dos acionistas nacionais ou estrangeiros (PARGENDLER, 2020).

Cabe registrar algumas críticas à convergência pregada pela teoria dos acionistas presentes nos artigos de Goergen (2007) e Siems (2010). O primeiro autor critica a falta de evidências sobre a superioridade da teoria dos acionistas e, contrariando as conclusões de La Porta et. al. (1998), mostra que não há relação entre o pagamento de dividendos e a tradição jurídica de cada país. Empresas alemãs e japonesas pagam maiores dividendos do que as inglesas, por exemplo. A própria governança corporativa não seria resultado da tradição legal de cada país, mas de fatores políticos. Goergen (2007) cita estudo Mark Roe sobre 16 países da OCDE, que concluiu que países com governos de direita teriam mais dispersão de controle acionário do que países com governos no espectro político de esquerda, ou seja, a política influenciaria a dispersão acionária. Essa é apenas uma amostra de variáveis que influenciam a governança corporativa muito além da tradição jurídica de cada país.

O artigo de Siems (2010), a seu turno, revela a falácia da tese de convergência ao demonstrar discrepâncias dentro do próprio *common-law*, pois a legislação inglesa seria mais parecida com a alemã e a francesa do que a norte-americana. O artigo criou indicadores de para

⁴⁰ A partir do Relatório Cadbury se difundiram códigos de boas práticas de governança corporativa no mundo, inicialmente em outras jurisdições que seguem o *common-law* (e.g., EUA e Canadá) e posteriormente nos países desenvolvidos. No Brasil, o primeiro código de boas práticas data de 1999 e foi publicado pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), organização fundada em 1995 para difundir recomendações práticas para o funcionamento do Conselho de Administração das empresas e que, no final da década de 90 expandiu seu escopo para toda a governança das organizações (IBGC, 2006).

⁴¹ Pargendler (2020) denomina Direito Societário Internacional (*International Corporate Law*) a coordenação internacional entre o FMI, OCDE, Banco Mundial e Organização das Nações Unidas, além de outros atores internacionais, para moldar o direito societário e a governança corporativa segundo padrões internacionais. A autora reconhece que por vezes a adoção dos padrões internacionais é imposta coercitivamente por organismos internacionais, a exemplo das reformas na Coreia do Sul após a crise asiática, ou a exigência de melhora no ranking do Relatório *Doing Business* como condicionante aos empréstimos do Banco Mundial. Inicialmente o Direito Societário Internacional foi influenciado pelos códigos de boas práticas anglo-saxãs, mas atualmente é fonte de inovações próprias, como os requisitos sociais, ambientais e de governança (ESG) promovidos pela ONU.

avaliar a proteção legal a acionistas, credores e trabalhadores na Índia, Alemanha, França, Reino Unido e Estados Unidos, desde 1970 até 2005. Pelos dados apresentados no artigo, a proteção aos acionistas na legislação inglesa é mais parecida com a francesa e a indiana. Além disso, os dados também apontam para o fato de que a proteção aos credores convergiu nos países europeus em decorrência da adoção de regramentos comuns da União Europeia. O estudo conclui que a legislação americana é divergente (*outlier*), independentemente da comparação com os países de *common law* e *civil law*. Haveria uma pequena convergência na proteção aos acionistas a partir da década de 90, resultado da “convergência por pressão” onde acionistas pressionam por alterações legais que lhes concedam mais proteção usando como parâmetro outras legislações.

Os estudos citados acima mostram que não houve a convergência real em torno da teoria dos acionistas. Internacionalmente, a abordagem também foi perdendo a predominância no começo do século XXI. A OCDE indicara que os Princípios eram mutáveis, e logo em 2004 foi publicada a primeira revisão do documento. Uma das principais alterações corresponde à perda do enfoque autorregulatório e voluntário das empresas privadas, adotando-se uma abordagem voltada a autoridades reguladoras. Apenas para ilustrar, a primeira seção dos Princípios de 1999 trata dos direitos dos acionistas; já na versão de em 2004, a primeira seção do documento aborda as condições para uma governança corporativa efetiva⁴² e ressalta que as normas e regulamentos sobre governança devem ser transparentes e mandatórias (*enforceable*). Outra inovação do documento de 2004 é a mudança do enfoque sobre a geração de valor aos acionistas (*shareholders*), que passa a abarcar os interesses de partes interessadas (*stakeholders*). O então Secretário-Geral da OCDE, Donald Johnston, explica que a governança corporativa se tornou relevante para investidores institucionais, notadamente fundos de pensão e fundos de investimento, e sustentou que os efeitos da governança vão além dos resultados entregues aos acionistas para incorporar interesses de segmentos mais amplos da sociedade (OCDE, 2004)⁴³.

Subsequentemente, a crise internacional de 2008 provocou novas análises sobre os Princípios, realizadas ao longo de 2008-2010, assumindo que a crise financeira internacional fora provocada por falhas na governança de bancos e seguradoras. Trabalhos sobre as lições da

⁴² No inglês: “*Ensuring the Basis for an Effective Corporate Governance Framework*”.

⁴³ Tradução livre de: “*Investors – especially collective investment institutions and pension funds acting in a fiduciary capacity – realise they have a role to play in ensuring good corporate governance practices, thereby underpinning the value of their investments. In today’s economies, interest in corporate governance goes beyond that of shareholders in the performance of individual companies. As companies play a pivotal role in our economies and we rely increasingly on private sector institutions to manage personal savings and secure retirement incomes, good corporate governance is important to broad and growing segments of the population*” (OCDE, 2004).

crise da crise internacional (OCDE, 2009) clamavam pela necessidade de efetiva implementação das práticas de governança corporativa, pois permaneciam problemas como: (i) falhas na remuneração de diretores, marcadas pela disparidade com os salários dos funcionários e poucos incentivos à performance de longo prazo; e (ii) baixa participação de acionistas no cotidiano das empresas, inclusive investidores institucionais. Os efeitos sistêmicos das falhas de governança passaram a não mais ser limitados às empresas e suas respectivas jurisdições, dado o caráter integrado da globalização financeira (PARGENDLER, 2020). Nesse sentido, na revisão de 2015 dos Princípios, houve participação dos membros do G-20 para a revisão do documento a fim de demonstrar a necessidade de coordenação internacional em torno da governança corporativa, com a inclusão de princípio específico para incentivar a cooperação transversal, nomeadamente por meio de acordos bilaterais e multilaterais de intercâmbio de informação em matéria de governança (OCDE, 2015).

Finalmente, cabe destacar que, no contexto de convergência internacional em torno das práticas de governança corporativa, a OCDE buscou abordar a governança de empresas estatais a partir de diretrizes específicas, publicadas em 2005. O objetivo inicial dessas diretrizes era mitigar os efeitos da atuação direta estatal sobre a concorrência do mercado (PARGENDLER, 2020), a fim de evitar que a empresa estatal utilize de prerrogativas associadas à sua propriedade pública para reduzir o espaço da iniciativa (FONTES FILHO e PICOLIN, 2006). Destaca-se, por exemplo, a recomendação da OCDE para que o arcabouço regulatório das estatais seja igual ao das demais empresas, inclusive com a possibilidade de os credores provocarem processos falimentares⁴⁴.

Não obstante o enfoque pró-mercado, as diretrizes da OCDE para as empresas estatais reconhecem que elas podem receber o mandato específico de perseguir políticas públicas. A governança auxiliaria o mandato público da empresa estatal ao promover a independência dos órgãos de administração frente a diferentes setores do governo, além de fomentar a seleção de gestores competentes, com o objetivo de criar condições para que os administradores persigam os objetivos que justificam a criação da empresa. Ademais, a governança corporativa, notadamente no aspecto da transparência, é tida como essencial para fortalecer a prestação de contas dos conselhos e da diretoria das estatais, e para que o Estado atue como proprietário informado (OCDE, 2015, p. 20).

⁴⁴ Essa diretriz foi mantida na versão de 2015: “*Como princípio orientador, as Empresas Estatais (EE) que empreendem atividades econômicas não devem estar isentas da aplicação das leis gerais, códigos tributários e regulamentações. As leis e regulamentações não devem discriminar indevidamente as EEs e seus concorrentes de mercado. A forma jurídica das EEs deve permitir que os credores pressionem por suas reivindicações e deem início a processos de insolvência*” (OCDE, 2015).

A breve exposição, constante dos parágrafos acima, sobre a virada institucional dos organismos internacionais e mudanças recentes dos Princípio de Governança da OCDE mostram que inicialmente a propagação internacional de práticas de governança corporativa se pautava pela sua associação ao crescimento e desenvolvimento econômico (GORDON, 2017). Posteriormente, a crise financeira de 2008 trouxe um enfoque sobre bancos e outras instituições financeiras com a premissa de que governança é importante para a estabilidade financeira global (GORDON, 2017), mas agora de modo menos focado na teoria dos acionistas ao considerar os impactos sistêmicos e sociais da má governança, algo defendido pela teoria das partes interessadas, que será abordada no próximo tópico.

2.3.3 TEORIA DAS PARTES INTERESSADAS.

No mesmo ano em que Hansmann e Kraakman (2001) pregavam o “fim da história” da governança corporativa, a convergência em torno da teoria dos acionistas foi abalada pelas fraudes financeiras provocadas pelas empresas Enron, Worldcom e Tyco que, aparentemente, seguiam a cartilha das boas-práticas de governança (centradas na geração de valor ao acionista), como a participação de membros independentes e qualificados na diretoria (PARGENDLER, 2016). Na realidade, havia práticas em empresas como a Enron, Worldcom e Tyco que incentivavam desvios, a exemplo da remuneração de administradores atrelada a ações (*stock options*), contratação de ex-auditores independentes das companhias como consultores e a cobrança de investidores institucionais por lucros exorbitantes de curto prazo (COFFEE, 2003). A resposta da Lei Sarbenes-Oxley, de 2002, às fraudes financeiras foi reforçar a governança corporativa (PARGENDLER e MILHAUPT, 2017; ROSSETTI e ANDRADE, 2014). Tornaram-se mandatórios os comitês de auditoria formados exclusivamente por membros independentes, com a responsabilidade por contratar e supervisionar as firmas de auditoria. Outra iniciativa foi a introdução da obrigatoriedade de o diretor-presidente e o diretor financeiro assinarem as demonstrações contábeis responsabilizando-se por elas. Os diretores também passaram a assinar códigos de ética com disposições sobre conflito de interesse, divulgação de informações e cumprimento de leis e regulamentos.

A opção da Lei Sarbenes-Oxley em combater fraudes pelo reforço da governança corporativa foi alvo de críticas, pois essa lei não enfrentava os maus incentivos remuneratórios por ações da empresa, tampouco foram aumentadas as sanções contra diretores e auditores no caso de fraude (COFFEE, 2003). Por outro lado, o caso Enron chamou a atenção para as consequências sociais das fraudes corporativas, como a perda de empregos e a desintegração

de aposentadorias então formadas por ações da companhia⁴⁵. Essa preocupação com os atores afetados pela atuação da empresa é percebida nos Princípios da OCDE de 2004, conforme ressaltado acima, e reflete o avanço da teoria dos *stakeholders* desenvolvida na década de 1980 por Edward Freeman.

Antes de adentrar em mais detalhes da teoria dos *stakeholders*, cabe apresentar algumas críticas à teoria dos acionistas. A primeira crítica é o foco no lucro das empresas e na valorização dos preços das ações, algo que incentiva decisões empresariais com foco em ganhos de curto prazo, sem, contudo, observar a geração de valor no longo prazo (SILVEIRA, 2015). Um exemplo seria a decisão dos gestores em utilizar o lucro da companhia para o pagamento de dividendos, com a finalidade exclusiva de provocar o aumento nos preços das ações, ao invés de utilizar parte desse lucro para realizar investimentos. Além disso, os escândalos financeiros no começo dos anos 2000 são outro exemplo de como o foco excessivo em ganhos de curto prazo pode gerar o efeito contrário de destruir valor para os acionistas, levando consigo também os empregos e as pensões dos trabalhadores. Nesse ponto, é interessante destacar a abordagem de Hart e Zingales (2017), que concordam com a premissa de que as companhias devem gerar valor para os acionistas, mas seria muito limitado confundir o bem-estar do acionista com o valor de mercado da empresa. Os acionistas são pessoas normais que se preocupam com o dinheiro, mas não pensam apenas no dinheiro. Há questões éticas e sociais que lhes preocupam e não podem ser separadas do lucro, tanto na vida pessoal quanto ao investir. Como os acionistas têm um comportamento pró-social, os gestores das empresas devem perseguir uma agenda mais ampla do que a maximização do lucro, uma vez que a busca pelo bem-estar dos acionistas caracterizaria o dever fiduciários dos administradores.

A segunda crítica afasta a concepção de que os direitos dos acionistas são residuais e o seu investimento será o último a ser recuperado. Stout (2002) afirma que, empiricamente, esse direito residual só existe na falência quando os acionistas são efetivamente os últimos a receber recursos da massa falida. No entanto, as perdas da falência não recaem exclusivamente sobre os acionistas. Quando a empresa tem bons resultados, os empregados recebem aumento e têm segurança de que se manterão empregados, diretores recebem bônus vinculados aos resultados e os credores enfrentam menor risco de inadimplência. Por outro lado, todos esses grupos sofrem junto com os acionistas nos tempos ruins: empregados perdem o emprego, diretores perdem benefícios e os credores podem deixar de receber os recursos emprestados à empresa (STOUT, 2002). O argumento em favor da teoria dos acionistas trata os direitos residuais desses

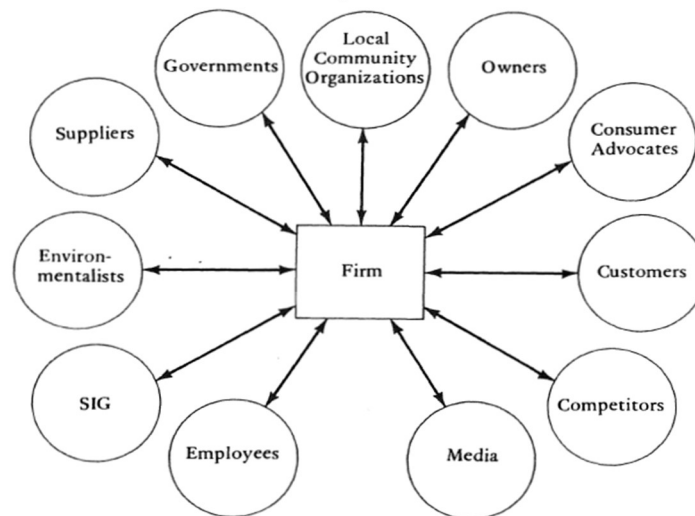
⁴⁵ Sobre o assunto, vide: <https://www.businessinsider.com/10-years-later-what-happened-to-the-former-employees-of-enron-2011-12>, acessado em 11/04/2021.

agentes como um axioma, ao invés de uma descrição real sobre a repartição das perdas que acontece no caso de insolvência da empresa.

A última crítica recai sobre a teoria da agência, que ampara alguns dos argumentos em favor da teoria dos acionistas - apresentados na seção 2.3.1. Para Stout (2002), não existe evidência empírica de que os próprios acionistas enfatizam a primazia de seus interesses. Segundo a autora: “*quando forçados a escolher, tanto diretores quanto acionistas – assim como juízes e legisladores – geralmente preferem regras que favorecem a primazia dos diretores sobre os acionistas*” (STOUT, 2002). Cita como exemplo decisões judiciais que privilegiaram a discricionariedade dos administradores na condução dos negócios mesmo em situações que reduzem o lucro dos acionistas. Tampouco há conhecimento de cláusulas estatutárias que obriguem as empresas a perseguirem exclusivamente os interesses dos acionistas - provavelmente porque afastaria empregados qualificados, administradores e até credores (STOUT, 2002).

O principal contraponto à teoria dos acionistas é a abordagem das partes interessadas. Na década de 1980 Edward Freeman conseguiu reunir na teoria dos *stakeholder* as ideias de movimentos sociais das décadas anteriores – abrangendo temas de direitos civis, consumerismo, feminismo e ambientalismo – que provocavam reflexões sobre o papel das empresas na sociedade (FREEMAN, 1983). Apesar de muitas companhias na época entenderem que deveriam respeitar trabalhadores e consumidores, Freeman (1983) defendia que as estratégias empresariais deveriam considerar todos os grupos que são afetados pela companhia e podem afetar os objetivos desta. Trata-se de uma abordagem ampla das partes interessadas (*stakeholders*), pois engloba governos, concorrentes, sindicatos, trabalhadores, consumidores, fornecedores, etc., conforme ilustrado figura a seguir:

GRÁFICO 2: Partes Interessadas (*Stakeholders*)



*Stakeholder = Any group or individual who can affect or is affected by the achievement of the firm's objectives. The groups listed here are examples of categories of stakeholders.

Fonte: Freeman (1984)

A teoria orienta os administradores a gerenciarem ativamente o ambiente de negócios, os relacionamentos e os interesses dos acionistas, empregados, clientes, fornecedores, comunidades locais, além de outros grupos, de modo a assegurar o sucesso de longo prazo da companhia (SILVEIRA, 2015). O livro de Freeman (1984) tem um enfoque prático, com orientações sobre como os administradores podem implementar e monitorar estratégias para as partes interessadas. Reconhece também que o relacionamento com os *stakeholders* é fluido - alguma parte interessada pode afetar mais as atividades da empresa em determinado momento - exigindo o mapeamento constante pelos administradores da empresa. Dessa forma, a teoria dos *stakeholder* está mais próxima da ideia de Hart e Zingales (2017) sobre a necessidade de a empresa gerar bem-estar para os acionistas, e não apenas o lucro, pois reconhece que as relações dentro e fora da firma podem afetar os resultados de longo prazo da organização também.

Valerá a pena registrar as críticas que a teoria das partes interessadas recebeu. A primeira crítica decorre da dificuldade em se identificar os *stakeholders* e avaliar a importância de cada grupo para a empresa (JENSEN, 2001). Pode haver, inclusive, interesses conflitantes entre os *stakeholders*, por exemplo, na decisão entre manter uma relação comercial com um fornecedor antigo ou trocar por outro que ofereça insumos semelhantes a um custo menor, beneficiando os resultados financeiros. A segunda crítica é a ausência de objetivos para a empresa quando há diferentes interesses a serem atendidos. Isso ocorreria porque os administradores se veriam sem um objetivo específico a ser perseguido, algo que dificulta o monitoramento sobre as suas decisões. Segundo Jensen (2001): “as companhias que adotam a

teoria dos stakeholders acabarão passando por confusão gerencial, conflito, ineficiência e, talvez, fracasso corporativo” em razão da indefinição sobre qual objetivo perseguir. Nesse sentido, a teoria das partes interessadas não teria, segundo Jensen, um instrumento objetivo para monitorar a atuação dos administradores, como a geração de lucro o faz na abordagem dos acionistas.

Outras críticas surgiram em resposta à guinada da Business Roundtable⁴⁶ em prol da teoria dos *stakeholders*. Tallarita e Bebchuk (2020) reagiram, publicando um artigo no qual afirmam que essa abordagem poderia ser ineficiente e contraproducente para enfrentar eficazmente as preocupações das partes interessadas. Eles repetem as críticas sobre a falta de objetivos da empresa e a dificuldade em identificar os múltiplos *stakeholders* para concluir que a abordagem pode levar ao insulamento dos diretores, pois, sem a avaliação aferível com base nos lucros, os diretores poderiam alegar que estão atendendo aos interesses de determinados grupos quando na realidade perseguiriam objetivos próprios. Conseqüentemente, os administradores seriam menos responsabilizáveis perante os acionistas. Além disso, a abordagem dos *stakeholders* delegaria aos diretores das empresas a persecução de objetivos sociais que deveriam ser cobrados do governo, com o efeito contraproducente de tirar o foco sobre reformas sociais mais amplas por meio de alterações legislativas e políticas públicas⁴⁷.

Apesar das críticas sobre a falta de objetividade e risco de insulamentos dos diretores na abordagem das partes interessadas, tais críticas não têm sido suficientes para determinar um retorno às ideias favoráveis à primazia do acionista - mesmo no *mainstream* econômico. Um exemplo é o manifesto do fórum econômico mundial de Davos, em 2020, sobre o propósito das companhias na quarta revolução industrial⁴⁸:

“O propósito da companhia é engajar todos os seus stakeholders na criação de valor de forma sustentável e comum. Ao criar valor, a companhia serve não apenas aos seus acionistas, mas todas as partes interessadas – empregados, consumidores, fornecedores, comunidades locais e sociedade em geral”

⁴⁶ O *Business Roundtable* é uma associação de Diretores-Presidentes (CEOs) de norte-americanas para promover crescimento econômico e emprego por meio de políticas públicas. Sobre o grupo e a declaração citada, vide a série de artigos da professora Ana Frazão em: <https://www.jota.info/opiniao-e-analise/colunas/constituicao-empresa-e-mercado/a-liberdade-economica-e-os-propositos-da-atividade-empresarial-28082019>, acessado em 30 de maio de 2021.

⁴⁷ No artigo original em inglês: “given the conclusion of our analysis that stakeholderism should not be expected to deliver significant stakeholder protections and that only governmental laws, regulations, and policies offer the only real prospect of such protections, introducing conditions that chill rather than facilitate such stakeholder-protection reforms would be detrimental to stakeholder welfare”. (TALLARITA e BEBCHUK, 2020)

⁴⁸ Disponível em <https://www.weforum.org/agenda/2019/12/davos-manifesto-2020-the-universal-purpose-of-a-company-in-the-fourth-industrial-revolution/>, acessado em 30 de maio de 2021.

O marco atual sobre a importância das partes interessadas é a exigência de práticas relacionadas à agenda ambiental, social e de governança (ESG, na sigla em inglês para *Environmental, Social and Governance*⁴⁹), inicialmente difundidas pela ONU e atualmente centrais à governança corporativa. Nesse contexto, segundo publicado no fórum de governança da escola de direito de Harvard⁵⁰, em 2020, a principal tendência foi o foco nas frentes sociais e ambientais da sigla ESG, e, nos anos seguintes, as três principais frentes da governança corporativa seriam: i) o avanço das práticas relativas ao meio ambiente para prevenir riscos climáticos; ii) ações dentro das companhias para promover a diversidade, equidade e inclusão; e iii) convergência de padrões em relatórios de sustentabilidade. Sobre essa última tendência, sobressaem o regulamento da União Europeia⁵¹ e a proposta de regulamentação do Reino Unido⁵² para tornar obrigatória a divulgação de demonstrações financeiras sobre ações relacionadas à prevenção do risco climático nas empresas de capital aberto localizadas nessas jurisdições. Logo, a questão que é colocada às companhias não é mais *se* os diretores devem considerar os interesses das partes interessadas, mas *como* fazê-lo (RUGGIE, REES e DAVIS, 2021)⁵³.

2.3.4 TEORIAS CONTEMPORÂNEAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA E O DUPLO MANDATO DAS ESTATAIS

O debate clássico sobre o propósito da companhia contrasta duas importantes posições sobre o tema. De um lado, há a visão de que as companhias devem gerar lucro para os seus proprietários, defendida por Jensen e Meckling e a teoria dos acionistas. De outro lado, muitos

⁴⁹ SCHAZENBACH e SITKOFF (2020) definem ESG como uma estratégia de investimentos que busca firmas com boa estrutura de governança, bem como produtos ou práticas corporativas com impactos sociais e ambientais positivos. São valorizadas, por exemplo, empresas que incentivam a igualdade de gênero em cargos de direção (aspecto social), ou que adotem práticas de tratamento de resíduos industriais e redução de emissões de carbono (ambiental). Sobre a evolução dessa agenda, desde as iniciativas da ONU até as práticas corporativas contemporâneas, vide Ruggie, Rees e Davis (2021).

⁵⁰ Disponível em: <https://corpgov.law.harvard.edu/2021/03/03/2021-global-and-regional-trends-in-corporate-governance/>, acessado em 30 de maio de 2021

⁵¹ Regulamento da União Europeia nº 2019/2088, disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:02019R2088-20200712>, acessado em 30 de maio de 2021.

⁵² Policy Statement nº 20/17, disponível em: <https://www.fca.org.uk/publication/policy/ps20-17.pdf>, acessado em 30 de maio de 2021, recomenda que os órgãos de governança da companhia divulguem riscos e oportunidades decorrentes da mudança climática, como pretendem geri-los e adotem métricas para mensurar o risco.

⁵³ Cabe registrar que alguns autores incorporam as práticas ESG à teoria dos acionistas. Schanzenbach e Sitkoff (2020) falam em práticas ESG como uma estratégia de investimentos com foco sobre a redução do risco e aumento do retorno, uma vez que as métricas ESG podem identificar riscos regulatórios e de litígio que apontam para o desinvestimento em determinada empresa, ou seja, práticas ESG podem gerar retornos para o acionista no longo prazo. Mishra (2021) afirma que alocar recursos em fundos ESG pode ser uma estratégia de investimentos lucrativa, de modo que tese de alinhar benefícios sociais e ambientais ao retorno dos investimentos contribui para a atual relevância da abordagem ESG.

defendem a ideia de que as companhias deveriam ser geridas sem perder de vista os interesses da sociedade como um todo (BERLE e MEANS, 1932) ou considerar os interesses de todos os grupos que são afetados pela companhia e podem afetar os objetivos desta (FREEMAN 1983). No caso das sociedades de economia mista, o “duplo mandato” dessas empresas revela a influência de ambas as teorias dos acionistas e partes interessadas, uma vez que obrigaria a SEM a conciliar o objetivo empresarial de maximização de seus resultados financeiros com a persecução de metas sociais e de políticas públicas⁵⁴ (IBGC, 2015b). No entanto, o “duplo mandato” pode ser obstado por conflitos de interesse nas empresas estatais, conforme será apresentado a seguir.

Segundo alguns autores, sob a perspectiva de que as estatais devem perseguir o “duplo mandato” de gerar lucros e perseguir objetivos de políticas públicas, emergem “conflitos de agência” específicos às empresas estatais⁵⁵. Pargendler e Milhaupt (2017) enfatizam o conflito de agência associado aos agentes públicos – eleitos ou não – que supervisionam as empresas ou orientam sua atuação. Um exemplo seria a presença de indicados políticos nos órgãos de direção da empresa, os quais orientariam investimentos para o reduto eleitoral do parlamentar ao invés de se pautarem pelo melhor retorno socioeconômico das atividades empresariais. Trata-se de um conflito entre os interesses pessoais dos agentes públicos, de um lado, e, do outro, o interesse social que justificou a criação da empresa. Desse conflito emerge o risco de agentes públicos e administradores intervirem na empresa para aumentar o próprio poder e riqueza, em detrimento do bem-estar de outros cidadãos (PARGENDLER e MILHAUPT, 2017). O resultado seria a corrupção ou simplesmente a má-gestão das empresas estatais. Os autores ressaltam que não há uma única fórmula ou *check-list* de boas práticas de governança que possa resolver os conflitos de interesse de todas as empresas estatais do mundo, pois é necessário considerar a situação legal e institucional de cada país. Isso não significa que as práticas de governança são inúteis, ao contrário, podem funcionar se cumprirem o objetivo de isolar a administração das interferências políticas que distorcem a sua missão pública.

⁵⁴ Para Pinto Junior (2010), as empresas estatais devem atender a objetivos de políticas públicas, além de objetivos mais amplos relacionados à macroeconomia ou política industrial. É o caso da utilização da empresa para manter preços baixos a fim de controlar a inflação, ou atuar em segmento industrial específico que gere insumos dentro de cadeias produtivas. Portanto, todo empreendimento estatal é inspirado por algum objetivo estratégico, indo além da mera obtenção de lucro e dividendos para o Estado (PINTO JUNIOR, 2010).

⁵⁵ Ao adentrar nos conflitos de agência específicos às empresas estatais, cabe destacar que na seção 2.2 foram listados os três conflitos de agência existentes nas empresas em geral, decorrentes das relações entre: i) entre acionistas e diretores; ii) entre acionistas majoritários e minoritários; e iii) entre a firma e terceiros afetados por ela. (KRAAKMAN et. al, 2017). É clara a influência da teoria da agência de Jensen e Meckling na caracterização desses conflitos, de onde resultam custos de agência mitigados por instrumentos de monitoramento e incentivos propostos pela abordagem intrafirma da governança corporativa (abordada no primeiro capítulo).

Joaquim Fontes-Filho (2018), por sua vez, destaca a existência de conflitos entre diversos *stakeholders* que afetam as atividades da empresa. Segundo este autor, o governo em exercício pode exigir pagamento de dividendos que inviabilizem novos investimentos ou demandar a execução de políticas públicas não relacionadas à missão da empresa. No caso das estatais dependentes, pode limitar a transferência de recursos previstos no orçamento, situação que limita a autonomia dos administradores. As estatais também estariam sujeitas aos arranjos e interesses das coalizões (temporárias) de poder, e mais expostas às pressões de grupos políticos e interesses diversos, como de fornecedores, empregados e sindicatos, grupos sociais, etc. (FONTES-FILHO, 2018). No cenário de restrição fiscal, os conflitos de interesse decorrentes do duplo mandato seriam ainda agravados se a empresa vier a ser usada simultaneamente como fonte de recursos para o erário e instrumento para implementação de políticas setoriais ou macroeconômicas que não podem ser arcadas pelo governo.

Loch et. al. (2019) trazem tanto o conflito de agência interno das estatais, relacionado ao risco de má-gestão ou corrupção, quanto o conflito de agência decorrente da ampliação dos *stakeholders* com influência sobre a sociedade de economia mista, os quais podem orientar a companhia a buscar objetivos distintos daqueles que justificaram a sua criação. Assim, ressaltam que as sociedades de economia mista estão sujeitas a uma maior interferência de políticos que tentam usá-las como mecanismos para transferir fundos para promover seus planos políticos (LOCH et. al, 2019), inclusive promovendo desvios de recursos da empresa. Além disso, segundo Loch, os governos podem buscar alcançar objetivos duplos, por exemplo, além de metas de lucratividade, o aumento do emprego e preços baixos para os consumidores. O duplo mandato das estatais provocaria, portanto, na visão deste autor, o “conflito principal-principal”, em que o acionista majoritário (governo) orienta à atuação da empresa de detrimento dos interesses dos acionistas minoritários.

De forma geral, os autores citados acima entendem que a governança corporativa pode minimizar os conflitos de agência. Discutindo especificamente as estatais brasileiras, Fontes-Filho (2018) ressalta que a Lei nº 13.303/2016 obrigou essas empresas a seguirem práticas de governança corporativa, especialmente nos aspectos de transparência, práticas de gestão de riscos e de controle interno, composição da administração e, no caso das SEM, medidas referentes a mecanismos para proteção dos acionistas minoritários. Segundo este autor, a principal inovação da lei citada relaciona-se ao processo de escolha dos administradores, já que a norma mitiga a discricionariedade do governo em indicar gestores, mediante a exigência da adoção de critérios para seleção técnica de administradores, requisitos de avaliação de desempenho e necessidade de participação dos gestores em treinamento anual. Portanto, na

análise desse autor, a governança pode favorecer a transparência e a prestação de contas das estatais, contribuindo para que a empresa estatal seja menos um instrumento de barganhas políticas e mais um instrumento de desenvolvimento (FONTES-FILHO, 2018)⁵⁶.

Contudo, cabe o alerta de Schapiro e Marinho (2017) no sentido de que boas práticas de governança estão longe de solucionar os conflitos de interesses que ocorrem nas estatais. Para esses autores, o conflito de agência nas estatais vai além das tradicionais divergências entre acionistas e administradores ou entre controladores e minoritários, abarcando uma gama de *stakeholders* perpassando coalizações políticas, trabalhadores, cidadãos-proprietários preocupados com a responsabilidade socioambiental da estatal, dentre outros interesses. Tudo isso sem perder de vista a função social consubstanciada na política pública que orienta a empresa. Os termos gerais da Lei das Estatais, segundo os autores são, portanto, necessários, mas não suficientes, para resolver os conflitos de interesses (SCHAPIRO e MARINHO, 2017).

2.4 CONCLUSÃO PARCIAL: PARA ALÉM DAS TEORIAS CONTEMPORÂNEAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA E DO “DUPLO MANDATO” DAS ESTATAIS.

No primeiro capítulo foi apresentada a definição de governança corporativa de Ronald Gilson (2016), para quem a governança é o sistema operacional da companhia, moldado por elementos legais e não-legais que vão além de suas fronteiras (e do direito societário) ao abarcar o contexto social e econômico em que a firma atua. Posto de forma simples: para Gilson (2016) a história importa. O sistema operacional da governança corporativa, segundo este autor, é dinâmico ao permitir a incorporação e adaptação de novas práticas, cuja efetividade dependerá do contexto em que são implementadas. Para o autor, essa definição afasta o caráter “estático” das teorias de governança corporativa apresentadas anteriormente, as quais focam elementos singulares (acionistas, partes interessadas, diretores⁵⁷) a fim de explicar um fenômeno complexo e dinâmico em um debate infundável no qual cada modelo enfatiza os limites do outro para criticá-lo. Na realidade, cada teoria de governança corporativa seria, na visão do autor, uma fotografia de interações econômicas em constante mudança na realidade da empresa (GILSON, 2016).

⁵⁶ Não caberia aqui dissertar sobre todas as inovações trazidas pelo Estatuto das Estatais referentes à estrutura societária e práticas de governança das empresas públicas e sociedades de economia mista. Sobre o assunto, recomendam-se os manuais organizados por Noronha, Frazão e Mesquita (2018) e Justen Filho (2017).

⁵⁷ Gilson (2016) aborda especificamente a “primazia dos diretores”, modelo que limita a atuação dos acionistas na gestão da empresa e foca no poder dos diretores em conduzir os negócios sem perder de vista a maximização do lucro.

Clark (2010), ao tratar das pesquisas em governança corporativa comparada, corrobora a conclusão de Gilson (2016) quanto às limitações das teorias acionistas ou partes interessadas para explicar a realidade das firmas. Segundo o autor (CLARK, 2010, p. 105), as duas teorias pressupõem que existem fronteiras claras e bem definidas que permitem separar o ambiente intrafirma dos atores externos à companhia, ou seja, as teorias assumem que sempre será possível separar quem está dentro ou fora da companhia, quais são os empregados, acionistas, credores, consumidores e a comunidade afetada. Contudo, na realidade, nem sempre haverá uma estrutura hierarquizada de produção que circunscreva a produção; ao contrário, a extensão das atividades da companhia se torna menos nítida a partir dos desenvolvimentos tecnológicos que propiciam empresas virtuais e a atuação em rede fora do espaço físico (CLARK, 2010).

Clark (2010) prossegue a crítica sobre os estudos comparados em governança corporativa ao afirmar que as pesquisas ficaram restritas a companhias abertas em jurisdições específicas, notadamente países desenvolvidos (EUA, Reino Unido, Alemanha e Japão), com problemas de pesquisa limitados a averiguar como diferentes jurisdições lidam com os conflitos de agência⁵⁸ ou, em linha com a teoria dos acionistas, oferecem maior ou menor proteção a investidores. Finalmente, o autor critica o foco excessivo em companhias abertas com ações negociadas em bolsa, quando existiria a possibilidade de avaliar a governança de empresas fechadas, notadamente em países em desenvolvimento (Clark, 2010, p. 104), a fim de compreender como os problemas de governança corporativa são percebidos em diferentes sociedades.

Se considerada a sugestão de Clark (2010) no sentido da ampliação do escopo da governança corporativa para além das empresas negociadas em bolsa, percebe-se que grande parte das publicações sobre a aplicação das práticas de governança às empresas estatais aborda as sociedades de economia mista (FONTE-FILHO, 2018; PARGENDLER, MUSACCHIO e LAZZARINI, 2013), focalizando, em especial, os conflitos de interesse que emergem entre o controlador estatal e os acionistas minoritários privados. O duplo mandato, na forma apresentada pelos autores citados acima⁵⁹, seria uma perpetuação do embate entre dois propósitos distintos da governança corporativa – a geração de lucro ou o atendimento a diversas

⁵⁸ Segundo Clarke (2010), a definição da governança corporativa como conflito de agência se torna algo autorreferenciado, as pesquisas apenas perceberão as relações entre acionistas e diretores em detrimento de outras partes interessadas: *If one defines corporate law as the law governing the relationship between shareholders and managers, then almost by definition it is going to be about the agency costs of this relationship, and one can persuasively claim that corporate law neither does nor should deal with the claims of employees, customers, etc*

⁵⁹ Vide os autores citados no item 2.3.4 ao tratar dos conflitos de interesses nas sociedades de economia mista.

partes interessadas – com o agravante de obrigar as SEM a perseguirem ambos os objetivos que opuseram as teorias de governança corporativa nos últimos cem anos.

Torna-se necessário, portanto, qualificar o “duplo mandato” à luz do Estatuto das Estatais (Lei nº 13.303/2016) a fim de ampliar o foco sobre as sociedades de economia mista⁶⁰. O art. 27 dessa lei define a função social da empresa estatal como a “*realização do interesse coletivo ou de atendimento a imperativo da segurança nacional expressa no instrumento de autorização legal para a sua criação*”. Frazão (2019) destaca que o art. 238⁶¹ da Lei das S/A já vinculava a função social da SEM ao interesse público que justificou a sua criação, o qual não se confunde com o interesse público que permeia toda a atividade administrativa ou qualquer interesse circunstancialmente definido. Logo, desde a Lei das S/A – e agora reforçado no Estatuto das Estatais –, “*as estatais não podem atender diretamente outros interesses não vinculados ao objeto social, ainda que possam ser considerados como parte do interesse público geral ou coletivo*” (FRAZÃO, 2019).

A função social da empresa estatal limita a discricionariedade dos controladores e administradores, além de favorecer o monitoramento a prestação de contas (FRAZÃO, 2018). O art. 8º da Lei nº 13.303/2016 obriga todas as empresas estatais a seguirem práticas de governança que favorecem a transparência, a exemplo da publicação dos balanços financeiros e suas notas explicativas, bem como exige que os administradores a demonstrem, na carta anual, de que modo perseguiram o objeto social da empresa, inclusive recorrendo a indicadores. Dessa forma, torna mais objetiva a avaliação de resultados das empresas e, ao mesmo tempo, limita a possibilidade de os administradores escolherem quaisquer objetivos para empresa – pontos da teoria dos *stakeholders* que eram criticados por Jensen (2001). Frazão (2018, p. 115) ressalta que os parâmetros objetivos da função social das estatais fizeram com que o regime delas se tornasse mais rígido do que o de empresas privadas, principalmente ao restringir a prática de atividades não atreladas diretamente ao objetivo social.

A busca do interesse público que justificou a criação da estatal, mesmo antes da Lei das Estatais, não significa que essas empresas podem desprezar, mitigar ou negligenciar a sua função lucrativa, muito menos quando o fazem para alcançar outros fins que não aqueles

⁶⁰ A ampliação de escopo é importante no contexto das empresas estatais dos entes federados. Segundo informações da Secretaria do Tesouro Nacional (STN, 2021), em 2021 havia 302 empresas estatais nos estados brasileiros, das quais 46% são dependentes do erário local. São poucos os casos de SEMs estaduais com ações negociadas em bolsa, como a Companhia de Saneamento Básico de São Paulo (SABESP) e a Companhia Paranaense de Energia (COPEL).

⁶¹ Art. 238. “*A pessoa jurídica que controla a companhia de economia mista tem os deveres e responsabilidades do acionista controlador (artigos 116 e 117), mas poderá orientar as atividades da companhia de modo a atender ao interesse público que justificou a sua criação*”.

previstos no objeto social (FRAZÃO, 2017). Sobre o lucro nas empresas estatais, Jacinto Câmara (2014) argumenta que há uma contraposição ilusória entre a obtenção de lucro e a persecução do interesse público, pois, na realidade, o lucro é um instrumento para a adequada prestação de serviços públicos. Logo, é plenamente possível, e em alguns casos até necessário, que a estatal busque resultados financeiros positivos em suas operações, pois essa será a melhor maneira de atender os objetivos que justificaram a sua criação.

Nesse sentido, o lucro pode ser visto como um instrumento para ser reinvestido em expansão das atividades da empresa ou, no caso das sociedades de economia mista, remunerar os recursos captados junto ao setor privado para alcançar sua atividade-fim (CÂMARA, 2014). O lucro não seria uma das missões principais da empresa estatal, conforme defendido pelo discurso do “duplo mandato”, mas sim um meio para viabilizar o interesse social que justifica a sua existência⁶². Pinto Junior (2021) afirma que as sociedades de economia mista se aproximam das chamadas *benefit corporations*⁶³, do direito norte-americano, ao combinar a consecução do interesse público com a remuneração adequada do investimento acionário. Dessa forma, segundo Pinto Júnior (2021) ambos os tipos societários seguem desenhos institucionais comparáveis: (i) necessidade de previsão estatutária do interesse público incorporado na companhia, cujo atendimento deve ser obrigatoriamente buscado pelos administradores; (ii) definição dos deveres fiduciários dos administradores para abranger a consecução de objetivos mais amplos, e não apenas a maximização do lucro; (iii) divulgação qualificada de informações sobre os resultados obtidos pela companhia no campo não financeiro (PINTO JÚNIOR, 2021), a exemplo da carta anual de governança das estatais.

Por outro lado, conforme será abordado na segunda parte, a análise das empresas estatais do Distrito Federal revela casos em que o lucro⁶⁴ não é perseguido e poderia até ser incompatível com a realização de sua função social. Os principais exemplos, são o Metrô-DF e a TCB⁶⁵, as quais atuam de forma deficitária (i.e., as receitas não são suficientes para cobrir os

⁶² Câmara (2014) afirma que não faz diferença se a estatal é prestadora de serviço público ou exploradora de atividade econômica, pois em ambos os casos o lucro pode ser um instrumento para viabilizar a instalação ou expansão de suas atividades a fim de propiciar a geração de melhores produtos ou serviços.

⁶³ A *Benefit Corporation* é um tipo societário que pressupõe a execução de uma atividade lucrativa, porém, combinada com o atendimento de um interesse público previamente definido no estatuto social. Esse tipo societário supera a primazia dos acionistas e a necessidade de maximizar o lucro, abrindo espaço para o interesse de *stakeholders* definido no estatuto – não é qualquer interesse público. O enquadramento na moldura de *benefit corporation* permite à companhia manter a finalidade lucrativa e, ao mesmo tempo, perseguir ostensivamente outros objetivos não financeiros (PINTO JÚNIOR, 2021).

⁶⁴ Adota-se aqui a perspectiva contábil de lucro líquido, apresentado na Demonstração de Resultado do Exercício, que, de forma genérica, começa no faturamento da empresa e é deduzido de tributos, custos das mercadorias vendidas, despesas operacionais, dentre outros, até alcançar o lucro líquido do exercício.

⁶⁵ Ver a Parte II do presente trabalho.

custos e despesas) e são dependentes do governo local a fim de, respectivamente, oferecer transporte urbano com modicidade tarifária e operar em linhas de ônibus deficitárias que atendam regiões administrativas distantes e menos povoadas. Conforme explicitado na carta anual do Metrô-DF, *o interesse público subjacente às atividades empresariais está ligado à necessidade de transporte, direito social explícito na Constituição Federal de 1988* (Metrô-DF, 2021). A ausência de lucro não significa, contudo, que as empresas estatais não possam ter receitas, pois as tarifas arrecadadas são utilizadas para fazer frente às despesas correntes e de capital, conforme a alocação decidida pelos administradores, reduzindo o grau de dependência do orçamento distrital.

Nas empresas estatais, os membros da sociedade em que o governo exerce os direitos de propriedade são os proprietários finais das empresas (OCDE, 2015, p.31). Isso significa que os administradores das empresas e o próprio governo têm obrigações junto ao público, que não diferem dos deveres de prestação de contas e transparência dos diretores e conselheiros perante os acionistas (no caso das empresas privadas). Os administradores indicados pelo governo para administrar as empresas estatais devem atuar, ao mesmo tempo, como gestores e guardiões do interesse público que justifica a existência da empresa. Conforme previsto no art. 27 da Lei das Estatais, a maximização de valor para a sociedade a ser perseguida pelos administradores reside no cumprimento dos objetivos que justificaram a criação da empresa, sendo o lucro um instrumento para alcançar tal finalidade. Assim, enquanto a ideia do duplo mandato foi construída a partir dos conflitos entre controladores e minoritários das sociedades de economia mista (PARGENDLER e MILHAUPT, 2017; FONTES-FILHO, 2018; LOCH et. al, 2019), a função social se aplica a todas as empresas estatais – prestadores de serviços ou exploradoras de atividades econômicas em sentido estrito, estatais dependentes ou não – as quais se viram obrigadas a adotar práticas de governança corporativa após a publicação da Lei nº 13.303/2016 (ou Lei das Estatais)⁶⁶ como uma forma dar transparência e prestar contas sobre o cumprimento de seu objeto social, além de, conforme destacado por Fontes-Filho (2018), mitigar a discricionariedade do governo em indicar gestores ao trazer critérios para a sua seleção.

⁶⁶ Nesse ponto, cabe registrar o contraponto de Coutinho, Mesquita e Nasser (2019), os quais afirmam que o legislador errou ao criar regras comuns à todas as estatais. A exigência de práticas comuns de governança corporativa desconsidera as distinções entre as estatais prestadoras de serviços públicos e as exploradoras de atividades econômicas em sentido estrito, existente na doutrina jurídica e amparada em decisões do Supremo Tribunal Federal que concederam benefícios públicos às prestadoras de serviços públicos (e.g., imunidade tributária ou impenhorabilidade de seus bens). Além disso, o legislador teria criado um regime uniforme para estatais que são diferentes entre si, algo que provoca dificuldades das empresas menores e dependentes de recursos do erário local.

Ante o exposto, a conclusão parcial do presente capítulo é que o propósito da empresa estatal não deve se limitar à persecução do duplo mandato de buscar o lucro e, paralelamente, perseguir metas sociais e de políticas públicas, objetivos que remetem ao debate clássico (e atual) sobre qual seria o propósito das companhias. No Brasil, o propósito da empresa estatal é o cumprimento do interesse público previsto na legislação e que justificou a sua criação, sendo o lucro um instrumento para tal finalidade. O propósito da empresa estatal brasileira se aproxima das novas corporações vislumbradas por Berle e Means na década de 30, pois coloca os interesses da comunidade acima dos interesses do controlador (governo em exercício), outros acionistas e dos administradores. No entanto, enquanto Berle e Means (1932) defendiam que os administradores seriam tecnocratas responsáveis por balancear as diversas demandas dos grupos que formam a comunidade – ponto que foi retomado pela teoria dos *stakeholders* – a função social da empresa estatal limita o conteúdo dos “interesses da comunidade” àqueles definidos no estatuto social e na lei que autoriza a sua criação.

Para permitir a prestação de contas e a transparência na persecução desses objetivos, a Lei das Estatais incorporou a governança corporativa, definida como um sistema operacional, dinâmico e que permite a incorporação de novas práticas⁶⁷ cuja efetividade dependerá do contexto em que são implementadas e da realidade de cada empresa (GILSON, 2016). Essa característica dinâmica e adaptável da governança corporativa é avaliada empiricamente na segunda parte do presente trabalho, que analisará a governança das estatais do Distrito Federal.

⁶⁷ No caso das empresas estatais, as “outras práticas” podem ser entendidas como aquelas que são incorporadas pela empresa estatal sem, necessariamente, serem previstas na Lei nº 13.303/2016. O apêndice I lista como exemplo a divulgação de despesas com publicidade, patrocínio e convênios.

PARTE II: GOVERNANÇA CORPORATIVA DE EMPRESAS ESTATAIS DO DISTRITO FEDERAL

Nos capítulos anteriores, foram analisadas as teorias de governança corporativa e suas aplicações ao contexto das empresas estatais brasileiras. Conforme destacado, a direção em que avançam as contribuições dos autores que se dedicam ao tema, reforça o entendimento segundo o qual a função social das empresas estatais se perfaz no cumprimento do interesse público que justificou a sua criação, sendo o lucro apenas um instrumento para tal finalidade, passando a governança corporativa a ser vista como uma forma de viabilizar a prestação de contas e a transparência sobre o cumprimento desse objetivo. Ademais, a definição de governança corporativa de Gilson (2016), a fim de avaliar as práticas existentes e quais poderiam ser adotadas, aponta para a necessidade de ser considerado o contexto em que as práticas de governança são implementadas em cada empresa, abrangendo a complexidade de suas interações internas e externas (i.e., contexto social e econômico).

Na segunda parte da pesquisa, formada pelos capítulos terceiro e quarto, pretende-se avaliar as práticas de governança corporativa nas empresas estatais do Distrito Federal, construindo uma fotografia da governança em 2020⁶⁸. O objetivo é responder ao problema de pesquisa, definido a seguir:

“como as práticas efetivas de governança corporativa das empresas estatais do Distrito Federal fomentam (ou prejudicam) a transparência e a prestação de contas sobre o cumprimento dos propósitos das companhias que caracterizam as suas funções sociais?”

O terceiro capítulo descreve algumas limitações e vieses existentes nos indicadores de governança corporativa para as empresas em geral e, posteriormente, apresenta indicadores que já foram utilizados no Brasil em pesquisas sobre as empresas estatais. Trata-se de uma contextualização sobre os indicadores de governança corporativa a fim de, no quarto capítulo, detalhar a metodologia utilizada na pesquisa – a AJPE – e a construção do indicador sobre o “*direito à propriedade informada*” para aferir a qualidade da governança das estatais do Distrito Federal. Ao final do quarto capítulo serão apresentadas as análises agregadas e individuais sobre as empresas estatais do DF. As conclusões do quarto capítulo trazem recomendações de política pública para o ente federado.

⁶⁸ Conforme será abordado na seção 4.3, os dados da pesquisa foram coletados em 2021. No entanto, documentos importantes de algumas empresas, como as demonstrações financeiras e cartas anuais de governança corporativa, fazem referência ao exercício de 2020.

3. OS LIMITES DOS INDICADORES DE BOAS PRÁTICAS EM GOVERNANÇA CORPORATIVA.

As fraudes corporativas no começo dos anos 2000 afetaram a credibilidade dos mecanismos de governança corporativa e provocaram questionamentos sobre a efetividade de seus instrumentos⁶⁹ (DONKER e ZAHIR, 2010). Em resposta, administradores de empresas listadas buscaram mecanismos para comparar a própria governança com a dos concorrentes (ALLEN et. al., 2004), momento em que surgem agências especializadas em construir indicadores que refletissem o cumprimento de boas práticas de governança.

Donker e Zahir (2010) analisaram os indicadores de governança corporativa construídos pela *Institutional Shareholder Services* (ISS), *Governance Metric International* (GMI), além de outras agências, como a Standard & Poor (empresa que também elabora *ratings* de risco de crédito), e identificaram categorias comuns avaliadas pelas empresas: i) estrutura das diretorias; ii) estrutura de controle; iii) planos de remuneração; iv) mecanismos para prevenção de aquisições hostis; v) divulgações financeiras; vi) controles internos; e vii) formação dos executivos. Os autores destacaram que o foco dos *ratings* eram as informações financeiras, critério que decorre da teoria dos acionistas e, conseqüentemente, ignora outros *stakeholders*. Ou seja, os indicadores refletem um padrão de comportamento focado na teoria dos acionistas, privilegiando com melhor avaliação aquelas companhias onde a estrutura de governança prioriza a maximização do retorno aos acionistas em detrimento dos interesses de empregados, sociedade, fornecedores, dentre outros⁷⁰.

Outra limitação dos indicadores de governança corporativa apontada por Donker e Zahir (2010) era a falta de transparência sobre diferentes atribuições de peso às variáveis que compunham os índices. Cada índice de *rating* enfatizava uma categoria diferentemente de outro, inclusive com pesos diferentes entre setores e países, sem uma justificativa clara para isso. A derradeira crítica dos autores é a falta de independência das empresas avaliadoras. Muitas fazem a mensuração da governança e, ao mesmo tempo, oferecem serviços para que suas contratantes melhorem a sua nota final.

⁶⁹ Conforme indicado no capítulo anterior, a Enron era uma empresa que aparentava cumprir as melhores práticas vigentes de governança corporativa.

⁷⁰ Krever (2013) aprofunda a discussão sobre a utilização de indicadores para avaliar o Direito, onde indicadores legais são construídos com base nas práticas de países ocidentais para se tornarem um padrão (benchmark), e partir disso serem usados de julgar as práticas de outros países. Conseqüentemente, a má-avaliação em um indicador sobre “estado de Direito” levará a pressões domésticas e internacionais para a reforma. O autor cita como exemplo a exigência de melhorias legais para a assistência financeira internacional, em que doadores passam a demandar reformas estruturais no arcabouço jurídico – com base em indicadores do Banco Mundial e *Doing Business* – para liberarem recursos financeiros. A construção de indicadores de governança com base na teoria dos acionistas, marca dos países anglo-saxões, pode representar a imposição de um “padrão” de governança para outros países onde as relações da empresa com *stakeholders* fazem parte da cultura e legislação corporativa.

Atualmente, os índices de governança corporativa se tornaram mais amplos para captar práticas de ESG, acrescentando critérios sociais e ambientais às avaliações. Por um lado, incorporam-se interesses de *stakeholders*, o que mitiga o predomínio do enfoque sobre o retorno para o acionista⁷¹. Por outro, persistem problemas com a falta parâmetros para atribuir maior peso a determinado critério, em especial entre cada componente da sigla ESG. Um exemplo de ponderações destoantes é a avaliação da Tesla Inc., fabricante de carros elétricos. A empresa limita a divulgação de informações e fatos relevantes em razão do comportamento errático do seu CEO, Elon Musk, nas mídias sociais, o que afeta o aspecto governança. O quesito “social” também não é bem avaliado dado o histórico de reclamações trabalhistas. Finalmente, no quesito ambiental, os produtos-finais da Tesla reduzem a dependência de combustíveis fósseis e a emissão de gás carbônico, mas o processo produtivo em si é poluente. Conseqüentemente, enquanto o *ranking* da MSCI – antiga GMI – coloca a Tesla com um dos melhores índices ESG do setor automotivo, o ranking provido pela empresa FTSE atribuiu à Tesla a pior pontuação do setor – com rating pior do que a produtora de petróleo Exxon-Mobil (SCHANZENBACH e SITKOFF, 2020). Portanto, é necessária a transparência na construção de indicadores de governança corporativa e ESG a fim de sujeitar seus critérios ao escrutínio público.

3.1. INDICADORES DE GOVERNANÇA DE EMPRESAS ESTATAIS.

A Secretaria de Coordenação e Governança das Empresas Estatais (SEST) do governo federal acompanha a governança corporativa das estatais pelo indicador IG-SEST. O foco do indicador é avaliar o cumprimento dos requisitos da Lei nº 13.303/2016, regulada na esfera federal pelo Decreto nº 8.945/2016, e Resoluções da Comissão Interministerial de Governança Corporativa e de Administração de Participações Societárias da União – CGPAR⁷². O objetivo da avaliação não é punir as empresas que não implementaram as exigências normativas de governança corporativa, mas identificar os pontos de melhoria para incentivar a sua adoção

⁷¹ Embora a sigla ESG promova ações benéficas aos *stakeholders*, alguns autores a associam as práticas à maior retorno de longo prazo para o acionista. Schanzenbach e Sitkoff (2020) classificam ESG em “ESG risco-retorno” e “benefícios colaterais de ESG”. O primeiro caso reflete uma estratégia de investimentos como foco sobre a redução do risco e aumento do retorno, uma vez que as métricas ESG podem identificar riscos regulatórios e de litígio que apontam para o desinvestimento em determinada empresa. Os “benefícios colaterais de ESG” seriam as justificativas de investimentos ESG por questões morais e éticas, de modo que na gestão de fundos de investimentos não seria motivo para cumprir os deveres fiduciários dos gestores segundo a legislação norte-americana

⁷² Resoluções CGPAR precederam a Lei nº 13.303/2016 na introdução de práticas de governança corporativa, a exemplo da obrigatoriedade de auditoria independente sobre as demonstrações financeiras ou a criação de canis de denúncias. As Resoluções se encontram disponíveis em <https://www.gov.br/economia/pt-br/assuntos/empresas-estatais-federais/legislacao/resolucoes/resolucao>, acessado em 21 de agosto de 2021.

(SEST, 2019). Os resultados dos ciclos de avaliações do IG-SEST são publicados desde 2017⁷³ e, no segundo semestre de 2021, ocorreu o quinto ciclo de avaliação. As avaliações iniciais verificavam apenas a conformidade formal das empresas estatais à Lei 13.303/16 e ao Decreto 8.945/16, ao passo que, a partir do terceiro ciclo, o enfoque recaiu sobre a efetividade da estrutura de governança implementada na estatal federal (SEST, 2019)⁷⁴.

Observa-se que no IG-SEST as ponderações dos blocos de avaliação são construídas de forma discricionária pela SEST, com a intenção de induzir a atuação dos administradores das empresas estatais. Por exemplo, no 3º e 4º ciclo de avaliações um dos itens que recebia maior pontuação era a “*implementação de práticas cotidianas de controles internos na empresa*”, revelando a indução para que os mecanismos de governança efetivamente funcionassem (SEST, 2019). Ou seja, além de cumprir os requisitos gerais da Lei nº 13.303/2016 e Decreto nº 8.945/16, o indicador passou a incentivar a efetividade da governança e, recentemente, práticas de conduta empresarial responsável e a promoção da equidade de gênero. Contudo, cabe a ressalva de que a mudança ao longo do tempo nos coeficientes mitiga a capacidade de mensurar a *evolução* da governança de empresas analisadas ao longo dos ciclos.

O trabalho de Silva e Nunes (2019) buscou replicar o IG-SEST para a avaliação de empresas estatais do Ceará. Resumidamente, os autores utilizaram o questionário do primeiro ciclo de avaliações da SEST, quando o enfoque ainda era a conformidade com a Lei nº 13.303/2016. Os pesquisadores firmaram compromissos de confidencialidade com os representantes das empresas, o que comprometeu a utilidade dos resultados da pesquisa, uma vez que os pesquisadores não atrelaram a nota do indicador à identificação da estatal. Constataram pior desempenho no cumprimento de requisitos legais de transparência, além de identificarem que duas empresas ainda não haviam alterado os estatutos no prazo fixado pela Lei nº 13.303/2016.

⁷³ A primeira avaliação ocorreu em outubro de 2017, a segunda em março de 2018, a terceira em outubro de 2018 (SILVA, 2019) e quarta em agosto de 2019. Houve um hiato decorrente da pandemia e o quinto ciclo só se iniciou no segundo semestre de 2021.

⁷⁴ A metodologia do IG-SEST consiste na aplicação de questionários, respondidos pelas empresas avaliadas e submetidos à SEST. O tamanho dos questionários aumentou de 45 itens nas duas primeiras avaliações para 50 itens nas posteriores, o que reflete a mudança do escopo para a efetividade da governança. Algumas questões novas pediram, por exemplo, a comprovação documental das ações adotadas pelos colegiados de direção e governança (CABRAL, SOARES e SILVA, 2019). Os itens do questionário são agrupados em três dimensões: 1) Gestão, controle e auditoria; 2) Transparência das informações; 3) Conselhos, comitês e diretoria, com pesos diferentes conforme o grau de relevância da dimensão avaliada, além de haver a possibilidade de colocar nova ponderação dentro de cada uma das três dimensões (CABRAL, SOARES e SILVA, 2019). Uma vez respondidos os questionários, acompanhados de documentos comprobatórios, a SEST atribui nota ‘1’ para os itens evidenciados e ‘0’ para os não comprovados, além de haver a possibilidade de excluir itens não aplicáveis à empresa. O resultado da avaliação se dá por índices que comparam o atendimento dos itens de avaliação vis a vis o seu peso na ponderação, partindo de cada bloco para as três dimensões até se chegar ao indicador final, com uma nota que varia de 0 a 10.

O artigo de Nascimento e Vieira (2020) se dedicou à construção de um indicador para avaliar a governança das empresas estatais brasileiras. Para tanto, se basearam na Lei das Estatais e seu regulamento no nível federal, complementando com outros indicadores de governança pública e corporativa, notadamente: Governança para Institutos e Fundações Empresariais (GIFE); Índice de Avaliação da Governança Pública (IGovP); o B3 Governança das estatais; Mecanismos de Governança (TCU); World Wide Governance Indicators (Indicadores Globais de Governança - WGI); e Corporate Governance Index (CGI) (NASCIMENO e VIEIRA, 2020). O trabalho de Nascimento e Vieira (2020) se restringiu à construção teórica do indicador, sem a aplicação do formulário para avaliar qualquer empresa estatal. No entanto, a pluralidade de fontes de boas-práticas em governança corporativa para estatais contribuiu para construção do indicador utilizado na presente pesquisa.

3.2. PUBLICAÇÕES SOBRE GOVERNANÇA DE EMPRESAS ESTATAIS.

A exemplo do trabalho de Nascimento e Vieira (2020), na presente pesquisa o indicador de governança foi além dos dispositivos da Lei das Estatais. Utilizaram-se como referência: i) as publicações do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), tanto o manual geral sobre governança quanto publicações voltadas para sociedades de economia mista; ii) as diretrizes da OCDE para governança de estatais; iii) o IG-SEST; e iv) o regulamento do Programa Destaque Governança de Estatais, organizado pela B3.

Essas referências em boas-práticas estiveram presentes na própria construção da Lei nº 13.303/2016. O relatório da comissão mista destinada a apresentar o projeto da Lei de Responsabilidade das Estatais⁷⁵ menciona a influência das Diretrizes da OCDE nos conceitos de governança corporativa (BRASIL, 2015, p.4):

“Ainda no primeiro título, apresento normas sobre o regime societário da empresa pública e da sociedade de economia mista, trazendo regras de governança corporativa, mecanismos de controle, estrutura interna, dentre outros instrumentos que buscam assegurar que a estatal atuará em conformidade com o interesse público que fundamentou sua criação. Nesse ponto, busquei nas recomendações da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) e nas recentes inovações legislativas internacionais normas que pudessem inovar na legislação brasileira, atualizando-a.” (Grifou-se).

As Diretrizes da OCDE específicas para empresas estatais foram revisadas em 2015, ano em que o legislativo discutia o que viria a ser a Lei nº 13.303/2016. As influências das

⁷⁵ A comissão mista foi instituída pelo ato conjunto dos presidentes do Senado e da Câmara nº 3, de 2015.

Diretrizes da OCDE sobre Governança Corporativa (2015) são perceptíveis no Estatuto das Estatais, a exemplo das diretrizes sobre as obrigações do Estado como proprietário, bem como aquelas relativas à divulgação e transparência, resumidas no Anexo I.

Durante a tramitação dos projetos de lei que resultaram na Lei nº 13.303/2016,⁷⁶ o IBGC publicou uma série de documentos sobre governança corporativa em Sociedades de Economia Mista, tais como as Boas Práticas de Governança Corporativa para Sociedades de Economia Mista (2015b) e a Carta Diretriz de Sociedades de Economia Mista (2015c). Ademais, naquele período vigia a 5ª edição do Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa (2015a) com recomendações direcionadas a empresas públicas e privadas. O relatório da comissão mista que atuou no processo legislativo ressaltou que houve audiências em que o IBGC explicou o modelo de governança existente nas empresas privadas e, ao tratar especificamente da presença de membros independentes no Conselho de Administração, o relatório ressalta que:

“estamos apenas assimilando normas internacionais e nacionais de boas práticas de governança corporativa. De fato, além de países como Estados Unidos, membros da União Europeia, China e Índia (dentre outros) adotarem esse instituto, a própria BMF&Bovespa e o IBGC possuem normas sobre o que configura um membro independente. Busquei, assim, consolidar [...] normas específicas para reger a sua atuação e escolha, tornando obrigatório que, ao menos, 20% do conselho de administração seja composto por membros independentes”.

Algumas das políticas exigidas pelo Código de Boas Práticas do IBGC (2015) são presentes no Estatuto das Estatais, tais como as políticas de divulgação de informações e transações com partes relacionadas. A estrutura de fiscalização e controle recomendada pelo IBGC também encontra paralelo na Lei nº 13.303/2016, com a previsão da constituição de comitê de auditoria, auditoria interna, área de gestão de riscos, controles internos e conformidade, além do conselho fiscal previsto na Lei nº 6.404/76. De forma ainda mais detalhada, as Boas Práticas de Governança Corporativa para Sociedades de Economia Mista (2015b) trazem orientações para: a atuação do Estado enquanto controlador; o funcionamento do Conselho de Administração e Fiscal; o tratamento dos acionistas e transações com partes relacionadas; funcionamento das áreas de controle interno e conformidade; a transparência e divulgação de informações. A seção mais utilizada na presente pesquisa foi a que trata da transparência, a qual orienta que sejam divulgadas na internet informações adicionais àquelas que foram exigidas pela Lei das Estatais (e.g., carta anual, políticas e remuneração) a fim de

⁷⁶ A primeira iniciativa de regulamentação do art. 173, §1º, da Constituição Federal que vingou no Congresso Nacional o foi o Projeto de Lei (PL) nº 397/2015, motivado pelas acusações de corrupção envolvendo contratações das empresas estatais (MARINHO, 2018). O conteúdo do PL nº 397/2015 acabou absorvido pelo PL nº 4.918/2016 durante a tramitação no Congresso, que adicionou dispositivos sobre a função social das estatais e seu regime societário.

contemplar os estatutos, gastos com publicidade, informações a avaliação do Conselho de Administração e Diretoria, além de políticas tarifárias – esse último relevante para o DF, cujas estatais prestam serviços de transporte, fornecimento de água e, até recentemente, distribuição de energia.

Finalmente, outra referência para a construção do indicador apresentado no próximo capítulo é o chamado Programa Destaque em Governança de Estatais, organizado pela B3 e de adesão voluntária, pelo qual estatais buscam uma certificação sobre o cumprimento de boas práticas de governança⁷⁷. O programa foi descontinuado em dezembro de 2020, uma vez que a B3 entendeu que seus objetivos foram cumpridos. As medidas eram divididas em quatro linhas de ação: transparência; controles internos; composição da administração; e compromisso do controlador público (B3, 2019).

O Anexo II mostra como as publicações citadas acima serviram como fonte de informações sobre boas práticas em governança corporativa para a formação do indicador utilizado na pesquisa empírica, abordado no próximo capítulo, a fim de avaliar as práticas de governança das empresas estatais do Distrito Federal.

4. PESQUISA EMPÍRICA.

4.1. ANÁLISE JURÍDICA DA POLÍTICA ECONÔMICA E GOVERNANÇA CORPORATIVA.

A metodologia e parte dos conceitos utilizados na pesquisa pertencem à abordagem conhecida como Análise Jurídica da Política Econômica (AJPE), disponível na literatura, por exemplo, em Castro (2009, 2014) e Castro e Ferreira (2018). Essas obras estabelecem meios para que juristas analisem políticas públicas ou econômicas, respondendo à necessidade de aferição da “efetiva fruição” de direitos humanos e fundamentais. Na perspectiva da AJPE, a economia é percebida como uma rede complexa de contratos e pactos sociais que organizam atividades de produção, troca e consumo, com a possibilidade de recortes analíticos de agregados contratuais para avaliar, empiricamente, como os arranjos institucionais existentes promovem ou obliteram a fruição de direitos.

A fruição (ou efetividade) dos direitos a ser analisada se refere ao gozo de direitos enquanto experiência social que ocorre em um contexto específico (CASTRO, 2014) e, no caso

⁷⁷ Cinco companhias foram certificadas desde 2017: Petrobrás, Banco do Brasil, Eletrobrás, BB Seguridade e a Copel – única estatal controlada por ente estadual.

da pesquisa, o foco são as práticas governança das empresas estatais do DF, no período indicado. As empresas estatais participam de uma rede de contratos e outras instituições, englobando desde estatutos sociais que definem sua organização e objetivos, até a rede de relações existentes com os *stakeholders* afetados por suas atividades. A rede de contratos celebrados com *stakeholders* se reveste do interesse público sob a ótica da AJPE⁷⁸, uma vez que favorecem ou bloqueiam (total ou parcialmente) a efetividade dos direitos fundamentais relacionados aos objetivos das empresas estatais.

No DF, direitos fundamentais ao saneamento, transporte, acesso à energia elétrica e a alimentos pressupõem a atuação direta das empresas estatais. Poderia ser pesquisado, por exemplo, como a Caesb promove o acesso à água potável e saneamento em comparação a outras empresas públicas e privadas, ou se o Metro-DF efetivamente favorece o transporte público da população do Distrito Federal que mais precisa do serviço para chegar rapidamente ao local de trabalho no plano piloto. Contudo, tais pesquisas exigem a transparência e a credibilidade das informações prestadas pelas empresas ao público, além de estrutura de pesos e contrapesos no âmbito da companhia que dificultem o desvio da orientação dos negócios em prol de interesses particulares. Portanto, sob a ótica da AJPE, a governança corporativa pode ser percebida como um instrumento para que seus administradores prestem contas e promovam a transparência sobre como contribuem para a efetivação dos direitos que justificaram a criação da empresa, conforme discutido na seção 2.4, acima.

Como se sabe, o Estatuto das Estatais densificou os deveres a serem observados pelos gestores das estatais, estabelecendo assim meios pelos quais a empresa pode ser fiscalizada com maior eficácia (FRAZÃO, 2018)⁷⁹. Pode-se considerar que, na prática, isto se correlaciona com o direito dos cidadãos do DF, enquanto acionistas últimos da empresa estatal, de exigir o cumprimento das práticas de governança incorporadas ao Estatuto para que possam ser informados sobre os objetivos da empresa e como (e se) são alcançados. Assim, sob a perspectiva da AJPE, é possível perceber que a governança corporativa das empresas estatais é, a um só tempo, um instrumento para a promoção dos direitos fundamentais e um direito dos

⁷⁸ Segundo a AJPE, o interesse público não é definido a priori, mas varia de acordo com o contexto, e gravita em torno de esforços empreendidos no sentido de tornar efetivos os direitos fundamentais e os direitos humanos. É o que está destacado em Castro e Ferreira (2018, p. 121, nota 107): “a AJPE propõe que a construção do significado de ‘interesse público’, no campo do direito, passe a gravitar em torno de esforços empreendidos no sentido de tornar efetivos os direitos fundamentais e os direitos humanos”.

⁷⁹ No primeiro semestre de 2020 o Tribunal de Contas do Distrito Federal publicou decisões com a avaliação do cumprimento da Lei nº 13.303/2016 na Caesb (Decisão 2.093/2020), Terracap (Decisão 1.535/2020) e CEB (Decisão 2.094/2020), expedindo determinações aos administradores das empresas. Essas decisões serão abordadas nas análises específicas de cada companhia.

cidadãos-acionistas tendo por objeto o acesso à prestação de contas a que estão obrigados os administradores.

A AJPE encoraja a abertura interdisciplinar do estudo do Direito no trato de questões economicamente relevantes, em diálogo com contribuições conceituais e metodológicas de disciplinas como a Economia, Antropologia Econômica, Ciência Política, Sociologia Econômica, dentre outras (CASTRO e FERREIRA, 2018). À presente pesquisa se mostrou útil a liberdade para dialogar com outras disciplinas, particularmente as Ciências Contábeis e a Administração. As teorias de governança corporativa foram desenvolvidas na Administração, a exemplo da obra de Edward Freeman (1983) sobre os *stakeholders*, cujo título pode ser traduzido como “Gestão Estratégica”. As noções de Ciências Contábeis permitem compreender as demonstrações financeiras e suas notas explicativas, bem como o relatório de auditores independentes – documentos exigidos no art. 7º da Lei nº 13.303/2016.

A interdisciplinaridade contribui ainda para o enfoque empírico da AJPE sobre a promoção da efetividade de direitos fundamentais e sociais. Cabe destacar, no entanto, que essa interdisciplinaridade não se assemelha à que caracteriza as pesquisas de “*Law and Finance*” (L&F), a exemplo do estudo de La Porta et. al (1998). De fato, na literatura de L&F, há interesse em demonstrar, mediante mensurações estatísticas, possíveis correlações que possam ser consideradas descritivas de padrões de governança convergentes com um modelo institucional neoliberal.⁸⁰ A AJPE, assim como o chamado “Novo Direito e Desenvolvimento (ND & D)”, rejeita as concepções de desenvolvimento linear e institucionalmente homogeneizante, proposta pelo “*Law and Finance*” (CASTRO e FERREIRA, 2018). A AJPE e o ND&D focam o contexto institucional e a experimentação no âmbito de reformas de políticas públicas (CASTRO e FERREIRA, 2018, p. 27), de modo que a interdisciplinaridade não significa impor uma visão de mundo com base em conceitos aprioristicamente construídos, mas exige compreender o contexto social e histórico das instituições e suas implicações – algo alinhado à definição de governança corporativa utilizada na pesquisa.

Ante o exposto, depreende-se que a opção pela utilização da AJPE decorre das ideias e características da metodologia, como a concepção de interesse público, a interdisciplinaridade e o enfoque empírico, que permite ao pesquisador analisar concretamente a fruição de direitos

⁸⁰ O termo “neoliberal” é tomado aqui com a acepção indicada por Quinn Slobodian, que enfatiza o aspecto institucional e jurídico das concepções debatidas e defendidas por um movimento de ideias surgido com diferentes matizes no início do século XX. Conforme Slobodian (2018 p. 6), “o verdadeiro foco das propostas neoliberais não é o mercado em si mesmo, e sim o redesenho de Estados, leis e outras instituições para proteger mercados” – tradução livre.

humanos e fundamentais⁸¹. Tais ideias e características metodológicas são adequadas à análise da governança corporativa de empresas estatais, pois: i) a governança corporativa é dinâmica, e suas práticas dependem do contexto em que a firma atua (GILSON, 2016), o que demanda um enfoque empírico para compreender cada empresa; ii) a interdisciplinaridade permite trazer conceitos de outras ciências à pesquisa jurídica; e iii) o interesse público perseguido pela empresa estatal pode coincidir com um direito fundamental (e.g., direitos ao saneamento, abastecimento, transporte) ou, ainda que não coincida, é um direito dos cidadãos-acionistas ter acesso às informações da companhia e à prestação de contas dos administradores.

4.2. METODOLOGIA DA AJPE.

A metodologia da perspectiva da AJPE abrange duas estratégias principais de pesquisa, a “Análise de Portfólio” e a “Análise Posicional”. A primeira olha para as relações contratuais que afetam a fruição de direitos objeto de estudo, formando sobretudo uma “arquitetura contratual” (possivelmente complementada por “pactos sociais”). O foco são os contratos economicamente relevantes, que contêm as cláusulas (ideais-típicas) de utilidade e de conteúdos monetários, referindo-se, respectivamente, a utilidades da economia real e a obrigações da economia monetária. Dessa forma, ao adotar a AJPE, a “Análise de Portfólio” permitirá avaliar as consequências sociais e econômicas das estruturas contratuais e a transmissão de valores entre elas, em especial aquelas que podem obstar a melhora do bem-estar de certos indivíduos ou grupos na economia real (CASTRO e FERREIRA, 2018).

A presente pesquisa adotou a estratégia da “Análise Posicional” da AJPE. Por meio dela, foi analisada a fruição de um direito subjetivo em um contexto empírico objetivamente determinado. A “posição” decorre de ações institucionais e sociais onde o direito se concretiza na prática ou, ao contrário, tem a fruição obstaculizada, total ou parcialmente (CASTRO e FERREIRA, 2018). Assim, é possível avaliar, por exemplo, como o direito de acesso à informação por meio da internet é exercido, focalizando alguns elementos aferíveis que compõem a sua efetividade no contexto brasileiro⁸². Em um outro exemplo, aplicando a AJPE,

⁸¹ A introdução à AJPE não pretendeu esgotar seu conteúdo, que pode ser aprofundado em artigos publicados por Castro (2009, 2014) e posteriormente aprofundada no livro organizado por Castro e Ferreira (2018) onde os autores descrevem a AJPE, situando-a em entre as linhas de pesquisa que avaliam a interação entre Economia e Direito. O livro também traz artigos de autores que utilizaram a AJPE em suas próprias pesquisas, o que mostra a possibilidade de ser utilizada para avaliar a regulamentação trabalhista, telecomunicações, microcrédito entre outros objetos de estudo.

⁸² Tema da dissertação de Daniele Kleiner Fontes, com o título “Universalização da internet banda larga no Brasil: o plano nacional de banda larga sob a perspectiva da Análise Jurídica da Política Econômica – AJPE”. Disponível

torna-se possível mostrar como a política pública de microcrédito produtivo no Brasil afeta a superação da pobreza⁸³. A “Análise Posicional” é decomposta nas seguintes etapas analíticas:

- a) Identificação da política pública percebida como relevante para a concretização de um direito e capaz gerar controvérsias no debate público;
- b) Especificação do direito subjetivo correlato à referida política pública;
- c) Decomposição analítica de elementos relacionais reconhecíveis como pressupostos institucionais da efetividade do direito especificado;
- d) Mensuração da fruição do direito especificado, relativamente aos componentes relacionais indicados, em uma situação empírica circunscrita;
- e) Definição quantitativa de um Padrão de Validação Jurídica (PVJ); e
- f) Elaboração de propostas de reformas de políticas públicas mutuamente complementares.

Alguns comentários sobre as especificidades de tais passos analíticos, no caso do presente trabalho – que versa sobre a governança das empresas estatais do Distrito Federal – serão oferecidos a seguir.

- **Ref. “a” (Identificação da Política Pública)** – A política pública escolhida, no caso da presente pesquisa, foi o conjunto das práticas de governança corporativa em empresas estatais do DF, decorrentes de instrumentos legais, em especial a Lei nº 13.303/2016 (Estatuto das Estatais) e o Decreto distrital nº 37.967/2017. Embora haja a percepção de que o Estatuto das Estatais represente um ganho para a sociedade ao alinhar as práticas e estruturas de governança corporativa das empresas estatais brasileiras às melhores práticas internacionais (FONTES-FILHO, 2018), há autores que defendem a não aplicação da governança privada às estatais por lhes faltar a orientação ao lucro, característica exclusiva da relação agente-principal (WARDE JÚNIOR, 2017). A seção anterior demonstrou que, mesmo na abordagem da teoria da agência, os conflitos são ainda mais amplos nas empresas estatais por envolverem mais *stakeholders*, de modo que as políticas de governança podem dar transparência aos conflitos de interesse nos casos concretos.
- **Ref. “b” (Especificação do Direito Subjetivo)** – Este passo analítico define quais direitos estão envolvidos na política pública. Optou-se pela referência ao “*direito à*

em <https://www.repositorio.unb.br/handle/10482/16750>, acessado em 1º.08.2021. Ver também Castro e Ferreira (2018, p. 149-169).

⁸³ Trabalho de dissertação de Albério Júnio Rodrigues de Lima sobre efetividade do programa microempreendedor individual. Disponível em: <https://repositorio.unb.br/handle/10482/15853>, acessado em 1º.08.2021. Ver também Castro e Ferreira (2018, p. 171-194).

propriedade informada” sobre as empresas estatais do Distrito Federal, termo que remete às Diretrizes da OCDE (2015), as quais preveem que a justificativa para a criação de uma empresa estatal pressupõe que “*os membros da sociedade em que o governo exerce os direitos de propriedade são os proprietários finais das empresas estatais*”. Ou seja, nos termos do que a OCDE concebe e prescreve, os cidadãos são os proprietários finais das empresas, ao passo que o governo eleito exerce, de fato e apenas temporariamente, o controle acionário por meio das assembleias gerais com poderes para indicar administradores e avaliar o desempenho da companhia. Segundo as Diretrizes da OCDE (2015), a separação entre cidadãos e governo implica que aqueles que exercem a propriedade acionária:

“têm obrigações junto ao público, que não diferem dos deveres fiduciários de um conselho perante os acionistas, e devem atuar como curadores do interesse público. Elevados padrões de transparência e responsabilidade são necessários para permitir que o público se convença de que o Estado exerce suas atribuições em prol do interesse público.”

O termo “*propriedade informada*” busca enfatizar a transparência ativa exigida de todas as empresas estatais a partir da Lei nº 13.303/2016, uma exigência que já se fazia presente relativamente às sociedades de economia mista com base na Lei das S.A. Principalmente em decorrência do art. 8º da Lei nº 13.303/2016, impõe-se que as empresas estatais promovam a constante atualização das informações e dos documentos que serão divulgados, a fim de que qualquer interessado possa acessá-los (CARDOSO, 2016). Assim, são exigidas a publicação da carta anual de governança corporativa e demonstrações financeiras, além da divulgação de políticas exigidas de empresas listadas na bolsa, como a política de divulgação de informações relevantes, política de distribuição de dividendos e a política de transação com partes relacionadas (IBGC, 2015b)⁸⁴.

Nas empresas listadas em bolsa é exigido que seus *websites* contenham uma área de relações com investidores, destinada aos atuais e potenciais acionistas da companhia⁸⁵. Tais informações permitem aos investidores decidir sobre a compra, venda ou manutenção de posições acionárias a partir de dados disponibilizados para todos os interessados de forma simultânea⁸⁶. Assim, as informações fornecidas ao público pelas companhias permitem a sua compreensão a fim de orientar decisões de investimento. Fazendo um paralelo com as empresas estatais, a transparência ativa também poderia viabilizar a avaliação de desempenho, não apenas dos resultados financeiros, mas relativamente à entrega de bens e serviços à sociedade com base na finalidade para a qual foi criada.

Com base no que vai acima, a fruição do “direito à propriedade informada” dos cidadãos perante as empresas estatais do Distrito Federal será avaliada empiricamente a partir do

⁸⁴ A instrução CVM nº 586, de 2017, determinou que todas as companhias abertas devem divulgar informações sobre a aplicação das práticas de governança corporativa previstas no Código Brasileiro de Governança Corporativa, publicado pelo IBGC. Ao decidir não aplicar qualquer princípio ou prática recomendada, as companhias devem explicar os motivos dessa decisão (abordagem “pratique ou explique”).

⁸⁵ O instituto brasileiro de relações com investidores (IBRI) promove guias, cursos e certificações para profissionais que atuam na área de relações com investidores: <http://www.ibri.com.br/>.

⁸⁶ IBRI, Guia de relações com investidores http://www.ibri.com.br/Upload/Conteudo/Guia_de_RI.pdf

cumprimento de requisitos legais e boas práticas de transparência, a fim de permitir uma aferição sobre os ganhos que a empresa dá a sociedade. A próxima etapa da análise posicional da AJPE dará mais concretude ao direito subjetivo ora analisado.

- **Ref. “c” (Decomposição Analítica)** – Nesta etapa, a decomposição analítica busca identificar os componentes relacionais que toma a forma das redes contratuais e pactos sociais⁸⁷ para efetivar o direito subjetivo estudado.⁸⁸ Ou seja, a partir do direito subjetivo, destacam-se os conteúdos atrelados à fruição empírica desse direito (CASTRO e FERREIRA, 2018, p. 31). Esses conteúdos serão a base para o passo posterior da “quantificação”.⁸⁹ O “*direito à propriedade informada*” sobre as estatais do DF foi decomposto em cinco blocos, a saber:
 - Objetivos da empresa e *stakeholders*.
 - Estrutura de governança da empresa.
 - Administradores da empresa.
 - Divulgações financeiras.
 - Controles internos e gestão de riscos.

Esses cinco blocos são conjuntos de informações que formarão as cinco variáveis do índice de fruição empírica (IFE). Os cinco blocos e suas fontes serão detalhados nos parágrafos a seguir. Ademais, a fim de auxiliar a compreensão das tabelas nos Anexos II e III, para cada bloco foi adotada uma notação, entre parênteses a seguir, a fim de identificar o bloco.

Objetivos da empresa e *stakeholders* (O). O primeiro bloco cobre informações que permitem identificar o interesse social correspondente ao fundamento que tenha formalmente justificado a criação da empresa e quem são as pessoas afetadas por suas atividades. A Carta Anual de governança corporativa, exigida no art. 8º, inciso ‘I’⁹⁰, da Lei nº 13.303/2016, é o principal documento que sintetiza os objetivos da empresa e

⁸⁷ Conforme assinalam Castro e Ferreira (2018, p. 30), os agregados contratuais são “complementado[s] tipicamente por pactos sociais, que articulam compromissos dos governos em implantar certas agendas de reforma de políticas públicas.” Nesse sentido, prossegue o autor (idem, ibidem): “Nas democracias, os pactos sociais expressam diversos aspectos do interesse público, articulam a confiança política e são, com frequência, um ingrediente da cooperação social genericamente considerada.”

⁸⁸ Para construção de indicadores relativos à efetividade de direitos subjetivos, a AJPE segue o entendimento -- presente na sociologia estatística e em especial nos trabalhos de Alain Desrosières -- de que qualquer mensuração depende de convenções de comparabilidade, implicando na formação de juízos com dimensão normativa. Nesse sentido, Castro e Ferreira (2018, p. 31, n. 18), citando Desrosières, esclarece: “[C]onforme lembra Desrosières (...), as decisões sobre a comparabilidade estão no limiar entre o descritivo (conhecimento) e o prescritivo (justiça).”

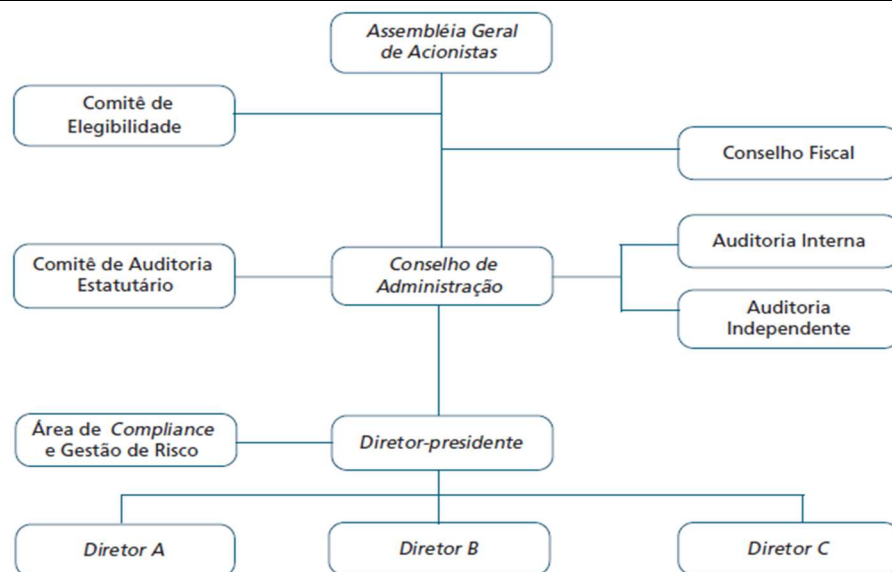
⁸⁹ Para uma discussão filosoficamente aprofundada sobre como entender a quantificação e sua relevância para a análise jurídica, em conexão com o projeto da AJPE, ver Castro (2019).

⁹⁰ “Art. 8º As empresas públicas e as sociedades de economia mista deverão observar, no mínimo, os seguintes requisitos de transparência: I - elaboração de carta anual, subscrita pelos membros do Conselho de Administração, com a explicitação dos compromissos de consecução de objetivos de políticas públicas pela empresa pública, pela sociedade de economia mista e por suas subsidiárias, em atendimento ao interesse coletivo ou ao imperativo de segurança nacional que justificou a autorização para suas respectivas criações, com definição clara dos recursos a serem empregados para esse fim, bem como dos impactos econômico-financeiros da consecução desses objetivos, mensuráveis por meio de indicadores objetivos;”

ênfatiza os impactos econômico-financeiros decorrentes do cumprimento desses objetivos⁹¹. No geral, as Cartas Anuais de governança publicadas pelas estatais do DF indicam quem são os usuários dos serviços que prestam e também discorrem sobre os resultados de suas atividades. Adicionalmente, para abranger outros *stakeholders*, esse primeiro bloco contempla as informações sobre licitações e os relatórios integrados ou de sustentabilidade, ambos exigidos pelo Estatuto das Estatais e que, respectivamente, retratam relações com fornecedores e cidadãos em geral sob uma perspectiva socioambiental.

Estrutura de governança da empresa (G). O foco desse bloco é a previsão estatutária sobre os órgãos de governança (i.e., conselho de administração, conselho fiscal e diretoria) e os comitês que lhes assessoram, sendo exigida, para as empresas de maior porte, a existência e atuação do comitê de auditoria estatutário e do comitê de elegibilidade. A estrutura da governança permite que os questionamentos aos gestores sejam postos e que os freios e contrapesos existam para que as respostas reflitam o que há de melhor para a criação de valor no longo prazo (MONKS, 2003). Dessa forma, tal estrutura de governança favorece a prestação de contas pelos administradores e a credibilidade das informações divulgadas. A figura a seguir ilustra a estrutura mínima de governança para uma estatal com receita operacional bruta superior a R\$ 90 milhões:

GRÁFICO 3: Estrutura de governança em empresas estatais de grande porte



Fonte: Silva (2019)

⁹¹ O sexto capítulo das Diretrizes da OCDE (2015) trata da divulgação e transparência. A primeira diretriz orienta as empresas a relatarem informações materiais financeiras e não financeiras, em conformidade com padrões de qualidade internacionalmente reconhecidos. A Diretriz lista as informações a serem divulgadas, dentre as quais se incluem: 1) uma declaração clara ao público sobre os objetivos da empresa e o seu cumprimento; 2) resultados financeiros e operacionais; 3) a estrutura de governança; 4) remuneração de administradores; 5) qualificação dos administradores e processo de seleção; 6) transações com partes relacionadas, dentre outras.

Administradores da empresa (A). Conforme destacado no capítulo anterior, um “conflito de agência” pode ocorrer nas empresas estatais quando as pessoas responsáveis por sua gestão perseguem interesses divergentes daqueles da sociedade e que justificam a existência da empresa. A fim de contornar esse problema, a Lei nº 13.303/16 estimula a composição técnica dos órgãos de administração, seguindo a premissa de que a politização na definição dos objetivos e indicação dos dirigentes é prejudicial a que a estatal alcance bons os resultados (FONTES-FILHO, 2019). Logo, o bloco pretende identificar quem são os administradores e os conselheiros fiscais, com as respectivas qualificações a partir de currículos resumidos (quando há transparência sobre essa informação). Adicionalmente, contemplam-se as remunerações dos cargos a fim de compará-los com padrões de mercado e de estatais federais. Na decomposição do “*Direito à propriedade informada*”, esse é o bloco mais próximo da teoria da agência, onde se avalia empiricamente a presença de informações para que a sociedade-principal conheça os administradores-agentes e seus os incentivos remuneratórios.

Divulgações financeiras (F). Este bloco reúne informações sobre a transparência da empresa estatal na divulgação de demonstrações financeiras, de acordo com avaliação que segue as normas da CVM, e abrange a confiabilidade das demonstrações a partir de pareceres de auditoria independente⁹². Essas informações permitem que sejam avaliadas a sustentabilidade financeira das empresas e a destinação de seus lucros ao Estado na forma de dividendos. Nas estatais dependentes, as informações contábeis dão transparência às despesas da estatal a fim de embasar a necessidade de aportes do erário público. As demonstrações também são instrumentos que fomentam a prestação de contas e a responsabilização (*accountability*). Trata-se, portanto, de uma decomposição do “*Direito à propriedade informada*” onde se enfatiza como os recursos públicos alocados na empresa são geridos e se é possível confiar nos relatórios financeiros prestadas pelos administradores.

Controles internos e gestão de riscos (R)⁹³. Um dos pilares do Estatuto das Estais consiste na definição de regras mínimas para estruturas e práticas de gestão de riscos e controle interno (CARDOSO, 2016; FONTES-FILHO, 2017). Essas estruturas não se prestam apenas a prevenir práticas de corrupção, pois o objetivo de uma área de controle interno é mais abrangente, inclusive para auxiliar a administração a cumprir os objetivos da entidade por meio da avaliação de processos, sistemas e controles. Já a gestão de riscos incorpora práticas que se iniciaram em empresas privadas e vêm se consolidando em entidades públicas a partir do *Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission* (COSO), que envolve desde ações da alta administração para

⁹² Conforme exigido no art. 7º da Lei nº 13.303/16: *Art. 7º Aplicam-se a todas as empresas públicas, as sociedades de economia mista de capital fechado e as suas subsidiárias 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.*

⁹³ Ressalta-se, quanto a este bloco de informações, que uma limitação da pesquisa decorreu da impossibilidade de avaliar a prática cotidiana das empresas sobre controles internos e gestão de riscos, pois tal avaliação dependeria do recebimento de documentos com informações levadas aos administradores, existência de treinamentos sobre o Código de Conduta e Integridade, número de processos com mapeamento de riscos, dentre outros. O máximo que se alcançou foi identificar, nas atas do Conselho de Administração (quando publicadas) se há algum reporte da auditoria interna. Também se buscou identificar nos estatutos a previsão de áreas responsáveis por auditoria interna, gestão de riscos e controles internos, além da divulgação das políticas citadas acima.

promover um ambiente de gestão de riscos, passando por atividades de avaliação e controle dos riscos, além do monitoramento⁹⁴. Portanto, o bloco avaliará a existência de áreas responsáveis por controles e gestão de riscos, além da publicação de políticas exigidas na Lei nº 13.303/2016 para mitigar eventos danosos à empresa, como o código de Conduta e Integridade⁹⁵, Política de Transações com Partes Relacionadas⁹⁶ e a Política de Divulgação de Informações Relevantes⁹⁷.

Ref. “d” (Mensuração e a elaboração do IFE) – A AJPE utiliza indicadores para mensurar os elementos da fruição empírica identificados na etapa anterior da Análise Posicional, em que foi descrita a decomposição do direito subjetivo analisado. O objetivo da mensuração é produzir índices quantitativos que possam dar precisão à experiências empíricas, além de facilitar o diálogo com outras disciplinas (CASTRO e FERREIRA, 2018, p. 128). Na AJPE, o indicador quantitativo recebe a nomenclatura de Índice de Fruição Empírica (IFE) e é possível que o pesquisador atribua pesos diferentes a cada item da decomposição analítica para enfatizar determinado conteúdo do direito avaliado⁹⁸. Na presente pesquisa foi construído um IFE para medir a governança corporativa de cada estatal abrangida na pesquisa⁹⁹, com o enfoque na transparência, sem atribuir pesos distintos aos seus componentes. A próxima seção se dedicará a explicar como foi construído o IFE utilizado na pesquisa a partir de indicadores de governança corporativa e códigos de boas práticas inicialmente destinados a sociedades de economia mista incluindo, depois da Lei nº 13.303/2016, outros índices criados para as empresas estatais federais.

⁹⁴ As práticas de gestão de riscos estão em constante revisão desde que foram publicadas em 1992. Em 2013 houve uma atualização que detalharam os componentes da gestão de riscos e trouxeram novos princípios. Há um sumário sobre o COSO de 2013 disponível em: <https://www.coso.org/documents/coso-erm-executive-summary-portuguese.pdf>, acessado em 08.08.2021.

⁹⁵ O Código de Conduta e Integridade tem por finalidade principal promover princípios éticos e refletir a identidade e a cultura organizacionais, fundamentado em responsabilidade, respeito, ética e considerações de ordem social e ambiental. A administração é responsável por zelar e dar o exemplo no cumprimento do Código (IBCG, 2015a).

⁹⁶ Parte relacionada é a pessoa ou a entidade que está relacionada com a entidade, abrangendo pessoas que tenham controle ou influência significativa, além de empresas que pertencem ao mesmo grupo econômico. É comum que existam partes relacionadas no curso dos negócios da entidade (Norma Contábil CPC 05 R1). O problema, e daí surge a necessidade de divulgação, existe quando a influência leva uma empresa a efetuar transações que normalmente não realizaria ou cobraria um preço maior para fazê-lo. O conselho de administração tem o dever de administrar e monitorar transações com potenciais conflitos de interesse (IBGC, 2015a), cabendo à política disciplinar as condições para sua realização.

⁹⁷ A Política de Informações Relevantes visa a evitar o uso de informações privilegiadas, prática que prejudica não só a integridade do mercado como também a organização envolvida e seus sócios (IBGC, 2015a). A Política também pode identificar os porta vozes autorizados a falar pela empresa com o objetivo de evitar conflitos internos ou manifestações sem clareza.

⁹⁸ Nesses casos, a fórmula do IFE se aproxima de uma média ponderada.

⁹⁹ Cabe o alerta de Broome e Quirk (2015) sobre a utilização de indicadores para construir padrões de comportamento. Esses padrões, sob a suposta alcunha de se mostrarem neutros ou técnicos, acabam exercendo poder de forma indireta, pressionando governos e sociedades que adotam um comportamento não-conforme a seguirem um modelo global – a exemplo da proposta de convergência internacional em torno da teoria dos acionistas, analisadas no capítulo anterior. Merry (2011) chega a afirmar que os indicadores são uma tecnologia política para reformar, controlar e gerir, uma prática do mundo corporativo que se expande a outros domínios da vida social. Portanto, os indicadores identificam comportamentos não-conformes e transferem ao avaliado a responsabilidade para se adequar ao comportamento padrão. Uma forma de evitar o mau uso de indicadores é dar transparência à sua formulação.

Ref. “e” (Elaboração do PVJ) – Na perspectiva da AJPE, o Padrão de Validação Jurídica (PVJ) mostra qual seria a maior fruição empírica do direito subjetivo analisado na pesquisa. Pode ser construído a partir de pesquisas participativas com as pessoas cujo direito é afetado, ou recomendações de padrões indicados em diplomas legais ou outros materiais técnicos e jurídicos, inclusive produzidos por organismos internacionais (CASTRO, 2014, p. 47). O IFE mensura a fruição do direito no caso concreto, ao passo que o PVJ indica qual seria a melhor forma possível dessa fruição ocorrer.

Na pesquisa houve a opção por recorrer aos requisitos da Lei nº 13.303/2016, acrescidos de recomendações de códigos de boas práticas aplicados às empresas estatais, tanto internacionais, como as Diretrizes da OCDE (2015), e nacionais desenvolvidos pela B3, IBGC e SEST. A partir dessas publicações, o PVJ mostra qual seria a melhor prática de governança possível para as empresas estatais do Distrito Federal. Conforme será demonstrado na próxima seção, a governança “ideal” observa o tamanho da empresa e o fato de ser dependente ou não do orçamento local.

Ref. “f” (Recomendação de reformas) – A discrepância entre o IFE e o PVJ revela um “déficit” na fruição do direito, o que permite ao jurista pesquisador propor reformas na política pública relevante (identificada no primeiro passo da AJPE) visando assegurar a efetividade do direito subjetivo objeto da análise (CASTRO e FERREIRA, 2018). A seção com os resultados da pesquisa apresenta a divergência entre o IFE e o PVJ quando considerada a governança corporativa sob o enfoque da transparência a fim de, na conclusão do capítulo, trazer as recomendações de política pública.

4.3. UTILIZAÇÃO DO ÍNDICE DE FRUIÇÃO EMPÍRICA (IFE) E DO PADRÃO DE VALIDAÇÃO JURÍDICA (PVJ) PARA AVALIAR A GOVERNANÇA CORPORATIVA.

Conforme ressaltado acima, na metodologia da AJPE, o IFE é um indicador quantitativo para avaliar a fruição empírica de um direito. Utiliza-se o indicador para mensurar a qualidade da governança corporativa das empresas estatais do Distrito Federal, com enfoque sobre os componentes do “*direito à propriedade informada*”. O PVJ, por sua vez, representa a melhor fruição empírica do direito analisado, ou seja, na pesquisa, retrata quais seriam as melhores práticas governança corporativa aplicáveis à empresa avaliada.

O Anexo II apresenta o IFE usado para mensurar a governança corporativa. Para fins de organização das informações, foram adotadas as notações a seguir a partir das variáveis que compõem o “*direito à propriedade informada*”: i) objetivos da empresa e *stakeholders* (notação O); ii) estrutura de governança notação G); iii) administradores (notação A); iv) divulgações financeiras (notação F); e v) controles internos e gestão de riscos (notação R). Em seguida, as

variáveis foram decompostas em requisitos específicos de governança, a serem verificados empiricamente, a exemplo dos itens que compõem a avaliação da variável “estrutura de governança (G)”:

TABELA 2: Exemplo variável governança (G) do IFE

Variável	Código	Detalhamento dos componentes das variáveis do IFE	Referência	Exigível das estatais de menor porte
G	G1	A empresa tem um Conselho de Administração com 7 a 11 membros?	Lei nº 13.303/2016, art. 13, I	Parcialmente, mínimo 3 membros
G	G2	A empresa tem pelo menos 3 diretores?	Lei nº 13.303/2016, art. 13, II	Parcialmente, mínimo 2 membros
G	G3	A empresa tem um Conselho Fiscal?	Lei nº 13.303/2016, art. 13, II	Sim
G	G4	A empresa tem um Comitê de Elegibilidade Estatutário?	Lei nº 13.303/2016, arts. 10 e 6.	Não
G	G5	A empresa tem um Comitê de Auditoria Estatutário?	Lei nº 13.303/2016, arts. 6º e 9º. B3 Programa destaque governança Diretrizes OCDE	Não

Fonte: elaboração própria

As 5 variáveis que formam o IFE foram detalhadas em 45 requisitos de governança, identificados na coluna “códigos” do Anexo II. Alguns requisitos, como a divulgação de atas dos órgãos colegiados (item G7 no Anexo II), permitem uma pontuação maior ao retratar quantos colegiados da empresa estatal divulgam suas atas (e.g., se o Conselho de Administração, Conselho Fiscal e Diretoria divulgarem as atas de suas reuniões, a pontuação será 3 nesse quesito). Conseqüentemente, o resultado do IFE será a soma das pontuações nas cinco variáveis, sendo alcançável no máximo 52 pontos¹⁰⁰. A fórmula do IFE, com as cinco variáveis, é a seguinte:

$$IFE = O + G + A + F + R \quad (1)$$

¹⁰⁰ Nos Anexos II e III constam, respectivamente, os requisitos de governança que compõem o IFE e a análise das empresas estatais do DF. É possível perceber que a maioria dos 45 requisitos foi pontuada como cumprida (1 ponto) ou não cumprida (pontuação 0). Contudo, o requisito G7 é pontuado de acordo com a divulgação de atas dos seis colegiados a que se refere o Gráfico 3 (i.e., Assembleia Geral, Comitê de Auditoria, Comitê de Elegibilidade, Conselho Fiscal, Conselho de Administração e Diretoria), além da ata de pelo menos um dos comitês adicionais a que se refere o item G6. Dessa forma, no item G7 seriam alcançáveis 7 pontos. Há, ainda a previsão de bonificação no item A1 caso a empresa tenha 30% de membros independente no Conselho de Administração. Logo, a pontuação máxima no IFE seria 52 pontos. Contudo, existem requisitos específicos para as empresas dependentes e não dependentes do erário local, além de a bonificação do item A1 ser apenas um adicional ao requisito legal de 25% de membros independentes no Conselho de Administração. Conseqüentemente, o PVJ, explicado adiante, foi construído a fim de refletir os requisitos ideais de governança corporativa que seriam aplicáveis a cada empresa.

Cabe destacar a opção metodológica por amparar cada requisito de governança em exigências da Lei nº 13.303/2016 ou em pelo menos duas referências de boas práticas, opção para robustecer o IFE – coluna “*referências*” da Tabela 2. A coluna “*exigível das estatais de menor porte*”, por sua vez, decorre da dispensa de alguns requisitos de governança corporativa às estatais com receita operacional bruta inferior a R\$ 90 milhões, desde que regulamentado em ato do Poder Executivo do ente federativo controlador (art. 1º, §1º, da Lei nº 13.303/2016). No Distrito Federal, o regulamento é o Decreto distrital nº 37.967/2019, o qual diminui a quantidade de órgãos e cargos exigidos das estatais de menor porte¹⁰¹.

Ocorre que, ao mensurar da qualidade da governança das estatais do Distrito Federal, houve a necessidade de considerar as peculiaridades referentes a alguns tipos de empresa – ou seja, os 52 pontos máximos do IFE não se mostram adequados à realidade de todas as empresas. Não se espera, por exemplo, que uma empresa pequena, como a Centrais de Abastecimento do DF (Ceasa), tenha a mesma estrutura de governança que o Banco de Brasília (BRB), até porque o Decreto distrital nº 37.967/2019 dispensa algumas estruturas àquela. Alguns dos itens do IFE se aplicam exclusivamente à estatais não dependentes do erário local, como a política de distribuição de dividendos¹⁰² e a remuneração variável atrelada ao cumprimento de metas¹⁰³ (respectivamente, requisitos A10 e F5 no Anexo II). No caso das estatais dependentes, o item que lhes foi atribuído como exclusivo é a transparência sobre as subvenções recebidas do ente controlador (requisito F6, no Anexo II), uma vez que a dependência se caracteriza pelo recebimento de recursos do Estado para despesas correntes e de capital, aporte que não necessariamente ocorrerá nas estatais não dependentes

¹⁰¹ O Parecer Jurídico SEI-GDF n.º 711/2018/2018 - PGDF/GAB/PRCON, elaborado pela Procuradoria-Geral do Distrito Federal, resume as disposições facultativas às estatais de menor porte nos seguintes itens: “*aplicação aos Conselheiros de Administração das vedações previstas no I, do §2º, art. 17 daquela Lei 13.303/2016; prazos de mandato e limites de reeleição dos conselheiros fiscais e de administração e dos diretores, previstos no artigo 13 da Lei n. 13.303/2016; adoção do Comitê de Elegibilidade, nos termos do artigo 10 da Lei n. 13.303/2016; e adoção do Comitê de Auditoria, nos termos do artigo nos termos do artigo 9º, III da Lei n. 13.303/2016. Ressalte-se que tais medidas são lícitas e representam boas práticas, mas não são obrigatórias*”

¹⁰² O art. 8º, inciso V, da Lei nº 13.303/2016 exige que todas as estatais divulguem a política de distribuição de dividendos. No entanto, o art. 201 e 2020 da Lei das S.A. deixa claro que os dividendos decorrem da obtenção do lucro. As estatais dependentes não geram lucro suficiente sequer para arcarem com suas despesas correntes ou de capital – daí a necessidade de aporte de recursos do erário -, o que dirá distribuírem dividendos aos acionistas. Logo, é inócua exigir uma política de dividendos para estatais dependentes.

¹⁰³ A remuneração vinculada ao atingimento de metas é uma estratégia para alinhar os interesses dos administradores ao dos acionistas, sendo mais comum os bônus na forma de ações (KRAAKMAN et. al., 2017). Segundo o código de melhores práticas do IBGC (2015a), a remuneração da diretoria deve ser vinculada a metas de curto e longo prazo, com o cuidado de evitar metas imediatas de curto prazo ou inatingíveis no longo termo. O motivo de não se exigir a remuneração variável de empresas distritais dependentes é que seus valores são fixadas em Decretos locais, como de número 28.113/2007.

As particularidades das empresas estatais do DF com relação ao porte e à dependência do erário local obstam a exigência de requisitos comuns de governança corporativa à todas as empresas (e.g., comparação entre BRB e Ceasa citada acima). É viável, contudo, aferir o quão distante cada empresa se encontra em relação à melhor governança possível, consideradas as particularidades citadas. Ou seja, com base na metodologia da AJPE, avalia-se o quão distante o IFE se apresenta em relação ao PVJ. Logo, o PVJ representa o ideal de fruição do direito em questão, neste caso, o “*direito à propriedade informada*”, e na pesquisa corresponde a uma projeção do IFE, refletindo a pontuação que a empresa receberia caso cumprisse todos os requisitos de governança corporativa que lhe são aplicáveis.

Consequentemente, a formulação do PVJ considerou duas características principais: i) receita operacional bruta, que poderia ser acima ou abaixo de R\$ 90 milhões; e ii) a empresa ser dependente ou não. Tais características determinariam quais requisitos formariam a governança ideal ao avaliar cada empresa, por exemplo, ao BRB se aplicaria um PVJ de 50 pontos, enquanto à Ceasa caberia o PVJ de 37 pontos por se tratar uma estatal não dependente e com menor porte. A coluna “*exigível das estatais de menor porte*”, do anexo II, lista todos os requisitos de governança que, na construção do PVJ, não se aplicam às empresas estatais distritais com faturamento abaixo de R\$ 90 milhões. A tabela a seguir apresenta as pontuações máximas (PVJ) atribuídas a partir das combinações entre o porte de empresa e a dependência do erário local, indicando, ainda, em quais grupos se encontram as onze empresas distritais pesquisadas.

TABELA 3: Padrão de Validação Jurídica

Grupos de empresas	PVJ	Empresas
Receita operacional bruta < 90 milhões e dependente	36	Novacap, Emater, Codeplan, TCB e Codhab
Receita operacional bruta < 90 milhões e não dependente	37	Ceasa
Receita operacional bruta > 90 milhões e dependente	49	Metrô
Receita operacional bruta > 90 milhões e não dependente	50	Caesb, CEB, BRB e Terracap

Fonte: elaboração própria

Resumidamente, o IFE mensura a governança corporativa no caso concreto, ao passo que o PVJ indica qual seria o melhor nível de governança de determinada empresa considerado

o seu porte e a relação de dependência orçamentária do GDF - observadas as quatro combinações para o PVJ apresentadas na Tabela 3. Com base nessas informações, o último passo da avaliação foi determinar como as práticas de governança corporativa existentes divergem da melhor situação possível, ou seja, a distância entre o IFE e o PVJ em cada caso¹⁰⁴. Para isso, optou-se por mensurar a relação percentual entre os dois quantitativos, uma vez que isso viabiliza a comparação entre as diferentes estatais distritais (i.e., foi possível, por exemplo, concluir que o BRB atingiu 98% da pontuação ideal, enquanto a Ceasa alcançou 49%), aplicando-se a Fórmula (2) abaixo:

$$\frac{IFE}{PVJ} \times 100 \quad (2)$$

A fórmula conclui a metodologia utilizada para a análise de governança das estatais do Distrito Federal, que pode ser sintetizada nos seguintes passos: i) mensuração do IFE de cada empresa a partir do preenchimento dos requisitos de governança corporativa (Anexo II); ii) identificação do PVJ aplicável à empresa, considerada a receita operacional bruta e a relação dependência do erário local (i.e., 36, 37, 49 ou 50 pontos); iii) aplicação da fórmula para identificar quantos por cento do melhor nível de governança foram alcançados.

4.4. EXECUÇÃO DA PESQUISA.

A metodologia de avaliação descrita na seção 4.3 foi aplicada a onze empresas estatais do Distrito Federal, dentre as quatorze previstas no Decreto distrital nº 39.610/2019, que dispõe sobre a organização administrativa do DF. Nesse sentido, foram analisadas as seguintes empresas:

- a) Companhia do Metropolitano do Distrito Federal - Metrô-DF;
- b) Companhia Imobiliária de Brasília - Terracap;
- c) Companhia de Planejamento do Distrito Federal - Codeplan;
- d) Companhia Urbanizadora da Nova Capital do Brasil - Novacap;
- e) Companhia de Desenvolvimento Habitacional do Distrito Federal - Codhab;

¹⁰⁴ Segundo análise posicional da AJPE, apresentada na seção 4.2, trata-se da discrepância entre o IFE e o PVJ, a qual revela o “déficit” na fruição do direito e traz elementos para recomendar a necessidade de reformas de políticas públicas.

- f) Empresa de Assistência Técnica e Extensão Rural do Distrito Federal - Emater-DF;
- g) Sociedade de Transportes Coletivos de Brasília - TCB.
- h) Banco de Brasília S/A - BRB;
- i) Companhia Energética de Brasília - CEB;
- j) Companhia de Saneamento Ambiental do Distrito Federal – Caesb;
- k) Centrais de Abastecimento do Distrito Federal S.A. – Ceasa; e

As três empresas excluídas da pesquisa são a “DF Gestão de Ativos S.A”, “SAB supermercados” e a “Proflora” – as duas últimas em processo de liquidação. A exclusão das empresas em liquidação (i.e., Proflora e SAB) decorre da intenção de descontinuidade operacional, pois nesses casos os administradores deixam de perseguir os objetivos que justificaram a criação das empresas para priorizarem a ultimação dos negócios antes de sua extinção¹⁰⁵. Optou-se por retirar a DF Gestão de Ativos S.A na fase de levantamento de informações para a pesquisa, quando foram coletadas as informações financeiras. Nas demonstrações contábeis de 2020, referentes ao exercício de 2019, constam notas explicativas em que os administradores externam a incerteza quanto à continuidade operacional. Ainda que não exista decisão firme pela descontinuidade da empresa, como no caso daquelas em liquidação, as informações preliminares obtidas mostram que a empresa não iniciou medidas para executar seu objeto social (i.e., securitização de dívidas), nem há certeza se irá fazê-lo. Conseqüentemente, assim como no caso das empresas em liquidação, seria possível avaliar a transparência com que são geridos os recursos aportados na empresa, mas sem extrair da propriedade informada dados sobre o cumprimento da função social da companhia.

As informações foram coletadas nos meses de junho, julho e agosto de 2021¹⁰⁶. Inicialmente, o pesquisador tentou obter informações por meio do sistema eletrônico de informações ao cidadão (eSIC-DF), solicitando por essa via os estatutos sociais vigentes no período entre 2015 e 2021, além do telefone e/ou e-mail das pessoas responsáveis pela governança corporativa. No entanto, apenas seis empresas disponibilizaram o contato para

¹⁰⁵ A Procuradoria-Geral do Distrito Federal, no Parecer Jurídico SEI-GDF n.º 921/2018/2018 - PGDF/GAB/PRCON, argumenta que “toda a estrutura pensada pela Lei n. 13.303/2016 é voltada para o exercício atual das atividades econômicas ou da prestação de serviços públicos, não se voltando em nenhum momento às empresas em liquidação”. Logo, ao analisar o caso concreto da SAB, o parecer conclui pela não aplicação da Lei das Estatais à empresa, mantidas as demais exigências legais comuns à administração pública.

¹⁰⁶ A pesquisa conferiu peso maior às práticas de governança corporativa implementadas até 2020, uma vez que os dados foram coletados no primeiro semestre de 2021 e muitos documentos publicados faziam referência ao exercício de 2020.

tratar de assuntos de governança, inviabilizando a submissão dos resultados tendo em vista o tratamento desigual que seria dado em relação àqueles que não o disponibilizaram.

Ressalta-se que a maior parte das informações foi buscada nos sites das empresas, complementando com informações do Portal de Transparência do GDF¹⁰⁷ e sistemas da CVM – a última no caso de companhias de maior porte. Observou-se que poucas estatais distritais mantêm páginas destinadas a relações com investidores ou contemplam as informações sobre governança em único local, tornando-se necessário vasculhar diversas páginas e buscar fontes adicionais. Em alguns casos houve a necessidade de novas solicitações no eSIC-DF¹⁰⁸, ferramenta que se mostrou a melhor forma para a obtenção de dados, especialmente os financeiros. Finalmente, foram consideradas análises do Tribunal de Contas do Distrito Federal (TCDF)¹⁰⁹ sobre a governança da Terracap, CEB e Caesb¹¹⁰

Após a coleta das informações foi elaborado um IFE para cada empresa distrital, marcando-se “sim” ou “não” caso fosse constatada a informação referente ao item. O critério para avaliar se o item foi preenchido ou não é a existência de previsão estatutária ou a disponibilidade da informação no site das empresas e em outras fontes, a depender de cada caso¹¹¹. Foi construída uma planilha para cada estatal onde constava o item, verificação sobre o seu cumprimento e informações que justificavam o atendimento do requisito de boa prática. Ao final, aplicou-se a metodologia descrita no item 4.3 a fim de comparar a nota final do IFE com o PVJ, dimensionando o déficit de governança.

Além das tabelas com IFE, foram registrados em apartado fatos qualitativos reportados nos documentos de governança que traziam informações sobre a atuação da empresa, como o processo de privatização da CEB-Distribuição, potenciais conflitos de interesse na composição do Conselho de Administração da Ceasa, desafios enfrentados pelas companhias de transporte diante da pandemia do coronavírus, dentre outros. Observou-se que, de fato, documentos de governança favorecem a divulgação de informações sobre a atuação da empresa, onde os

¹⁰⁷ O site é o <http://www.transparencia.df.gov.br/#/servidores/remuneracao>, acessado em 22 de agosto de 2021.

¹⁰⁸ Apenas em um caso não houve resposta pelo eSIC-DF, onde foram solicitados o estatuto social e as demonstrações financeiras à Codhab-DF, protocolo 00392.000143/2021-98, mas a empresa forneceu apenas o estatuto e solicitou mais prazo para enviar as informações completas – o que não ocorreu.

¹⁰⁹ Não obstante o TCDF ser um ator importante para induzir a adoção de práticas de governança nas empresas estatais distritais, fugiu ao escopo da dissertação avaliar detidamente as determinações exaradas aos administradores e como foram cumpridas. Logo, as decisões do TCDF são apresentadas em notas de rodapé na seção 4.5.1, pois, em grande medida, corroboram as análises do IFE.

¹¹⁰ Não foram localizadas avaliações do órgão de controle externo sobre outras empresas distritais

¹¹¹ Algumas estatais distritais de menor porte contemplaram estruturas de governança que lhe seriam facultativas, sendo o mais comum o assento obrigatório de representante dos empregados no Conselho de Administração. Nesses casos, assim como foi feito no trabalho de Silva e Nunes (2019), atribuiu-se a pontuação para o requisito atendido e, ao comparar com a governança ideal para aquele porte de empresa, representado pelo PVJ, pontuou-se a adoção das boas-práticas.

administradores podem detalhar desafios e o planejamento para superá-los. Adicionalmente, revelam fragilidades internas, como a reprovação de contas pelos Conselhos Ficais da Terracap ou a existência de conflitos de interesse na composição de Conselhos de Administração. A seção com os resultados individuais das estatais descreve as informações qualitativas identificadas.

4.5. RESULTADOS DA PESQUISA.

A presente seção detalha os resultados da pesquisa, os quais envolvem considerações sobre o agregado de empresas estatais do Distrito Federal e análises individuais sobre cada entidade. O Anexo III apresenta a avaliação individual de cada empresa a partir do preenchimento do IFE e, em seguida, compara esse índice com o PVJ a fim mostrar a distância, percentual, entre as duas medidas. O quadro abaixo, construído com base nas informações do Anexo III, resume os resultados da governança corporativa, sob o enfoque do “*Direito à propriedade informada*”, para as estatais do Distrito Federal:

TABELA 4: Resultados do IFE e PVJ

Empresa	IFE	PVJ	IFE/PVJ (%)
BRB	49	50	98%
CEB	40	50	80%
Terracap	39	50	78%
Caesb	34	50	68%
Metro-DF	40	49	82%
Ceasa-DF	18	37	49%
Novacap	28	36	78%
Emater	28	36	78%
Codeplan	27	36	75%
TCB	23	36	64%
Codhab	19	36	53%

Fonte: Elaboração própria.

4.5.1 RESULTADOS INDIVIDUAIS.

A seguir serão abordados os resultados individuais sobre a governança corporativa das onze empresas estatais avaliadas. O objetivo é apresentar o percentual do PVJ alcançado em cada caso, bem como destacar informações qualitativas específicas à cada empresa. Para isso,

adota-se como padrão a identificação da empresa, área de atuação, o objeto social segundo o relevante interesse coletivo que justificou a criação da estatal distrital¹¹², o resultado percentual da razão IFE/PVJ e as informações adicionais sobre a governança.

a) BRB – 98%

O Banco de Brasília S.A. tem por objeto o exercício de serviços e operações bancárias, bem como a faculdade de exercer atividades permitidas aos integrantes do Sistema Financeiro Nacional, a fim de promover o desenvolvimento socioeconômico do DF, da região Centro-Oeste e demais áreas de influência. O banco também atua como agente financeiro do Tesouro local¹¹³, sendo responsável por centralizar a arrecadação de tributos e pagamento de servidores (BRB, 2020). A carta anual de governança corporativa detalha como a instituição busca promover medidas com impacto socioeconômico, a exemplo das linhas de Microcrédito Produtivo Orientado, financiamentos ao agronegócio, indústrias e mercado imobiliário, além de prover cartões para programas sociais do governo local (e.g., bolsa alimentação creche e cartão material escolar).

A pesquisa demonstrou que o BRB é a empresa distrital com a melhor governança corporativa. Na análise, os únicos pontos não observados foram a ausência de informações sobre formação de preços ou fixação de tarifas – que pode ser justificado por sigilo comercial – e a não identificação de reportes de auditoria interna ao Conselho de Administração. Tais itens foram compensados pela existência de comitês além dos exigidos pelo Estatuto das Estatais e a bonificação por ter pelo menos 30% de membros independentes no Conselho de Administração. Uma das justificativas para a boa governança pode ser a regulação exercida pelo Banco Central, que exige a criação de comitês específicos (e.g., comitê de riscos e comitê de prevenção a ilícitos financeiros), além de o BRB ser uma empresa de capital aberto¹¹⁴ sujeita à supervisão da CVM.

¹¹² A Lei Orgânica do Distrito Federal, no art. 159, prevê que o poder público só atuará diretamente na atividade econômica para induzir o desenvolvimento socioeconômico do DF, realizar investimentos em caráter estratégico ou atender a relevante interesse coletivo. Trata-se de justificativas mais amplas do que o previsto no art. 173 da Constituição – imperativo de segurança nacional ou relevante interesse coletivo -, mas, para não entrar no mérito da constitucionalidade do dispositivo da Lei Orgânica, optou-se pela referência apenas ao relevante interesse coletivo.

¹¹³ Conforme o art. 144 da Lei Orgânica do Distrito Federal.

¹¹⁴ 3,15% das ações do BRB estão em livre circulação no mercado (BRB,2020). Em 09/09/2021 foi divulgado fato relevante sobre nova emissão de ações pelo BRB, acompanhado de pedido de adesão ao nível 1 de governança corporativa da B3 – nível anterior ao Novo Mercado. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/28b1fadd-4668-4139-b46a-81060b3badb1/8a38ed83-bcc5-7d5f-9a81-a7abc40c0801?origin=1>, último acesso em 11 de setembro de 2021.

Um fato que se destaca na carta de governança corporativa são os contratos de patrocínio do BRB. O art. 27, §3º, da Lei das Estatais permite a celebração de contratos de patrocínios com pessoas físicas ou jurídicas para promoção de atividades culturais, sociais, esportivas, educacionais e de inovação tecnológica, desde que comprovadamente vinculadas ao fortalecimento de sua marca. A carta de governança corporativa lista eventos e equipes esportivas patrocinadas pelo BRB, dentre elas as equipes profissionais de basquete e futebol do Flamengo, clube do Rio de Janeiro. A justificativa para o patrocínio apresentada na carta é “*a quantidade de torcedores na capital federal e os planos de expansão regional e nacional do Banco. Esse tipo de apoio proporciona maior exposição da marca*” (BRB, 2020), algo que, em tese, não contraria o Estatuto das Estatais, mas afeta a imagem da empresa se considerado que o Governador do DF torce para o Flamengo e adquiriu uma loja que revende artigos esportivos da equipe¹¹⁵.

b) CEB – 80%

A criação da Companhia Energética de Brasília foi autorizada pela Lei federal nº 4.545/64 para administrar os serviços de energia do DF. O estatuto permite que a empresa atue em diversas etapas da cadeia de energia elétrica, abarcando a produção, transmissão, distribuição e comercialização, além de incentivar pesquisas para o desenvolvimento energético. Em 2006, por exigência regulatória, houve uma reestruturação societária a fim de criar empresas independentes, de modo que cada empresa do grupo passou a gerir contratos de concessão e distribuição de energia elétrica separadamente. Dessa forma, a análise de governança corporativa focou as informações da holding, sociedade de economia mista cujas ações são negociadas na B3¹¹⁶. O resultado do IFE não foi melhor pela ausência de informações sobre os administradores da empresa, o que poderia ser feito pela publicação do currículo resumido de conselheiros e diretores¹¹⁷.

¹¹⁵ Vide: <https://www.metropoles.com/colunas/grande-angular/governador-ibaneis-adquire-franquia-e-abre-lojas-do-flamengo-com-filhos>, acessado em 22 de janeiro de 2022.

¹¹⁶ Assim como o BRB, a CEB mantém uma página de relações com investidores (<https://ri.ceb.com.br/>), complementada por informações adicionais em sua página (<http://ceb.com.br/>) e no site da CVM. Percebe-se que o fato de a empresa ser listada em bolsa facilita o acesso às informações e, conseqüentemente, contribuiu para a avaliação da governança corporativa.

¹¹⁷ Cabe destacar que o TCDF realizou auditoria operacional sobre a governança corporativa da CEB e as conclusões do órgão de controle externo constam na Decisão nº 2094/2020. A auditoria dividiu as recomendações em i) práticas de gestão de riscos e controles internos; ii) requisitos mínimos de transparência; iii) funcionamento de conselhos, comitês e diretorias; e iv) licitações e contratos. Posteriormente, a Decisão nº 993/2021 entendeu que houve o cumprimento da maioria das determinações do TCDF.

Os documentos de governança permitiram compreender o processo de privatização da CEB-Distribuição, subsidiária que respondia por 96% do lucro bruto do grupo CEB (CEB, 2020). A carta de governança corporativa, em especial, explica que a privatização foi justificada pelas dificuldades financeiras da CEB-Distribuição, com o agravante de necessitar investimentos para manter o fornecimento de energia em patamares exigidos pelo regulador. Por outro lado, a *holding* CEB não tinha capacidade de aportar capital na controlada e, inclusive, as demonstrações contábeis do grupo mostram a necessidade de empréstimos para realizar investimentos a fim de cumprir as obrigações do contrato de concessão da CEB-Distribuição (CEB, 2020). A privatização da CEB-Distribuição provocará uma reformulação na atuação da *holding*, uma vez que 93% dos ativos do grupo estavam ligados à subsidiária, com 75% dos passivos e, conforme destacado acima, 96% do lucro bruto vinha da subsidiária. Nesse ponto, faltam indicações sobre o futuro da companhia na carta de governança corporativa. Uma das poucas informações é a constituição da CEB iluminação pública e serviços S.A, empresa que ficou responsável por recepcionar parte do pessoal e patrimônio não vinculado à concessão da CEB-Distribuição e atuará no setor de iluminação pública do DF. Portanto, apesar de detalhar o processo de privatização, os documentos de governança são superficiais ao definir a estratégia futura do grupo.

c) Terracap – 78%

A Terracap foi criada com o objetivo de gerir o patrimônio mobiliário do Distrito Federal, bem como a realização de obras e serviços de infraestrutura e obras viárias do ente. Em 2011 foi atribuída à Terracap a função de agência de desenvolvimento do DF, mas não há na carta de governança ou no estatuto a informação sobre compensações financeiras do governo local por essa função. A empresa pública tem dois acionistas: o Distrito Federal, com 51% do capital social e a União, com os 49% restantes. O IFE construído na pesquisa corrobora as informações da carta anual (Terracap, 2021) sobre as melhorias nas estruturas de governança corporativa da empresa. Foram instituídas áreas de auditoria interna, controladoria interna e mecanismos de gestão de riscos¹¹⁸.

Cabe destacar que no IFE não foi atribuída a pontuação pela presença de membros independentes no Conselho de Administração, ainda que o estatuto considere, para o cômputo

¹¹⁸ Tais pontos foram objeto de determinações do TCDF na Decisão nº 1.535/2020, quando o órgão de controle externo fez uma auditoria operacional sobre as práticas de governança da Terracap. Além de determinar a criação de área de gestão de riscos e conformidade, um dos pontos que mais chamaram atenção do TCDF foram as despesas com publicidade e patrocínio, tendo o órgão determinado a redução para 0,5% da receita operacional bruta do exercício anterior, conforme o art. 93 do Estatuto das Estatais.

das vagas destinadas a membros independentes, aquelas ocupadas pelos conselheiros eleitos pelo acionista minoritário (art. 18, § 6º do estatuto social). O Conselho de Administração da Terracap tem dez representantes, sendo metade indicada pelo GDF, com um representante dos empregados e os outros quatro membros indicados pela União, na condição de acionista minoritária. Se fosse considerado o previsto no estatuto, 40% das vagas do CA seriam ocupadas por membros “independentes”. Ocorre que a definição da CVM sobre conselheiros independentes¹¹⁹ não admite pessoas com vínculo empregatício de sócio detentor de 10% ou mais do capital votante da entidade. No caso da Terracap, todos os conselheiros indicados pela União mantêm vínculo empregatício, seja ocupando cargos efetivos ou de comissão. Logo, esses representantes da União não se enquadram na definição de conselheiro independente por serem indicados por um ente com influência significativa¹²⁰ sobre a Terracap.

As informações disponibilizadas no site da Terracap permitiram compreender o impasse em torno da aprovação das contas dos administradores e demonstrações financeiras referentes a 2020, cuja apreciação foi suspensa na 48ª Assembleia Geral Ordinária dos acionistas – na ocasião, o sócio minoritário (União) se manifestou pela rejeição das contas¹²¹. Ressalta-se que as contas dos exercícios de 2016 a 2018 também se encontram sobrestadas. Resumidamente, a empresa de auditoria independente manifestou opinião com ressalvas sobre as demonstrações contábeis de 2020, uma vez que: i) nos registros da Terracap constam ativos no valor de R\$ 249 milhões referentes a desapropriações a receber do GDF, decorrentes de valores pagos a terceiros em nome do GDF; ii) não integralização de três fazendas em seu capital, de responsabilidade da União; iii) manutenção de dividendos a pagar desde 2014, no valor nominal de R\$ 396 milhões, dos quais não foi paga apenas a parcela da União. Os representantes da União no conselho fiscal manifestaram pela rejeição das contas referentes a 2020. Os motivos

¹¹⁹ Art. 26 da Instrução CVM nº 461/2007: *Art. 26. Conselheiro independente é aquele que não mantém vínculo com:*

I – a entidade administradora, sua controladora direta ou indireta, controladas ou sociedade submetida a controle comum direto ou indireto;

II – administrador da entidade administradora, sua controladora direta ou indireta, ou controlada;

III – pessoa autorizada a operar em seu mercado; e

IV – sócio detentor de 10% ou mais do capital votante da entidade administradora.

§1º Conceitua-se como vínculo com as pessoas mencionadas no caput:

I – relação empregatícia ou decorrente de contrato de prestação de serviços profissionais permanentes ou participação em qualquer órgão administrativo, consultivo, fiscal ou deliberativo;

II – participação direta ou indireta, em percentual igual ou superior a 10% (dez por cento) do capital total ou do capital votante; ou

III – ser cônjuge, companheiro ou parente até o segundo grau.

¹²⁰ Segundo o art. 243 da Lei da S/A, presume-se a influência significativa quando a investidora for titular de 20% (vinte por cento) ou mais dos votos conferidos pelo capital da investida, sem controlá-la. Por esse dispositivo a Terracap se caracteriza como uma coligada da União.

¹²¹ Documentos disponíveis em <https://www.terracap.df.gov.br/index.php/aceso-informacao/prestacao-de-contas/exercicio-2020>, último acesso em 12 de setembro de 2021.

apresentados pelos conselheiros corroboram as conclusões da auditoria independente sobre o tratamento desigual no não pagamento dos dividendos à União, bem como a existência de passivos e ativos não atualizados (além das desapropriações, destacaram a conta de R\$ 28 milhões do aluguel do estádio nacional para eventos futebolísticos internacionais em 2013 e 2014). Acrescentam a existência de doação de imóveis da Terracap ao Instituto de Previdência dos Servidores do DF (Iprev), no valor de R\$ 1,1 bilhão, para quitar obrigações do Tesouro Distrital. A manifestação dos conselheiros fiscais listou ainda cinco ressalvas e nove pontos de ênfase, englobando desde críticas à contabilização de terrenos doados até dificuldades de geração de caixa na empresa.

Depreende-se que a melhoria nas práticas de governança da Terracap, em especial a transparência, permitiu compreender o impasse que motivou a não apreciação das contas de 2020, somando-a aos sobrestamentos das contas de exercícios anteriores. Um desses impasses é o tratamento desigual entre o acionista controlador e o minoritário (conflito principal-principal), em que o governo federal foi prejudicado ao deixar de receber dividendos – pagos apenas ao GDF. Outro problema revelado pelos documentos de governança foi a utilização da empresa pública, pelo governo distrital, para perseguir políticas públicas estranhas à sua função social, como a desapropriação de terrenos em favor do ente controlador e a capitalização do instituto de previdência distrital. Essas práticas mostram a existência de riscos à autonomia da Terracap, conforme alertado por Fontes Filho (2018):

“Para a administração direta, a empresa estatal ainda se apresenta, frequentemente, como um espaço de maior amplitude de ação e autonomia financeira, menos sujeita ao monitoramento direto da sociedade ou dos órgãos de controle, dadas as especificidades de sua atuação, condições que podem estimular sua captura pelo sistema político para ações diversas de suas funções.”

d) Caesb – 68%

O objetivo da Caesb é atuar nas diferentes etapas do saneamento, operando sistemas de abastecimento de água, esgoto e tratamento dos resíduos. A sociedade de economia mista, de capital fechado, tem como acionistas o GDF (89,49% das ações ordinárias), Terracap (10,47%) e Novacap (0,04%). Além de atuar no Distrito Federal, a Caesb firmou um consórcio com a empresa de Saneamento do Estado de Goiás S.A. para fornecer água e tratamento sanitário ao município de Águas Lindas de Goiás.

Na análise de governança, a Caesb não publica a carta anual com as informações de governança corporativa em um documento específico. Ao invés disso, incorpora seu conteúdo no relatório anual da administração. Entende-se que é uma prática aceitável, ainda que não siga

a literalidade do art.8º, inciso I, do Estatuto das Estatais, considerando que inexistente formato específico para a carta de governança¹²². Nesse contexto, a Caesb é a única estatal do DF que traz informações sobre a sua estrutura tarifária (CAESB, 2021), onde destaca a implantação de subsídios de 50% aos consumidores na categoria Residencial Social – famílias beneficiadas pelo programa Bolsa Família do Governo Federal –, e mostra a elevação tarifária para outras categorias de consumidores. Por outro lado, o IFE da empresa foi menor do que o de outras estatais não dependentes em razão da ausência de dados sobre os administradores e intempestividade das demonstrações financeiras¹²³. A empresa tampouco elaborou uma política de dividendos, seguindo apenas o previsto na Lei nº 6.404/76 ao pagar o dividendo mínimo obrigatório de 25% do lucro líquido ajustado – em 2020 reportaram a distribuição de R\$ 553 milhões em dividendos.

e) Metrô-DF – 82%

O Metrô-DF prova que estatais dependentes podem adotar práticas de governança corporativa tão ou mais completas do que as não-dependentes. A empresa é a única estatal do DF com receita operacional bruta acima de R\$ 90 milhões e que depende de subvenções do erário local, fazendo com que fosse aplicado um PVJ parecido com o das estatais não-dependentes. Ainda assim, no resultado da pesquisa o Metrô-DF ficou atrás apenas do BRB.

A carta anual destaca os impactos da pandemia de Covid-19 sobre a operacionalização do metrô. Em 2020, a empresa manteve a oferta de serviços registrados nos dois exercícios anteriores, sem alterar o horário de funcionamento para evitar a aglomeração de passageiros. Por outro lado, houve redução de receitas brutas na ordem de aproximadamente 40%. As demonstrações financeiras publicadas pela empresa mostram que em 2019 – último ano com dados não afetados pela pandemia – a receita gerada pelo Metrô-DF cobria 53% do custo dos serviços prestados¹²⁴. Em 2020 essa receita própria foi suficiente para apenas 30% dos custos. O Governo local tem usado a demanda por maiores subvenções e as greves dos metroviários

¹²² Em 2020 o TCDF avaliou a governança corporativa da Caesb e, na decisão 2.093/2020, determinou à empresa a publicação da carta anual de governança, política de transações com partes relacionadas e avaliações sobre o cumprimento de metas durante a execução do plano de negócios. Contudo, na construção do IFE se verificou que o documento “relatório da administração” incorporou o conteúdo da carta anual de governança corporativa, gerando um documento mais extenso e bem-elaborado do que as cartas anuais de outras empresas distritais.

¹²³ No período da pesquisa não estavam disponíveis as demonstrações do 1º trimestre de 2021, apenas o consolidado de 2020, quando a Lei nº 6.404/76 exige publicações trimestrais.

¹²⁴ Por esses dados e considerando um contexto de normalidade, o Metrô-DF praticamente teria que dobrar o valor das tarifas para fazer frente aos seus custos e talvez gerar lucro, mas o novo valor levaria à queda na demanda por serviços principalmente entre a população de menor renda. Nesse sentido, a Carta de Governança (2021) ressalta que o interesse público subjacente às atividades empresariais está ligado à necessidade de transporte, direito social explícito na Constituição Federal de 1988.

como justificativas para a concessão dos serviços do metrô¹²⁵. Contudo, as demonstrações financeiras do Metrô-DF mostram que a concessão não eliminará a necessidade de subsídios do erário local dado que os custos operacionais excedem as receitas com tarifas - a alternativa seria aumentar tarifas ou desmobilizar estruturas, o que não parece provável¹²⁶. Haverá, ainda, necessidade de repasses do governo local em razão das gratuidades (e.g., passe livre estudantil), cujos valores em 2020 alcançaram R\$ 11 milhões (Metrô-DF, 2020).

Finalmente, a carta anual (Metrô-DF, 2020) destaca que foi prevista a criação do Comitê de Auditoria Estatutário. Contudo, o funcionamento foi “*suspenso por orientação da Secretaria de Economia em virtude da impossibilidade de aumento de despesas nas entidades públicas*”. Esse trecho mostra que a condição de estatal dependente não determina a qualidade geral da governança corporativa dessas empresas, mas gera riscos de limitações ao funcionamento de algumas estruturas diante da insuficiência de recursos do ente controlador.

f) Ceasa-DF – 49%

Até o momento foram apresentados os resultados das estatais do DF que devem seguir a integralidade da Lei nº 13.303/2016. Às próximas empresas se aplica o Decreto distrital nº 37.967/2019, com requisitos de governança mais brandos em razão da receita operacional bruta inferior a R\$ 90 milhões. A Centrais de Abastecimento do DF é a única desse grupo de empresas que não depende do aporte de recursos do DF¹²⁷.

A Ceasa-DF apresentou o pior resultado na análise de governança das estatais do DF. O principal motivo foi a não divulgação da carta de governança corporativa em seu site, ainda que o documento exista e tenha sido disponibilizado após pedido via eSIC-DF¹²⁸. Apenas na

¹²⁵ Vide, por exemplo, a notícia de que o GDF aguarda decisão do TCDF para prosseguir com a privatização: <https://www.metropoles.com/distrito-federal/greve-no-metro-dura-4-meses-e-ibancis-aguarda-tcdf-para-privatizacao>, acessado em 18 de setembro de 2021. Há, ainda, notícias de 2020 sobre a intenção do GDF em reduzir as subvenções para R\$ 175 milhões: <https://www.correiobraziliense.com.br/cidades-df/2020/09/4875167-concessao-do-metro-df-e-privatizacao-da-ceb-e-outra-empresas-avancam.html>, acessado em 18 de setembro de 2021.

¹²⁶ O aumento nas tarifas pode impactar negativamente as receitas ao reduzir a quantidade de serviços demandados. A desmobilização não seria esperada diante da recente conclusão de novas estações na 106 sul e 110 sul (Metrô-DF, 2020). Nesse ponto, é questionável a ênfase na conclusão de novas estações na asa sul, bairro onde a demanda pelo serviço é menor dado que a população tem maior renda e melhor acesso à mobilidade urbana, quando os investimentos poderiam se destinar a bairros mais afastados com maior demanda por serviços públicos de transporte.

¹²⁷ A receita operacional bruta foi R\$ 10,5 milhões em 2020, queda de 5% em relação ao exercício anterior. Até 2019 havia lucro acumulado na ordem de R\$ 6,02 milhões, que foram usados para absorver o prejuízo de R\$ 2,8 milhões em 2020 sem a necessidade de aportes do GDF.

¹²⁸ Na carta obtida pelo eSIC-DF consta que o conteúdo da carta previsto na Lei nº 13.303/16 já se encontram detalhadas no formulário de referência, documento anual de divulgação pública que segue o modelo previsto pela CVM, prossegue afirmando que “*por esse motivo, essas companhias não precisariam divulgar as informações*

carta de governança é possível localizar a remuneração dos conselheiros, não consta de forma explícita no site e nem no portal de transparência do DF, razão pela qual o requisito não foi cumprido no IFE. Tampouco constam no site da empresa as atas das reuniões dos órgãos colegiados, currículos resumidos dos administradores ou políticas exigidas pelo Decreto distrital 37.967/2019 (i.e., política de transações com partes relacionadas e política de divulgação de informações relevantes).

O estatuto da empresa prevê que o Secretário de Agricultura e Desenvolvimento do Distrito Federal será o presidente do Conselho de Administração. Trata-se de uma prática não recomendada pelas Diretrizes da OCDE (2015), pois compromete a independência da empresa, sendo, inclusive, vedado para as estatais com faturamento superior a R\$ 90 milhões segundo o art. 17, §2º, inciso 'I', da Lei nº 13.303/16. A composição do Conselho de Administração ignora as boas práticas de governança ao prever dois assentos para, respectivamente, representantes da Associação dos Empresários da Ceasa/DF e da Associação dos Produtores Rurais do Distrito Federal, nesse sentido, as Diretrizes da OCDE (2015) indicam que *“é importante que, quando no exercício de suas funções individuais, os conselheiros não atuem como representantes de diferentes partes interessadas”* a fim de não comprometer sua independência na orientação dos negócios da empresa. Há de se ressaltar que os empresários da Ceasa e os produtores rurais são clientes da empresa, cuja receita advém predominantemente dos permissionários que vendem produtos, o que gera potencial conflito de interesses quando representantes dessas instituições são indicados para o Conselho de Administração da companhia.

g) Novacap – 78%

A Companhia Urbanizadora da Nova Capital do Brasil precede a existência de Brasília, sendo constituída em 1956 com o objetivo de construir a cidade, inaugurada em abril de 1960. Atualmente o estatuto prevê que seu objetivo social é executar obras e serviços de urbanização e construção civil de interesse do DF, fiscalizar obras de infraestrutura, bem como desenvolver estudos e projetos¹²⁹. Assim como a Terracap, a Novacap tem participação acionária minoritária da União (43,88%, sendo os 56,12% restantes do DF).

O IFE da empresa reflete práticas adequadas ao Decreto distrital nº 37.967/2019, indo além do que dispõe o regulamento ao instituir o Comitê de Elegibilidade e prever área de

exigidas pela carta de governança, mas devem informar em quais itens de seu formulário de referência podem ser consultadas as informações requeridas pelo inciso III do art. 8º da Lei nº 13.303/16”. Essa posição diverge da prática de outras companhias abertas distritais e federais, ao que se soma o fato de não haver dados sobre a Ceasa-DF no site da CVM pelo fato de suas ações não serem negociadas.

¹²⁹ Antes da criação da Terracap, cabia à Novacap a gestão do patrimônio imóvel do DF.

auditoria interna no Estatuto. A carta anual de governança corporativa contempla o conteúdo previsto na Lei das Estatais e acrescenta informações sobre serviços e obras executados ou em andamento. Um ponto de melhoria a ser implementado é a transparência dos currículos dos administradores e a divulgação das atas dos colegiados. Também se verificou a intempestividade das demonstrações financeiras, pois só constavam informações até o primeiro semestre de 2020.

A ausência de informações sobre as demonstrações financeiras contrasta com a transparência geral da empresa. Só as demonstrações de 2018 são completas, de onde se extrai que naquele exercício houve um parecer com ressalvas da auditoria independente e manifestação adversa do Conselho Fiscal. É possível que as contas referentes aos exercícios mais recentes não tenham sido aprovadas e, conseqüentemente, os administradores da companhia optaram por não publicar os pareceres da auditoria independente e do Conselho Fiscal referentes a 2019 e 2020.

h) Emater – 78%

A Empresa de Assistência Técnica e Extensão Rural do DF atua na promoção de assistência técnica e extensão rural, executando no DF a política nacional de assistência técnica e extensão rural para a agricultura familiar e reforma agrária. A carta anual de governança da empresa traz informações genéricas a partir do conteúdo previsto na Lei das Estatais, com enfoque sobre os programas de governo que a empresa gere e os dados orçamentários de suas receitas e despesas (Emater, 2021). Ao tratar dos impactos econômico-financeiros, informa que não se aplicam parâmetros financeiros, mas sim por indicadores econômicos e sociais decorrentes de suas atividades para evitar o êxodo rural e a produção de alimentos no DF. No entanto, o único indicador apresentado é o número de atendimentos a beneficiários da área rural, que no primeiro ano superou as metas previstas no Plano Plurianual 2020-2023 apesar da pandemia – não há clareza sobre os resultados dos entendimentos.

O bom resultado da governança da empresa decorre de seu estatuto social, que prevê a criação de comitês de elegibilidade e outro responsável pela integridade e gestão de riscos, além de uma área de auditoria interna vinculada ao Conselho de Administração. Todas essas estruturas são facultativas para empresas de menor porte e acabam elevando o IFE. A Emater também é uma das poucas empresas distritais que divulgam informações completas sobre os administradores e conselheiros (i.e., currículo e remuneração).

Apesar do conteúdo do estatuto social, a prática de governança da empresa carece de melhorias, uma vez que não divulga suas demonstrações contábeis¹³⁰ e não constam em seu site o código de conduta e integridade, nem as políticas de partes relacionadas e divulgação de informações relevantes – documentos exigidos pelo Decreto Distrital nº 37.967/2019. No caso da Emater, o fato de ser uma empresa pequena, dependente e com poucos recursos¹³¹ parece limitar a efetiva implantação das práticas de governança previstas em estatuto.

i) Codeplan – 75%

A Companhia de Planejamento do DF é uma das empresas mais antigas do ente, sendo a sua constituição autorizada pela Lei nº 4.545/64, normativo que embasou a criação da CEB e do BRB. A empresa foi criada para se dedicar à produção e tratamento de informação de natureza socioeconômica, posteriormente, no final da década de 70, incorporando atividades de processamento de dados para o DF (CODEPLAN, 2020). A partir dos anos 2000 a estatal abandona as atividades de processamento de dados para voltar a se dedicar aos estudos e pesquisas sobre a realidade socioeconômica do DF e da Região de Desenvolvimento do Distrito Federal e Entorno (RIDE).

O resultado da governança na pesquisa decorre do cumprimento dos requisitos do Decreto Distrital nº 37.967/2017 e da Lei das Estatais. Há espaço para melhoria, como a divulgação das atas das reuniões dos colegiados e os currículos dos administradores. A carta anual de governança detalha a integração das atividades da empresa com o PPA do DF, explicitando o custo orçamentário de suas políticas.

Um ponto a se destacar na Codeplan é a ausência de receitas próprias, ou seja, é a única estatal do DF onde o faturamento é zero. Na carta de governança os administradores destacam que a ausência de receitas e a total dependência do orçamento do DF mostram que o melhor caminho é a transformação da empresa em autarquia¹³², inclusive tendo como referência o IPEA e o Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) que executam atividades de pesquisa. Dessa forma, o caso da Codeplan mostra que por vezes a estrutura empresarial e os custos dos órgãos de governança representam ônus que seriam afastados pela transformação da entidade

¹³⁰ As demonstrações contábeis da Emater foram disponibilizadas após solicitação via eSIC-DF.

¹³¹ A carta anual de governança destaca que os valores disponíveis para investimentos em 2019 e 2020 foram, predominantemente, oriundos de convênios e contratos de repasse firmados com a União.

¹³² Os administradores trabalharam na elaboração do Projeto de Lei distrital nº 809, de 2019, que cria o Instituto de Pesquisa e Estatística do Distrito Federal e lhe transfere as atividades exercidas atualmente pela Codeplan, sendo a empresa liquidada ao final do processo. O projeto de lei prevê que o acervo técnico e patrimonial será transferido da empresa para a nova autarquia, além de haver a opção dos empregados se vincularem ao instituto de pesquisa ou serem alocados em outros órgãos ou entidades do GDF.

em um ente da administração pública, sem comprometer o alcance do interesse público. Portanto, a sua transformação em autarquia é uma medida justificada pelos administradores e seria uma forma menos onerosa de alcançar o interesse público que originou a estatal sem comprometer as suas entregas à sociedade.

j) TCB – 64%

A Transportes Coletivos de Brasília foi instituída no ano seguinte à inauguração da cidade com a missão de oferecer transporte público coletivo à população do DF. A empresa continuou a existir apesar das concessões e permissões do serviço de transporte público à iniciativa privada, assumindo o papel de operar linhas descartadas pelo setor privado por serem deficitárias. A carta anual de governança enfatiza que os serviços da TCB viabilizam o transporte da população em zonas rurais de Planaltina, Paranoá e São Sebastião que ficariam desassistidas pelo setor privado. Ademais, em 2013 a TCB assumiu o transporte público quando empresas privadas perderam a permissão do GDF em razão da má qualidade dos serviços e manteve as operações até que outras fossem selecionadas.

Na pesquisa, verificou-se lacunas na governança corporativa, em especial a ausência das demonstrações contábeis no site¹³³, relatório integrado e de sustentabilidade, além da não divulgação das políticas com partes relacionadas. O estatuto da empresa prevê práticas que não são recomendadas pela governança corporativa. Uma delas é a previsão de que o diretor-presidente também dirigirá o conselho de administração, algo que mina a independência do colegiado. O estatuto da TCB dispõe que o diretor-presidente será escolhido pelo governador do DF, e não pelo conselho de administração. Sabe-se que há indicações políticas na composição das diretorias das estatais (FONTES-FILHO, 2018), mas a previsão estatutária da indicação pelo governador prejudica a prestação de contas do diretor perante o Conselho de Administração e a responsabilização dos conselheiros por eventual má gestão exercida pela Diretoria. Como pontos positivos da governança vale destacar a divulgação das atas dos colegiados e o conteúdo da carta anual¹³⁴.

¹³³ As informações foram disponibilizadas posteriormente pelo eSIC-DF. Contudo, a não apresentação no site implica descumprimento do requisito no IFE.

¹³⁴ Na carta anual de governança os administradores mostram como a TCB foi impactada pela queda nos transportes em razão da pandemia da Covid-19. O indicador de passageiros transportados caiu quase 70%, mas os quilômetros rodados sofreram redução de 25%, o que implicou maiores custos sem a contrapartida na receita operacional. A carta também detalha quais projetos foram interrompidos em razão da pandemia, a exemplo do projeto de turismo e de transporte estudantil para visitação de monumentos públicos. De forma geral, a carta anual revela os custos das políticas públicas conduzidas pela empresa e seus resultados a partir de indicadores. Trata-se de um documento completo onde fica evidenciada a função social de ofertar serviç os de transporte coletivo do DF, em especial a superação lacunas do setor privado.

k) Codhab – 53%

A finalidade da Companhia de Desenvolvimento Habitacional do Distrito Federal é a execução da política habitacional do DF. Há em seu site informações sobre os empreendimentos habitacionais em curso e convocações para que pessoas possam se candidatar à aquisição de seus imóveis. Contudo, a ausência de informações de governança impede a análise sobre os resultados das políticas públicas conduzidas pela Codhab.

Durante a pesquisa, foi a única empresa que não disponibilizou a carta de governança e as demonstrações contábeis, ainda que solicitado pelo eSIC-DF. O baixo resultado na análise de governança não foi menor em razão dos dispositivos estatutários, pois fazem menção a estruturas de auditoria interna, *compliance* e gestão de riscos, somados à colegiados não exigidos para estatais de menor porte como o Comitê de Elegibilidade e o Comitê de Auditoria Estatutário – o que aumentou o IFE da empresa. Há, inclusive, contradição entre dispositivos do estatuto, pois consta que o Comitê de Auditoria Estatutário será composto majoritariamente por membros independentes, mas não há previsão de membros independentes no Conselho de Administração e que usualmente comporiam o colegiado de auditoria (IBGC, 2015a).

Conclui-se que a estrutura de governança prevista no estatuto da Codhab-DF não se traduz em uma governança efetiva na realidade. Por um lado, o estatuto traz estruturas de governança próprias de empresas de grande porte, por outro, faltam documentos fundamentais exigidos pela Lei das Estatais e o Decreto distrital nº 37.967/2017, como a carta anual, demonstrações contábeis e dados sobre licitações, somando-se à não publicação das políticas da empresa (e.g., política de divulgação de informações) e do código de conduta e integridade. Consequentemente, torna-se inviável avaliar como a empresa cumpre o interesse público que justificou a sua criação.

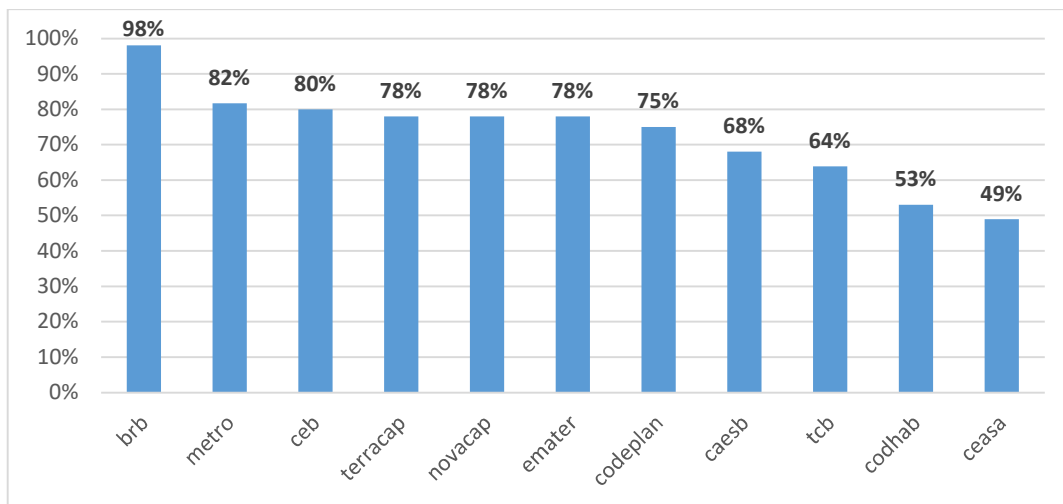
4.5.2 RESULTADOS GERAIS.

Na seção anterior foram apresentados os resultados individuais sobre a governança corporativa das estatais distritais. A presente seção, por sua vez, compara as avaliações individuais a fim de revisitar as hipóteses de pesquisa descritas na introdução. A comparação permite refutar tanto a hipótese geral de má governança das estatais do DF; quanto a suposição de pior qualidade nas estatais dependentes. Em seguida, são apresentados os resultados gerais, que consiste em identificar semelhanças e diferenças na governança das empresas, notadamente

a partir das variáveis que compõem o “*Direito à propriedade informada*”¹³⁵. Pretende-se, com isso, verificar quais práticas estão relacionados a um indicador de governança melhor¹³⁶.

O problema da pesquisa buscou identificar como a qualidade da governança corporativa das empresas estatais do Distrito Federal permitem a transparência e a prestação de contas sobre o cumprimento dos propósitos das companhias que caracterizam as suas funções sociais. A execução da pesquisa enfatizou a situação das empresas em 2020, com base em informações publicadas em 2021, cujos resultados são resumidos na figura a seguir em ordem decrescente quando dividido o IFE pelo PVJ¹³⁷:

GRÁFICO 5: Resultados da pesquisa



Fonte: Elaboração própria.

¹³⁵ Conforme exposto nas seções acima, as variáveis que compõem o “*direito à propriedade informada*” são: i) objetivos da empresa e stakeholders (notação O); ii) estrutura de governança (notação G); iii) administradores (notação A); iv) divulgações financeiras (notação F); e v) controles internos e gestão de riscos (notação R).

¹³⁶ Na pesquisa não foi possível realizar análises estatísticas a fim de buscar relações de causalidade entre o resultado da governança e os dados financeiros das empresas (e.g., lucro líquido, tamanho do ativo, remuneração dos administradores), uma vez que o tamanho da população é pequeno, apenas 11 empresas. Cabe registrar que existem debates na literatura de governança corporativa sobre fatores levam empresas a terem melhores práticas de governança. Baghat e Bolton (2007) analisaram diversas empresas americanas ao longo do tempo e concluíram que há relação positiva entre medidas de governança e performance operacional, mas sem evidência de efeitos da qualidade da governança sobre as ações ou valor de mercado. Renders, Gaeremynck e Sercu (2010), cujo objeto de estudo foram empresas europeias listadas em bolsa, concluíram que melhores ratings de governança implicam bom desempenho na bolsa, ainda que essa relação tenha se tornado mais fraca com o passar do tempo. Nesse caminho, Bebchuck, Cohen e Wang (2013) afirmam que havia uma correlação positiva entre índices de governança e retornos acionários na década de 90, mas que essa relação desapareceu na década seguinte. No Brasil, Oliveira, Holland e Sampaio (2020) avaliaram como o Estatuto das Estatais afetou as empresas estatais listadas na bolsa, mais especificamente o impacto alteração legal sobre a volatilidade do retorno das ações. O resultado do estudo não mostra mudanças estatisticamente significativas nos retornos das ações, em comparação com seus contrafactuais, ainda que treze das vinte empresas acompanhadas tenham apresentado redução na volatilidade dos retornos.

¹³⁷ A figura reproduz a coluna “resultado” da Tabela 4.

A partir do gráfico é possível afastar as duas hipóteses da pesquisa, segundo as quais:

- i) As empresas estatais do Distrito Federal teriam lacunas de governança;
- ii) Ausência de implementação de práticas de governança seria maior entre as estatais dependentes do erário local.

Sobre tais resultados, vale a pena observar, em primeiro lugar, que todas as estatais distritais adaptaram seus estatutos à Lei nº 13.303/16 no prazo de dois anos previsto na legislação, observados requisitos específicos para as empresas de menor porte. Além disso, de forma geral, os estatutos refletem os requisitos legais – ainda que nem todas as empresas tenham implementado efetivamente as previsões estatutárias e legais, levando a um IFE menor do que se poderia esperar. Portanto, a disparidade nos resultados impede a generalização quanto à existência de lacunas de governança em todas as empresas estatais locais, afastada a primeira hipótese da pesquisa.

A segunda hipótese - pior governança nas estatais dependentes - é refutada pela ordem decrescente de classificação no Gráfico 5. O Metrô-DF apresentou a segunda melhor governança, feito ainda mais expressivo quando considerado o fato de que lhe são aplicados requisitos de “estatais de maior porte”, já que sua receita operacional bruta supera o valor de R\$ 90 milhões. Outras três estatais dependentes (Novacap, Emater e Codeplan) tiveram melhor resultado do que a Caesb e a Ceasa, que não recebem recursos do erário local para suas despesas correntes ou de capital. Portanto, o *status* de estatal dependente não determina o nível de governança. Pode, no entanto, limitar o funcionamento de algumas estruturas, a exemplo da insuficiência de recursos orçamentários para o Metrô-DF instituir órgãos estatutários.

Superadas as hipóteses da pesquisa, cabe identificar semelhanças e diferenças na governança com base nas variáveis que compõem o “*Direito à propriedade informada*”, recorrendo-se à uma visão agregada das informações do Anexo III. Iniciando pela estrutura de governança (G), a Tabela 5 a seguir resume a quantidade de membros nas Diretorias, Conselhos de Administração e Conselhos Fiscais:

TABELA 5: Tamanho Diretorias e Conselhos.

Órgão	Mínimo	Mediana	Máximo
Diretoria	3	5	9
Conselho de Administração	5	7	11
Conselho Fiscal	3	5	5

Fonte: Elaboração própria

No geral, estatais com maior ativo e receitas têm mais membros nas Diretorias e Conselhos de Administração¹³⁸. Alguns dos maiores CAs são os da Terracap, BRB, Caesb e CEB, nessa ordem. Os Conselhos Fiscais são compostos por 3 a 5 membros, sendo a quantidade mínima preferida por estatais de menor porte. Há pouca transparência sobre as competências dos administradores e conselheiros das empresas, apenas quatro empresas (36%) divulgam os currículos de todos os membros dos colegiados. A ausência de informações dificulta o controle social sobre as indicações do GDF para a composição dos órgãos de direção das empresas considerando os requisitos e vedações previstos na Lei das Estatais e Decreto Distrital nº 37.967/2017¹³⁹.

As informações disponíveis e as previsões estatutárias sobre a composição dos Conselhos de Administração revelam a baixa presença de conselheiros independentes. Apenas em quatro Conselhos de Administração foi possível identificar a previsão estatutária e a efetiva indicação dos membros independentes (36% do total). A presença de representantes dos trabalhadores no Conselho de Administração, por outro lado, é adotada em nove empresas (82%). A representação dos trabalhadores nos órgãos de direção pode provocar disputas com outros acionistas – principalmente em sociedades de economia mista – em razão da possibilidade de a política salarial afetar a margem de lucro da companhia. Por outro lado, os empregados têm interesse em reduzir interferências políticas que possam afetar o desempenho da empresa. Dessa forma, representam uma camada de defesa contra abusos ou corrupção por parte do governo (PARGENDLER, MUSACCHIO e LAZZARINI, 2013), favorecendo a independência da estatal.

A ausência de membros independentes nas estatais distritais, a seu turno, previne que seja exercido o papel de um importante guardião dos interesses públicos definidores de marcos orientadores de decisões que devem orientar a companhia. Membros independentes são aqueles sem vínculos empregatícios ou econômicos com qualquer acionista e são motivados

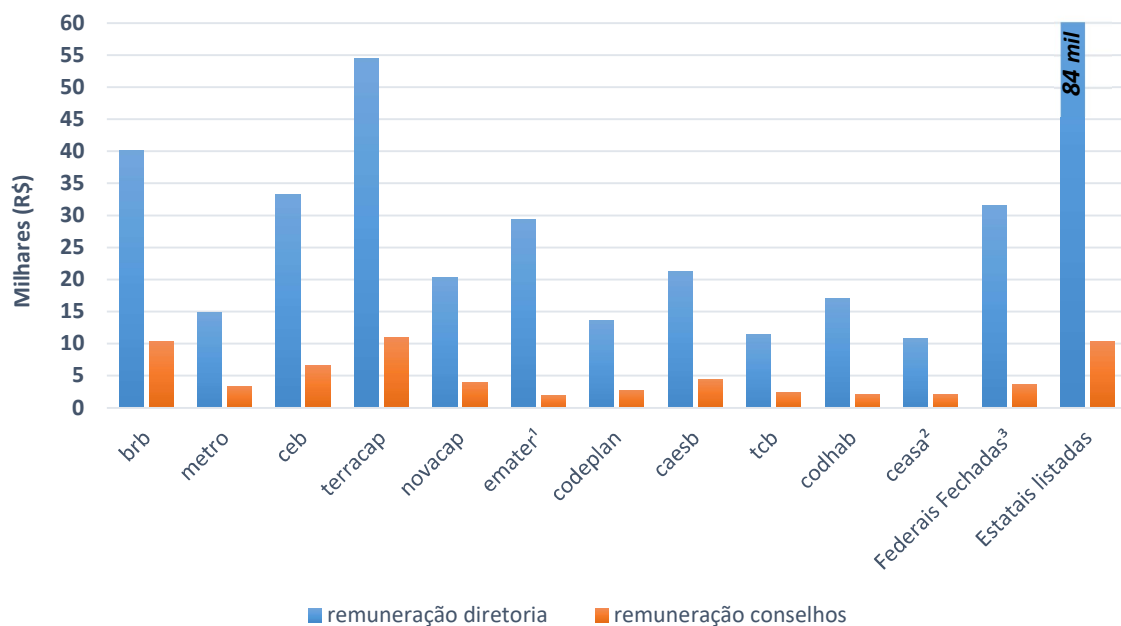
¹³⁸ A Lei nº 13.303/2016 os seguintes tamanhos dos colegiados: i) Conselho de Administração, mínimo 7 e máximo de 11 membros; ii) Diretoria, no mínimo 3 diretores; iii) Conselho Fiscal, mínimo 3 e máximo de 5 membros. O Decreto Distrital nº 37.967/2017 permite que as estatais de menor porte sigam a composição mínima prevista na lei nº 6.404/76, com 3 conselheiros de administração e 2 diretores.

¹³⁹ A Lei nº 13.303/2016 permite que os entes federativos estabeleçam os requisitos e vedações para a indicação de administradores nas empresas de menor porte. No DF, o Decreto Distrital nº 37.967/2017 não traz requisitos objetivos de experiência profissional, como 4 anos ocupando determinados cargos previstos no Estatuto das Estatais, prevendo apenas que a formação acadêmica e experiência sejam compatíveis com a responsabilidade da função, demonstradas mediante currículo. Quanto às vedações, impede aqueles que, nos últimos três anos, tenham celebrado contratos com a empresa, foram dirigentes de partido político ou titulares de mandatos eletivos, além de impedimento genérico em razão de conflitos de interesse. Não obstante a vedação prevista em Decreto, o TCDF, na Decisão nº 1230/2021, validou a indicação de ex-deputado distrital, que ocupou mandato eletivo até 2018, para a presidência da Codhab-DF.

principalmente por interesses reputacionais (KRAAKMAN et. al., 2017). O conselheiro independente estaria menos sujeito a conflitos de interesse, o que lhe permite tomar decisões imparciais visando ao melhor resultado de longo prazo da companhia. Conseqüentemente, a presença de conselheiros independentes é fundamental na governança corporativa, e os códigos de boas práticas recomendam que pelo menos 20%¹⁴⁰ deles sejam independentes no âmbito conselhos (SILVEIRA, 2015), uma recomendação que se estende, também, para determinados comitês, como o de auditoria, que devem ser compostos predominantemente ou majoritariamente por conselheiros independentes.

Seguindo a análise para os administradores (notação A), um fator que dificulta a atração de conselheiros independentes e administradores em geral é a baixa remuneração oferecida pelas estatais distritais, principalmente as de menor porte¹⁴¹:

GRÁFICO 6: Remuneração de Administradores e Conselheiros



Fonte: Elaboração própria, com dados do IBGC (2020) e SEST (2021)

¹⁴⁰ O segmento de listagem “Novo Mercado” da B3, nível mais elevado de práticas de governança das empresas, exige que 20% dos membros do Conselho de Administração sejam independentes. A Lei nº 13.303/16, por sua vez, exige 25% de independentes (FONTES-FILHO, 2018), quantidade que não se aplica às estatais distritais de menor porte segundo previsto na Lei nº 13.303/16

¹⁴¹ As remunerações foram obtidas nos sites das empresas ou no portal de transparência do Distrito Federal. Utilizou-se a mediana das remunerações dos diretores. Cabe registrar as seguintes observações sobre a tabela: 1) Na Emater a diretoria é formada pela presidência e diretoria executiva, sendo essa ocupada obrigatoriamente por empregado permanente da empresa, o que faz com que a remuneração da diretoria seja a soma da remuneração do agente com a função de confiança; 2) A Ceasa não individualiza a remuneração dos conselheiros fiscais e de administração, foi utilizada a informação da carta anual de governança corporativa; 3) As informações sobre as estatais federais não negociadas em bolsa foi obtido da base de dados do Relatório Agregado das Empresas Estatais Federais, publicado pela SEST, excluindo as estatais de capital aberto e suas subsidiárias (e.g., grupos Eletrobrás, Petrobrás, Banco do Brasil e Eltrobrás).

Ao analisar as empresas estatais, particularmente as listadas, Fontes-Filho (2019) conclui que essas empresas apresentam remuneração bastante inferior às congêneres privadas, equivalentes em termo de porte e setor de atuação. Tampouco há mecanismos nas políticas de remuneração dos executivos das estatais compatíveis com aqueles praticados no mercado, como benefícios pós-emprego e remuneração baseada em ações. Estatais enfrentam desafios diferentes das empresas privadas, como a menor autonomia decisória e intenso controle realizado por instituições governamentais, a exemplo do Tribunal de Contas da União (FONTES-FILHO, 2018). Não é um cenário estimulante para executivos altamente capacitados.

Nas estatais distritais, a remuneração é ainda menos atrativa. Conforme indicado no Gráfico 6 apenas três diretorias têm remuneração superior ao das estatais federais de capital fechado – grupo que congrega empresas em processo de desestatização. Nas estatais dependentes a remuneração é estabelecida pelo GDF enquanto ente responsável por arcar com parcela das despesas correntes, de modo que o governo local fixa salários inferiores ao das estatais não dependentes. Outro fato que ilustra a remuneração dissociada dos riscos de gerir uma estatal é que cinco diretorias de estatais dependentes recebem salários próximos ou inferiores à remuneração inicial de carreiras bem estruturadas no Distrito Federal¹⁴².

Nas empresas pesquisadas, vale ainda observar, a remuneração dos conselheiros fiscais e de administração¹⁴³ se aproxima ao das estatais federais. BRB e Terracap remuneram a montantes próximos da média das estatais listadas e, se forem desconsideradas essas duas empresas, a remuneração média dos conselhos chega a R\$ 3.281,37 - montante próximo dos R\$ 3.567,38 das estatais federais de capital fechado. Apesar disso, as remunerações dos conselheiros de administração são inferiores às de empresas privadas de capital fechado, que alcançam entre R\$ 10 mil e R\$ 15 mil por mês (IBGC, 2020). A remuneração de conselheiros nas estatais dificulta a atração de conselheiros independentes profissionais, sendo mais favorável a servidores públicos¹⁴⁴ ou funcionários ocupantes de cargos em comissão.

¹⁴² No edital publicado em 2020 a remuneração inicial de auditores do TCDF foi prevista em R\$ 16.673,35. O valor é superior à remuneração das diretorias do Metro-DF (R\$ 14.925,09), Codeplan (R\$ 13.657,02), TCB (R\$ 11.468,58) e Ceasa (R\$ 10.830,39), além de ser próxima ao da diretoria da Codahb (R\$ 17.080,00).

¹⁴³ Interessante registrar que tanto nas estatais federais fechadas quanto nas distritais a remuneração do Conselho Fiscal é igual à do Conselho de Administração. Nas empresas listadas a média de remuneração anual do conselheiro de administração é muito superior ao do conselho fiscal, sendo a apuradas pelo IBGC (2020) como R\$ 568.943,00 e R\$ 123.657,00, respectivamente.

¹⁴⁴ O acréscimo da remuneração pela função de conselheiros aos cargos ocupados provoca críticas sobre o valor total da remuneração percebida, por vezes superior ao teto do funcionalismo. Vide, por exemplo: <https://epocanegocios.globo.com/Brasil/noticia/2020/07/epoca-negocios-jetons-inflam-rendimentos-no-lo-escalao-do-governo.html>, acessado em 02 de novembro de 2021.

Quanto às divulgações financeiras (notação F) do “*direito à propriedade informada*”, ressalta-se que desde o Relatório Cadbury (1992) há ênfase das boas práticas de governança sobre a divulgação e a auditoria das informações contábeis das empresas. No Distrito Federal, a maioria das empresas estatais publica as demonstrações financeiras (72%), mas há uma perda na confiança sobre os dados em razão da intempestividade (54% publicam nas datas corretas) e ausência de pareceres do Conselho Fiscal ou da auditoria independente (novamente, apenas 54% cumprem o requisito, exigido pelo Estatuto das Estatais no caso da auditoria independente). Verifica-se que apenas duas estatais dependentes publicam todas as demonstrações contábeis e pareceres. É possível que a falha na transparência contábil, entre as empresas dependentes, decorra custos decorrentes da contratação de auditoria independente. Soma-se ao custo o fato de as estatais dependentes se sujeitarem exigências da contabilidade privada e pública¹⁴⁵, algo que torna o trabalho mais oneroso para as equipes responsáveis pela produção dos relatórios.

Finalmente, o principal documento para verificar os objetivos da empresa e stakeholders (notação O)¹⁴⁶ foi a carta anual de governança corporativa¹⁴⁷. Apenas duas estatais do Distrito Federal não divulgam a carta anual de governança, Codhab-DF e Ceasa, as quais acabaram penalizadas no IFE utilizado na pesquisa. Por outro lado, mesmo entre aquelas que publicam a carta, há diferenças no seu conteúdo, formato e data-limite para publicação. Quanto ao conteúdo, algumas empresas se limitam ao exigido pela Lei nº 13.303/2016, outras trazem detalhes adicionais, como a estrutura de governança corporativa, remuneração de administradores, patrocínios, fatores de riscos aos negócios, dentre outras informações. De forma geral, não há um padrão no formato da carta. O aspecto que mais prejudicou a pesquisa, contudo, foi a ausência de data-limite para a publicação. Algumas empresas publicam a carta junto com as demonstrações contábeis anuais, permitindo ao Conselho de Administração

¹⁴⁵ O Manual de Contabilidade Aplicada ao Setor Público (2019) prevê que as normas ali estabelecidas se aplicam, obrigatoriamente, às entidades do setor público. No conceito de entidades do setor público estão abrangidos os entes federativos e seus respectivos poderes, além de entidades da administração indireta como agências, autarquias, fundações (instituídas e mantidas pelo poder público), fundos, consórcios públicos e outras repartições públicas congêneres das administrações direta e indireta - inclusive as empresas estatais dependentes.

¹⁴⁶ Nos resultados gerais não foi abordada a variável controles internos e gestão de riscos (notação R). A real avaliação dos controles depende do acompanhamento cotidiano da empresa, algo que poderia ser feito pelo ente controlador. Assim, embora exista boa aderência ao código de conduta e integridade (82%) e existam canais de denúncia (91%), não é possível verificar se esses instrumentos resultam na efetiva apuração e sanção de irregularidades.

¹⁴⁷ A periodicidade de divulgação da carta é anual e seu conteúdo deve conter: a) a explicitação dos compromissos de consecução de políticas públicas perseguido pela empresa, compatíveis com o interesse coletivo ou de segurança nacional que justificou a sua criação; b) a definição clara dos recursos empregados para esse fim; e c) os impactos econômico-financeiros da consecução desses objetivos, mensuráveis por meio de indicadores objetivos (CARDOSO, 2017). Conforme destacado anteriormente, a carta anual de governança reflete as Diretrizes da OCDE (2015) relacionadas à transparência.

apreciar todos os documentos na mesma reunião¹⁴⁸. Em outros casos a carta só é apreciada no segundo semestre do exercício seguinte ao que faz referência, ou seja, a carta de 2019 só foi levada para deliberação do conselho em setembro ou outubro de 2020 – e, em alguns casos, a carta de referente a 2020 não havia sido publicada quando os dados da pesquisa foram coletados em 2021. A falta de prazo faz com que a Carta seja publicada com informações desatualizadas ou sem adentrar em desafios atuais da administração.

Ante o exposto, conclui-se que, a partir das variáveis que compõem o “*direito à propriedade informada*”, as seguintes práticas de governança se mostraram presentes nas empresas estatais melhor avaliadas: i) publicação de demonstrações contábeis, acompanhadas de pareceres do Conselho Fiscal e da auditoria independente; ii) publicação da carta anual de governança corporativa em até quatro meses após o encerramento do exercício de referência, sendo apreciada em conjunto com as demonstrações financeiras anuais; e iii) presença de membros independentes no conselho de administração. A quantidade de membros nos órgãos de direção e as respectivas remunerações não apresentaram relação direta com a qualidade de governança – vide, novamente, o caso do Metrô-DF. No entanto, a elevação da remuneração das diretorias e conselhos seria mais atrativa a profissionais com maior experiência na administração de empresas, públicas ou privadas.

4.6. RECOMENDAÇÕES DE POLÍTICAS PÚBLICAS.

A proposição de reformas de política pública conclui a análise posicional da AJPE, sendo o seu último passo (CASTRO e FERREIRA, 2018). De um modo geral, as reformas mostram-se mais necessárias nos casos em que há discrepância significativa entre o IFE e o PVJ. Nesse sentido, os resultados individuais da pesquisa, amparados nas análises de governança apresentadas no Anexo III, listam boas práticas que podem ser implementadas pelos administradores das empresas analisadas. A presente seção, por sua vez, traz recomendações específicas para a atuação do GDF enquanto agente responsável, de fato e temporariamente, pelo exercício do controle acionário com poderes para indicar administradores e avaliar a empresa (OCDE, 2015).

As Diretrizes da OCDE (2015, p. 19) enfatizam que o governo deve formular uma “política de propriedade estatal”, documento de alto nível político onde o governo eleito

¹⁴⁸ O Conselho de Administração subscreve a carta anual de governança corporativa com a finalidade de confirmar o vínculo formal e a responsabilidade dos membros do colegiado com os compromissos e as definições contidos no documento (CARDOSO, 2017).

informaria à sociedade e ao mercado quais os objetivos guiarão sua atuação como proprietário de empresas. As Diretrizes da OCDE trazem exemplos de objetivos como a criação de valor (dividendos), a prestação de serviços públicos, ou questões estratégicas que orientam a manutenção de determinados setores sob propriedade nacional – o importante é dar transparência ao público.

O governo brasileiro, a nível federal, não tem uma política específica de propriedade sobre as estatais (OCDE 2020). Essa constatação, resultante da revisão da governança corporativa de estatais no Brasil realizada pela OCDE, destaca que a ausência de uma política clara dificulta a definição de objetivos de médio e longo prazos para as empresas, bem como a prestação de contas da administração. Ademais, sem os objetivos pré-definidos, surgem oportunidades para interferências políticas na gestão por meios informais (OCDE, 2020). A “política de propriedade” seria um balizador para decisões sobre privatizar ou não determinadas companhias, evitando que essa decisão seja casuística a depender do governo no poder. As recomendações da OCDE (2020) para o governo federal se aplicam ao Distrito Federal para que o ente também desenvolva uma política de propriedade para as suas estatais.

Outra diretriz da OCDE (2015), aplicável ao DF, diz respeito à centralização do exercício da propriedade em apenas um órgão. Nos casos em que isso não seja possível, é recomendável, segundo a OCDE, que haja um órgão responsável pela coordenação. No nível federal, o Brasil adota um modelo de “propriedade dual”, onde o Ministério da Economia, por intermédio da SEST, coordena as empresas estatais em conjunto com o ministério setorial supervisor (art. 98 do Decreto nº 9.745/2019) A SEST tem papel de avaliar a criação de novas empresas, alterações estatutárias, remuneração de diretores e conselheiros, planos de aposentadoria e de saúde, dentre outras atribuições. Além disso, a Secretaria realiza publicações sobre as empresas, como o Relatório Agregado das Empresas Estatais Federais e o Boletim trimestral das Estatais Federais, disponibiliza bases de dados sobre as empresas e, conforme destacado na seção sobre os indicadores de governança, publica o IG-SEST. Essas informações permitem compreender e comparar a atuação das estatais federais umas com as outras, algo que não se verifica no DF.

No GDF, a Unidade de Coordenação das Empresas Estatais (UCEst), inicialmente vinculada à Casa Civil do DF, disponibilizava em seu sítio informações gerais sobre quais são as empresas estatais do DF¹⁴⁹. Como o próprio nome indica, essa unidade é incumbida de auxiliar na articulação do GDF com suas empresas, exercendo também a compilação de dados,

¹⁴⁹ Vide www.casacivil.df.gov.br/estatais-conheca/, acessado em 10 de novembro de 2021.

acompanhamento do orçamento, orientações sobre governança corporativa e outras atribuições previstas no Decreto Distrital nº 39.368/2018. Ou seja, a UCEst deveria assumir um papel de coordenação semelhante ao da SEST. Contudo, o Decreto Distrital nº 39.368/2018 foi revogado pelo de nº 42.387/2021, que trata da estrutura administrativa da Secretaria de Economia do DF, e, aparentemente¹⁵⁰, transferiu para essa Secretaria as atribuições da UCEst. Atualmente, dentro da Secretaria de Economia existe a Subsecretaria de Coordenação das Estatais e Órgãos Colegiados, cujas atribuições¹⁵¹ são semelhantes às aquelas previstas para a UCEst, mas com poucas informações sobre as empresas estatais distritais em seu endereço eletrônico.

A dificuldade em definir, via decreto distrital, o órgão responsável pela coordenação de empresas estatais no DF é acompanhada pela ausência de informações sobre as empresas. Não há publicações que agreguem dados das empresas controladas pelo DF, apenas a identificação das estatais no antigo sítio da UCEst. O órgão de coordenação teria meios de solicitar às empresas informações detalhadas sobre o funcionamento da governança, seja diretamente aos administradores ou por intermédio dos conselheiros, a fim de saber, por exemplo, se os relatórios da área de riscos são submetidos ao Conselho de Administração, se a auditoria interna atua no processo de elaboração das demonstrações contábeis ou se eventuais denúncias são tratadas na forma prevista no Código de Conduta e Integridade¹⁵². Enfim, uma atuação ativa do ente controlador deve exigir que esse órgão tenha meios de solicitar informações às empresas e, posteriormente, as reporte à sociedade.

Portanto, deve ser aplicada ao GDF a diretriz da OCDE (2015) para que os traços institucionais do exercício do direito de propriedade no caso das empresas estatais seja claramente identificado no âmbito da administração do Estado, cujo órgão de coordenação deve ter a capacidade e as competências para cumprir efetivamente as suas funções. Essa diretriz seria cumprida em decorrência de alterações legais e infralegais que definam claramente o órgão responsável pela coordenação e, uma vez identificado, devem ser estabelecidas condições para que essa área tenha meios para monitorar as empresas e publicar dados sobre o seu desempenho. É será importante que a avaliação comparada de desempenho traga não apenas dados financeiros e operacionais, mas, principalmente, informações detalhadas sobre como as empresas estatais cumprem os objetivos para as quais foram criadas.

¹⁵⁰ O texto do Decreto Distrital nº 42.387/2021 se limita a revogar o Decreto nº 39.368/2018 sem, contudo, explicitar quais unidades assumiram as competências da UCEst.

¹⁵¹ Art. 81 da Portaria 140/2021 da Secretaria de Economia do Distrito Federal.

¹⁵² Esses exemplos foram retirados do regulamento do IG-SEST (2021)

CONCLUSÃO

O livro Berle e Means (1932) foi o marco inicial dos debates sobre governança corporativa ao descrever a segregação entre “controle” e “propriedade” das companhias, quando os investidores deixam de ser donos ativos da empresa e se tornam proprietários passivos, permitindo que administradores passem a concentrar grande poder econômico. Os autores entendiam que o poder dos administradores deveria ser restringido e, numa nova concepção sobre a atividade corporativa, os interesses da comunidade prevaleceriam sobre o de administradores-controladores. Nos anos 1960 Adolf Berle via nos EUA um bom exemplo de regulação estatal compatível com o desiderato de equilibrar demandas de empresários, trabalhadores, investidores e outros grupos sociais. Conforme explicado na Parte I do presente trabalho, essa percepção sobre a regulação estatal contrasta com crença propagada por Jensen e Meckling de que a intervenção do estado na economia poderia acabar com as corporações ao restringir a liberdade de ação dos administradores e dos acionistas (WEINSTEN, 2012). Dessa forma, como explicado, os precursores dos debates sobre a governança corporativa divergiam tanto na caracterização da firma (entidade real *vs* nexos de contratos) quanto sobre o seu propósito (interesse público *vs* resultados financeiros).

As teorias atuais de governança corporativa ecoam o debate clássico sobre qual seria o propósito da companhia, opondo visões que, de um lado, defendem a geração de lucro distribuído aos acionistas e, de outro, o atendimento de interesses de um rol mais amplo de partes interessadas. É razoável entender que cada teoria tem suas limitações e está sujeita a críticas. Contudo, considerado o embate entre as duas posições, alguns manuais de governança defendem que cabe às empresas estatais – e mais especificamente às sociedades de economia mista – perseguir ambos os objetivos que estruturaram o debate, pois essas empresas do setor público devem, simultaneamente, gerar lucro aos acionistas e atender metas sociais e de políticas públicas (IBGC, 2015b).

A partir da definição de governança corporativa de Ronald Gilson (2016) e sua percepção de que as teorias de governança corporativa são lentes para entender um fenômeno complexo e dinâmico, propõe-se superar a ideia do duplo mandato das estatais a fim de orientar o seu propósito em torno da função de social correspondente à “*realização do interesse coletivo ou de atendimento a imperativo da segurança nacional expressa no instrumento de autorização legal para a sua criação*” (conforme previsto no art. 27 do Estatuto das Estatais). Por essa abordagem, o lucro não seria uma das missões “principais” da empresa estatal, conforme

defendido pelo discurso do duplo mandato, mas sim um meio para viabilizar o interesse social que justifica a sua existência.

O foco na função social possibilita enfatizar a geração de bem-estar (HART e ZINGALES, 2017) para a sociedade-proprietária da estatal, ao contrário do que decorre da teoria dos acionistas, que enfatiza a geração de ganhos financeiros no curto prazo. A busca pela função social supera, ainda, a crítica de Jensen (2001) à teoria dos *stakeholders*. A crítica consiste, resumidamente, na ausência de objetivos claramente definidos à companhia em razão da diversidade de interesses a serem perseguidos. Dessa forma, o Estatuto das Estatais esclarece que o objetivo da empresa é o cumprimento do relevante interesse público ou imperativo de segurança nacional que justificou a sua criação (art. 27 da Lei nº 13.303/2016), o qual funciona como parâmetro para avaliar os resultados da empresa estatal e a prestação de contas dos administradores. Ademais, a função social se aplica a todas as empresas estatais com base na lei que justificou a respectiva criação, ao passo que a ideia do duplo mandato foi construída com ênfase sobre as sociedades de economia mista.

Segundo a definição de Gilson (2016), governança corporativa é um instrumento operacional, dinâmico, pois permite a incorporação de novas práticas. Sua efetividade, no entanto, dependerá do contexto em que são implementadas tais práticas. No âmbito dos regramentos sobre as empresas estatais, a Lei nº 13.303/2016 trouxe a obrigatoriedade de adoção de instrumentos de governança corporativa para fomentar a transparência e a prestação de contas no cumprimento de sua função social. Nesse sentido, a pesquisa empírica teve como referência o “*direito à propriedade informada*” para enfatizar a transparência ativa exigida de todas as empresas estatais e sua obrigação de prestar informações aos proprietários finais – a sociedade ou conjunto dos cidadãos –, permitindo a avaliação sobre o cumprimento dos objetivos que justificaram a criação da estatal.

A pesquisa empírica utilizou a metodologia da AJPE, mais especificamente a Análise Posicional, a fim de construir um indicador para mensurar o “*direito à propriedade informada*” e sua efetividade no Distrito Federal. O indicador, denominado IFE na AJPE, foi estruturado com cinco variáveis que agregaram informações sobre práticas de governança corporativa, a saber: i) objetivos da empresa e *stakeholders*; ii) estrutura de governança; iii) identificação dos administradores; iv) divulgações financeiras; e v) controles internos e gestão de riscos. As práticas de governança avaliadas não se limitaram a conteúdos da Lei nº 13.303/2016, mas buscaram complementações em documentos que influenciaram a construção dessa lei (e.g., Diretrizes da OCDE para empresas estatais e códigos do IBGC), bem como IG-SEST enquanto indicador que avalia a governança das estatais federais.

As práticas de governança de empresas individuais implementadas no ano de 2020 foram expressas no IFE de cada empresa estatal dos Distrito Federal – com exceção daquelas em liquidação ou sem perspectiva de se tornar operacional. Nesse sentido, o estudo realizou uma avaliação da governança dessas empresas. Na análise individual foram ressaltadas informações sobre realidade operacional de cada estatal, a exemplo do processo de privatização da CEB-Distribuição, os desafios do Metrô-DF e da TCB em oferecer transporte público durante a pandemia ou a visão de que a Codeplan deveria se tornar uma autarquia diante da ausência de receitas. A obtenção dessas informações e a sua fácil disponibilidade promovem a transparência das empresas a partir de boas práticas de governança. O resultado da pesquisa individual e os referenciais normativos adotados permitiram a elaboração de uma caracterização de conteúdos ideais do “*direito à propriedade informada*”, expressos no PVJ (Tabela 3). Além disso, com base na divergência entre o IFE e o PVJ, foi possível compreender o espaço para o aperfeiçoamento da governança nas empresas avaliadas.

Os resultados gerais permitiram extrair deficiências mais gerais dos pressupostos que conduzem a padrões de governança desejáveis. De forma geral, as empresas estatais do Distrito Federal deveriam melhorar a divulgação dos currículos dos dirigentes e dos conselheiros para facilitar o controle social sobre o cumprimento dos requisitos e vedações legais para os cargos. A composição dos Conselhos de Administração seria aperfeiçoada com a presença de membros independentes, a exemplo da difundida prática de designar um assento no CA aos representantes dos empregados, não obstante a baixa remuneração oferecida aos conselheiros dificultar a presença de membros independentes. Finalmente, foi identificada a ausência de padrão no formato e na data de publicação das cartas anuais de governança corporativa, algo que prejudica a avaliação das empresas e, no caso das estatais dependentes, é agravado pela ausência de auditoria independente sobre as demonstrações contábeis.

Ressalta-se que os achados acima afastaram as duas hipóteses da pesquisa, quais sejam: i) o não cumprimento dos requisitos mínimos de governança previstos na Lei nº 13.303/2016 nas empresas estatais do Distrito Federal; e ii) pior governança quando a estatal é dependente dos recursos do Distrito Federal, pois haveria limitações financeiras para o adequado exercício das práticas de governança. Ambas as hipóteses não foram confirmadas pelos dados. Quanto à primeira hipótese, constatou-se que até 2018 os estatutos sociais foram revisados para se adequarem às exigências da Lei nº 13.303/2016 e do Decreto Distrital nº 37.967/2017, ainda que nem todas as empresas apliquem, de fato, as previsões estatutárias. A qualidade da governança difere entre as empresas estatais do distrito federal e não é possível generalizar as falhas identificadas em alguns casos. A segunda hipótese foi refutada diante da constatação de

que dependência dos recursos do Distrito Federal não implica necessariamente uma governança pior do que as não dependentes, apesar de limitar o funcionamento de algumas estruturas. O Metrô-DF, por exemplo, apresentou um dos melhores resultados na pesquisa, mas seu Comitê de Auditoria Estatutário não realizou reuniões porque o GDF determinou a contenção de despesas com salários. A correlação mais fraca entre o IFE e o lucro líquido (figura 9) corrobora que mesmo as estatais dependentes podem implementar boas práticas de governança.

O último passo da análise posicional da AJPE corresponde à elaboração de propostas de reformas de políticas públicas (CASTRO e FERREIRA, 2018) quando há discrepâncias relevantes entre o IFE e o PVJ. O Anexo III traz o IFE de cada empresa, de onde é possível extrair os pontos de melhoria abordados nos resultados individuais. A principal reforma de política pública seria definir qual órgão do GDF é responsável pela coordenação das empresas estatais, a exemplo da SEST no plano federal, e, uma vez definidas as competências em lei e decreto distrital, é possível recomendar que que a essa área sejam asseguradas condições técnicas e de pessoal para monitorar as empresas e publicar dados agregados. Trata-se de uma proposta em linha com a recomendação da OCDE (2015) para que o Estado atue como *“proprietário informado e ativo, garantindo que a governança das EEs seja conduzida de forma transparente e responsável, com um elevado grau de profissionalismo e efetividade”*.

Ante o exposto, a principal contribuição da presente pesquisa foi analisar, a partir de elementos normativos e dados empíricos, a governança corporativa das empresas estatais do Distrito Federal, realizando assim um esforço que se soma ao de outros trabalhos com enfoque sobre as estatais do Ceará (SILVA e NUNES, 2019) e do Rio de Janeiro (CALIXTO, CINTRA e FONSECA, 2020). Pesquisas futuras poderiam construir uma base de dados com informações sobre empresas estatais de todos os entes da federação, a fim de proceder uma avaliação da qualidade da governança corporativa sob a mesma metodologia.

ANEXO I – COMPARATIVOS ENTRE DIRETRIZES DA OCDE SOBRE A GOVERNANÇA DE EMPRESAS ESTATAIS A LEI Nº 13.303/2016

Tabela 1: Comparativo Diretrizes OCDE sobre as obrigações do Estado como proprietário e a Lei nº 13.303/2016

Obrigações do Estado proprietário.	Lei nº 13.303/2016
Se fazer presente nas assembleias-gerais de acionistas e exercer o voto	Não há previsão específica na lei.
Procedimento bem estruturado para a nomeação de conselheiros e diretores	Art. 17 – Requisitos para nomeação.
Definição de objetivos (metas financeiras, estrutura de capital e apetite a risco), com monitoramento	Art. 8º, 13 e 23.
Mecanismo de reporte	Art. 8º (incisos III e VIII)
Política de divulgação de informações	Art. 8º (inciso IV)
Diálogo com auditores externos e órgãos de controle.	Art. 85 e seguintes.
Política de remuneração para conselheiros e diretores.	Art. 8º e 12.

Fonte: OCDE. Elaboração própria.

Tabela 2: Comparativo Diretrizes OCDE sobre as divulgações de informações e a Lei nº 13.303/2016

Divulgação de informações.	Lei nº 13.303/2016
Declaração sobre os objetivos da empresa e seu cumprimento	Art. 8º, I – Carta anual
Resultados financeiros e operacionais, inclusive custos e fontes para cumprir políticas públicas	Art. 8º, VI
Governança e controle societário, inclusive códigos de governança corporativa e seu cumprimento	Art. 8º, III (estrutura de controle e práticas de governança corporativa)
Remuneração dos membros do Conselho de Administração e dos principais cargos diretivos	Art. 8º, III e 12, I.
Qualificação dos membros do Conselho de Administração e procedimento de escolha, inclusive diversidade, se participam do conselho de outras empresas e se são considerados independentes.	A nível federal há exigência de divulgar currículos. Os art. 17 e 22 da Lei trazem requisitos e vedações.
Fatores de risco e medidas para mitiga-los.	Acompanhado pelo C.A., mas não há obrigação de divulgar

Qualquer ajuda financeira recebida do Estado, inclusive garantias.	Não há obrigação específica de divulgar
Transações com o Estado e partes relacionadas	Art. 8º, VII – política transações com partes relacionadas.
Informações relevantes sobre empregados e <i>stakeholders</i>	Não há obrigação específica de divulgar

Fonte: OCDE. Elaboração própria

ANEXO II – ÍNDICE DE FRUIÇÃO EMPÍRICA DO “*DIREITO À PROPRIEDADE INFORMADA*”.

Variável	Código	Detalhamento dos componentes das variáveis do IFE	Referência	Exigível das estatais de menor porte
O	O1	Divulga em seu site carta anual de governança corporativa?	Lei nº 13.303/2016, art. 8º, I. B3 Programa destaque governança Diretrizes OCDE	Sim
O	O2	Carta anual indica o interesse público que justificou a criação da Estatal?	Lei nº 13.303/2016, art. 8º, I. B3 Programa destaque governança	Sim
O	O3	Carta anual explicita os compromissos de consecução de políticas públicas?	Lei nº 13.303/2016, art. 8º, I. B3 Programa destaque governança	Sim
O	O4	Carta anual mensura os impactos econômico-financeiros na consecução dos objetivos de políticas públicas?	Lei nº 13.303/2016, art. 8º, I. B3 Programa destaque governança Diretrizes OCDE	Sim
O	O5	Carta anual ou plano de negócios indica o processo de formação de preços ou fixação de tarifas?	B3 Programa destaque governança Boas Práticas Estatais, IBGC	Sim
O	O6	Carta anual divulga informações sobre despesas com publicidade, patrocínios, parcerias e convênios?	B3 Programa destaque governança Boas Práticas Estatais, IBGC	Sim
O	O7	O estatuto/contrato social foi atualizado após a publicação da Lei nº 13.303/2016?	Lei nº 13.303/2016, art. 91.	Sim
O	O8	A empresa divulga o relatório integrado ou de sustentabilidade?	Lei 13.303/2016, art. 8º, IX B3 Programa Destaque Governança	Sim
O	O9	A empresa mantém em seu site informações sobre licitações e contratos?	Lei 13.303/2016, art. 88	Sim
G	G1	A empresa tem um Conselho de Administração com 7 a 11 membros?	Lei nº 13.303/2016, art. 13, I	Parcialmente, mínimo 3 membros
G	G2	A empresa tem pelo menos 3 diretores?	Lei nº 13.303/2016, art. 13, II	Parcialmente, mínimo 2 membros
G	G3	A empresa tem um Conselho Fiscal?	Lei nº 13.303/2016, art. 13, II	Sim
G	G4	A empresa tem um Comitê de Elegibilidade Estatutário?	Lei nº 13.303/2016, arts. 10 e 6.	Não

G	G5	A empresa tem um Comitê de Auditoria Estatutário?	Lei nº 13.303/2016, arts. 6º e 9º. B3 Programa destaque governança Diretrizes OCDE	Não
G	G6	Há outros comitês que reportam ao CA (e.g., finanças, pessoas, riscos, sustentabilidade).	Código melhores práticas, IBGC. B3 Programa Destaque Governança	Não
G	G7	O site da empresa divulga as atas dos órgãos de administração, CF e comitês?	IG-SEST, 4º e 5º Ciclo Lei nº 13.303/2016, art. 86 (órgãos de controle)	Sim
A	A1	Há membros independentes no Conselho de Administração?	Lei nº 13.303/2016, art. 22 B3 Programa destaque governança	Não
A	A2	Há membros dos CA indicados pelos empregados da empresa?	Lei nº 13.303/2016, art. 19 Diretrizes OCDE	Não
A	A3	A empresa divulga em seu site o nome dos membros do CA com um currículo resumido?	IG-SEST, 4º Ciclo Diretrizes OCDE	Sim
A	A4	A empresa divulga a remuneração dos membros do CA?	Lei nº 13.303/2016, art. 12 Diretrizes OCDE	Sim
A	A5	O estatuto prevê a avaliação dos membros do CA?	B3 Programa Destaque Governança IBGC, melhores práticas	Sim
A	A6	É possível confirmar que o presidente do CA não é o Diretor-Presidente da empresa?	Boas Práticas Estatais, IBGC Diretrizes OCDE	Sim
A	A7	Todos os diretores são escolhidos pelos membros do CA?	Diretrizes OCDE Lei nº 6.404/1976, art. 142	Sim
A	A8	A empresa divulga em seu site o nome dos diretores com um currículo resumido?	IG-SEST, 4º Ciclo Diretrizes OCDE	Sim
A	A9	A empresa divulga a remuneração dos diretores?	Lei nº 13.303/2016, art. 12 Diretrizes OCDE	Sim
A	A10	Se a empresa é não-dependente, o estatuto prevê remuneração variável para os diretores, vinculada a metas de longo-prazo?	IG-SEST, 4º Ciclo IBGC, melhores práticas	Sim, se não dependente
A	A11	O estatuto prevê a avaliação dos diretores pelo CA, além da fiscalização da gestão?	Lei nº 13.303/16, art. 18, IV IBGC, melhores práticas. B3 Programa destaque governança	Sim
A	A12	A empresa divulga em seu site o nome dos membros do CF com um currículo resumido?	IG-SEST, 4º Ciclo B3 Programa Destaque Governança	Sim

A	A13	A empresa divulga a remuneração dos membros do Conselho Fiscal?	Lei nº 13.303/2016, art. 12 Diretrizes OCDE e IG-SEST	Sim
A	A14	O estatuto prevê a atuação do Comitê de Elegibilidade no processo de indicação dos administradores e Conselho Fiscal?	IG-SEST, 4º ciclo Boas Práticas Estatais, IBGC	Não
F	F1	A empresa disponibiliza demonstrações financeiras trimestrais ou, ao menos, anuais?	Lei nº 13.303/2016, art. 7º Diretrizes OCDE	Sim
F	F2	As informações disponibilizadas no site estão atualizadas de acordo com as datas de divulgação?	Lei nº 13.303/2016, art. 7º Instrução CVM 608	Sim
F	F3	A empresa divulga o parecer do Conselho Fiscal sobre as demonstrações financeiras?	Lei nº 13.303/2016, art. 26.	Sim
F	F4	A empresa divulga o parecer da auditoria independente sobre as demonstrações financeiras?	Lei nº 13.303/2016, art. 7º Diretrizes OCDE	Sim
F	F5	A empresa divulga sua Política de Dividendos?	Lei nº 13.303/2016, art. 8º, V.	Sim, se não dependente
F	F6	Se dependente, a empresa divulga as subvenções que recebe do GDF para suas despesas correntes ou de capital?	Diretrizes OCDE Boas Práticas Estatais, IBGC	Sim, se dependente
R	R1	A empresa divulga seu Código de Conduta e Integridade?	Lei nº 13.303/2016, art. 9º, §1º	Sim
R	R2	Há informações sobre canais de denúncias no site da empresa ou seu estatuto social?	B3 Programa Destaque Governança Boas Práticas Estatais, IBGC	Sim
R	R3	O estatuto prevê a realização de treinamentos sobre Conduta e Integridade?	Lei nº 13.303/2016, art. 9º, I B3 Programa Destaque Governança	Sim
R	R4	O Estatuto social prevê a participação de membros independentes no Comitê de Auditoria Estatutário?	Lei nº 13.303/2016, art. 25.	Não
R	R5	O estatuto social prevê uma área de auditoria interna?	Lei nº 13.303/2016, art. 9º, III. IBGC, melhores práticas	Não
R	R6	Há informações sobre o reportes da auditoria interna ao CA?	Lei nº 13.303/2016, art. 9º, §3º IG-SEST	Sim
R	R7	A empresa divulga uma Política de Transações com Partes Relacionadas?	Lei nº 13.303/2016, art. 8, VII	Sim
R	R8	A empresa divulga sua Política de Divulgação de Informações Relevantes?	Lei nº 13.303/2016, art. 8º, IV. Diretrizes OCDE	Sim
R	R9	O estatuto prevê pelo menos uma área responsável por Compliance, Controles Internos e Riscos?	Lei nº 13.303/2016, art. 9º, I B3 Programa Destaque Governança	Sim

A10	Remuneração variável para os diretores	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
A11	Avaliação dos diretores pelo CA	1	1	1	1	1	0	1	1	1	1	0
A12	Divulga membros do CF, com currículo resumido	1	0	1	0	0	0	0	1	0	0	0
A13	Divulga a remuneração dos membros do CF	1	1	1	1	1	0	1	1	1	1	1
A14	Comitê de Elegibilidade avalia indicações	1	1	1	1	1	0	1	1	0	0	1
F1	Disponibiliza demonstrações financeiras	1	1	1	1	1	1	1	0	1	0	0
F2	Informações financeiras são atualizadas	1	1	1	0	1	1	0	0	1	0	0
F3	Divulga parecer do CF sobre as demonstrações	1	1	1	1	1	1	0	0	0	0	0
F4	Divulga parecer da auditoria sobre as demonstrações	1	1	1	1	1	1	0	0	0	0	0
F5	Divulga a Política de Dividendos	1	1	1	0	0	0	1	0	1	0	0
F6	Divulga as subvenções que recebe do GDF	0	0	0	0	1	0	1	1	1	1	0
R1	Divulga Código de Conduta e Integridade	1	1	1	1	1	1	1	0	1	1	0
R2	Divulga canais de denúncias	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0	1
R3	Previsão de treinamentos em Conduta e Integridade	1	0	0	0	1	1	1	1	0	1	1
R4	Membros independentes no Comitê de Auditoria	1	1	1	1	1	0	0	0	0	0	1
R5	Estatuto prevê área de auditoria interna	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0	1
R6	Informações sobre reportes da auditoria interna ao CA	0	1	1	0	1	0	0	0	0	0	0
R7	Divulga Pol. de Transações com Partes Relacionadas	1	1	1	1	1	0	1	0	1	0	0
R8	Divulga Pol. de Divulgação de Informações Relevantes	1	1	1	1	1	0	0	0	1	1	0
R9	Existe área de Compliance, Riscos e Controles	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1

	BRB	CEB	TERRACAP	CAESB	METRÔ	CEASA	NOVACAP	EMATER	CODEPLAN	TCB	CODHAB
IFE (somatório)	49	40	39	34	40	18	28	28	27	23	19
PVJ	50	50	50	50	49	37	36	36	36	36	36
Resultado (IFE/PVJ)	98%	80%	78%	68%	82%	49%	78%	78%	75%	64%	53%

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ABRANCHES, Sérgio Henrique. Questão da empresa estatal: economia, política e interesse público. *Revista de Administração de Empresas*, 19(4), 95-105, 1979. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/rae/v19n4/v19n4a09.pdf>>.

ALLEN, Mary et. al. Evaluating the corporate board: mounting pressure to improve corporate governance results in new scorecards. **Strategic Finance**. Janeiro, 2004.

ARAGÃO, Alexandre Santos. **Empresas Estatais: o regime jurídico das empresas públicas e sociedades de economia mista**. São Paulo: Editora Forense, 2017.

BANCO DE BRASÍLIA S.A. **Carta anual de políticas públicas e governança corporativa, ano base 2019**. 2020. Disponível em: <https://novo.brbc.com.br/wp-content/uploads/2020/09/Carta-Anual-Politicas-Publicas-Governanca-Corporativa-2020.pdf>.

BANCO MUNDIAL. **Corporate Governance of State-Owned Enterprises: a Toolkit**. Washington: Banco Mundial, 2014.

_____. **Corporate Governace: a framework for implementation**. Washington: Banco Mundial, 2000

BEBCHUCK, L; COHENM A.; WANG, C. Learning and the disappearing association between corporate governance and returns. **Journal of finanancial economics**. 108(2), pp. 323-348, 2013.

BENZECRY NETO, Rubens Samuel. O membro independente do conselho de administração. in: JUSTEN FILHO, Marçal (Org.). **Estatuto Jurídico das Empresas Estatais**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2016. p. 186-197.

BERLE, Adolf e MEANS, Gardiner. **The Modern Corporation and Private Property**. Nova Iorque: The Macmillan Company, 1933.

BERLE, Adolf. Corporate powers as powers in trust. **Harvard Law Review**. Vol. 44, nº 7, 1931, p. 1049-1074.

_____. For whom corporate managers are trustees: a note. **Harvard Law Review**. Vol 45, nº 8, 1932, p. 1365-1372.

BLAIR, Margaret. **Ownership and control: rethinking corporate governance for the twenty-first century**. Washington: The Brookings Institution, 1995.

BRASIL. Congresso Nacional. **Relatório do PLS nº 555/2015**. Relator: Arthur Oliveira Maia, 2015. Disponível em: <<http://legis.senado.leg.br/sdleg-getter/documento?dm=4158982&disposition=inline>>.

BRATTON, W. e WACHTER, M. Shareholders primacy's corporatist origins: Adolph Berle and the modern corporation. **The Journal of Corporation Law**, vol 34, nº 99, 2008, p. 100-152.

BROOME, A. e QUIRK, J. Governing the world at a distance: the practice of global benchmarking". **Review of International Studies**. 41(05), pp. 819–841, 2015.

B3. **Regimento do programa destaque em governança de estatais**. 2019. Disponível em <https://www.legiscompliance.com.br/images/pdf/programa_destaque_em_governanca_de_estatais.pdf>

CABRAL, Ernani; SOARES, Fernando Antônio; SILVA, Julio. Avaliando políticas públicas a partir dos resultados do IG-SEST. In: SILVA, Mauro Santos; SCHMIDT, Flávia e KLIASS, Paulo (org). **Empresas estatais: políticas públicas e desempenho**. Brasília: IPEA, 2019, p. 123-144.

CALDEIRA, Marcos; e DUFLOTH, Simone Cristina. A lei das estatais e as diretrizes internacionais: convergências para o estado da arte em integridade, compliance e anticorrupção. **Cadernos EBAPE.BR [online]**. 2021, v. 19, pp. 675-688. Disponível em: <https://doi.org/10.1590/1679-395120200140>.

CALIXTO, Luiz; CINTRA, Yara; FONSECA, Ana Carolina. Implementação das práticas de governança e compliance da Lei de Responsabilidade das Estatais no Rio de Janeiro. **Sociedade, Contabilidade e Gestão**. V. 15, n. 4, set/dez 2020.

CÂMARA, Jacinto Arruda. Entes estatais: o lucro é incompatível com a missão social? In: SUNDFELD, Carlos Ari e ROSILHO, André. **Direito da Regulação e Políticas Públicas**. São Paulo: Editora Malheiros, 2014, p. 256-270.

CARDOSO, André Guskow. Governança corporativa, transparência e compliance nas empresas estatais: o regime instituído pela Lei 13.303/2016. In: JUSTEN FILHO, Marçal (Org.). **Estatuto jurídico das empresas estatais**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2016. p. 95-119.

CASTRO, Marcus Faro. **Instituições econômicas: evolução de seus elementos constitucionais na sociedade de mercado**. Revista de Direito Empresarial, Curitiba, n. 6 jul/dez 2006.

_____. Análise Jurídica da Política Econômica. **Revista da Procuradoria-Geral do Banco Central**, v. 3, 2009, p. 17-71

_____. Novas Perspectivas Jurídicas sobre a Reforma de Políticas Públicas no Brasil. **Revista Direito UnB**, vol. 1, n. 1, 2014, p. 43.

_____. "Policies, Technology and Markets: Legal Implications of Their Mathematical Infrastructures". **Law and Critique** 30 (1), 2019, p. 91–114. Disponível em: <https://doi.org/10.1007/s10978-018-9236-9>.

_____. A Dimensão Econômica da Efetividade dos Direitos Fundamentais. **Revista Semestral de Direito Econômico** 1 (2), 2021, p. 1–37.

CASTRO, Marcus Faro e FERREIRA, Hugo Pena (org.). **Análise jurídica da política econômica: a efetividade dos direitos na economia global**. Curitiba: Editora CRV, 2018.

CHEFFINS, Brian; BANK, Steven. Is Berle and Means really a myth?. **European Corporate Governance Institute**. Working Paper n° 121/2009, 2009.

CLARKE, Donald. "Nothing but the wind"? The past and future of comparative corporate governance. **American Journal of Comparative Law**. Vol. 59, 2010, p. 75-110.

COFFEE, John C. What Caused Enron?: A Capsule Social and Economic History of the 1990's. Columbia law school, center for law and economic studies. Working Paper n. 2014., Disponível em: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.373581>.

COHEN, Morris. "Property and Sovereignty". **Cornell Law Review** 13 (1): 8–30, 1927.

COMISSÃO DE VALORES IMOBILIÁRIOS. Instrução normativa n° 586, de 8 de junho de 2017. **Informe sobre o código brasileiro de governança corporativa – cias. abertas**.

COMPANHIA DE PLANEJAMENTO DO DISTRITO FEDERAL. **Carta anual de políticas públicas e governança corporativa, anos base 2018 e 2019**. 2020. Disponível em: <https://www.codeplan.df.gov.br/carta-anual-de-politicas-publicas-e-governanca-corporativa/>

COMPANHIA DE SANEAMENTO AMBIENTAL DO DISTRITO FEDERAL. **Relatório da administração 2020**. Disponível em: <<https://www.caesb.df.gov.br/empresa/governanca-corporativa/balancos-e-relatorios/relatorio-anual-da-administracao.html>>

COMPANHIA DO METROPOLITANO DO DISTRITO FEDERAL. **Carta anual de políticas públicas e governança corporativa, ano base 2020**. 2021. Disponível em: <http://www.metro.df.gov.br/?page_id=37077>

COMPANHIA ENERGÉTICA DE BRASÍLIA. **Carta anual de políticas públicas e governança corporativa, ano base 2019**. 2020. Disponível em: <<https://ri.ceb.com.br/List/Download.aspx?Arquivo=6ppO//aoA2/JUScJBgI93Q==>>

_____. **Relatório da Administração 2020**. 2021. Disponível em: <<https://ri.ceb.com.br>>.

COMPANHIA IMOBILIÁRIA DE BRASÍLIA (TERRACAP). **Carta anual de governança corporativa 2021**. Disponível em: <<https://www.terracap.df.gov.br/index.php/acao-informacao-home>>.

COUTINHO, Diogo; MESQUITA, Clarissa; e NASSER, Maria Virginia. Empresas estatais entre serviços públicos e atividades econômicas. **Revista Direito GV**. v 15, n 1, jan/abr, 2019.

DEWEY, John. "The Historic Background of Corporate Legal Personality". **The Yale Law Journal** 35 (6): 655, 1926. Disponível em: <https://doi.org/10.2307/788782>.

DF GESTÃO DE ATIVOS. **Demonstrações financeiras**. 2020. Disponível em : <<https://www.economia.df.gov.br/wp-conteudo/uploads/2020/09/BALANCO2019.pdf>>

DODD, Merrick. For whom are corporate managers trustees?. **Havard Law Review**. Vol 45, n° 7, 1932.

DONKER, Han e ZAHIR, Saif. Towards an impartial and effective corporate rating system. **Corporate Governance**. Vol 8, n 1, 2008.

EISENHARDT, Kathlemm. Agency Theory: An Assesment and Review. **Academy of Management Review**, Vol, 14. N 1, 1989, p. 57 - 74.

EMPRESA TÉCNICA DE ASSISTÊNCIA TÉCNICA E EXTENSÃO RURAL. **Carta anual de governança corporativa, exercício 2020**. 2021. Disponível em: <<https://emater.df.gov.br/governanca-corporativa/>>

FONTES-FILHO, Joaquim Rubens. A governança corporativa em empresas estatais brasileiras frente a Lei de Responsabilidade das Estatais (Lei nº 13.303/2016). **Revista Serviço Público**, n. 69, dez/2018, p. 181-209.

_____. Remuneração e mecanismos de alinhamento de interesses na governança corporativa das empresas estatais brasileiras. In: SILVA, Mauro Santos; SCHMIDT, Flávia e KLIASS, Paulo (org). **Empresas estatais: políticas públicas e desempenho**. Brasília: IPEA, 2019, p. 123-144.

FONTES-FILHO, Joaquim Rubens; e PICOLIN, Lidice Meireles. Governança corporativa em empresas estatais. **Revista de administração pública**. Rio de Janeiro 42(6):1163-88, nov./dez. 2008

FRAZÃO, Ana. O abuso de poder de controle na lei das estatais. In: NORONHA, João; FRAZÃO, Ana; MESQUITA, Daniel (org). **Estatuto jurídico das estatais: análise da Lei nº 13.303/2016**. Belo Horizonte: Editora Fórum, 2018, p. 107-138.

_____. De novo a questão do ajuste de preços da Petrobrás? **Jota**, 2019, disponível em: <https://www.jota.info/opiniao-e-analise/colunas/constituicao-empresa-e-mercado/de-novo-a-questao-do-ajuste-de-precos-da-petrobras-17042019>.

_____. Capitalismo de stakeholders e investimentos em ESG, parte II. **Jota**, 2021, disponível em: <https://www.jota.info/opiniao-e-analise/colunas/constituicao-empresa-e-mercado/capitalismo-de-stakeholders-e-investimentos-esg-2-05052021>.

FREEMAN, Edward R; REED, David. Stockholders and stakeholders: a new perspective on corporate governance. **California management review**, vol. 25, nº 3, 1983.

_____. **Strategic manegement, a stakeholder approach**. Massachusetts: Pitman Publishing inc., 1984.

FURTADO, Celso. **Formação econômica do Brasil**. 32ª ed. São Paulo: Companhia Editora Nacional, 2005.

FRIEDMAN, Milton. The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits. **New York Times Magazine**. Nova Iorque, 13 de setembro de 1970, seção SM, página 17.

GILSON, Ronald. From corporate law to corporate governance. **European Corporate Governance Institute, Law Working Paper N° 324/2016**, set. 2016.

GLEN, Jack e SINGH, Ajit. Corporate governance, competition and finance: Re-thinking lessons from the asian crisis. **ESRC Centre for Business Research, University of Cambridge Working Paper No. 288**, 2004.

GOERGEN, Marc. What Do We Know about Different Systems of Corporate Governance. **Journal of Corporate Law Studies**, vol. 1, 16, 2007.

GORDON, Jeffrey N. Convergence and Persistence in Corporate Law and Governance **Columbia Law and Economics Working Paper No. 574**, dez/2017. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3037113>.

HALL, Peter A., e SOSKICE, David W., orgs. **Varieties of capitalism: the institutional foundations of comparative advantage**. New York: Oxford University Press, 2001.

HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. The End of History for Corporate Law. **Gerogetown Law Journal**, vol. 89:439, 2001.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Uma década de governança corporativa: história do IBGC, marcos e lições da experiência**. São Paulo: IBGC, 2006

_____. **Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa**, 5ª Edição. São Paulo: IBGC, 2015a.

_____. **Boas práticas de governança corporativa para sociedades de economia mista**. Série Cadernos de Governança Corporativa. São Paulo: IBGC, 2015b.

_____. **Sociedade de economia mista**. Série Carta Diretriz, nº 5. São Paulo: IBGC, 2015c.

_____. **Governança corporativa em empresas estatais listadas no Brasil**. 2.ed. Série IBGC Pesquisa. São Paulo: IBGC, 2018.

_____. **Remuneração dos administradores**. 7ª ed. São Paulo: IBGC, 2020.

LAZONICK, Willian e O'SULLIVAN, Mary. Maximazing shareholder value: a new ideology for corporate governance. **Economy and Society**. Vol 29, n 1, p. 13-35, 2000.

LA PORTA, Rafael et al. Law and Finance. **Journal of Political Economy**, vol. 106, nº. 6, 1998.

JENSEN, Michael. e MECKLING, William. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. **Journal of Financial Economics**, Outubro, V. 3, No. 4, 1976, pp. 305-360,

_____. Can the Corporation Survive? **Financial Analysts Journal**, Vol. 31, nº 1, pp. 31-37, 1978, Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=244155>.

_____. Corporate Governance and “Economic Democracy”: An Attack on Freedom (June 30, 1983). **Proceedings Of Corporate Governance: A Definitive Exploration Of The**

Issues, C.J. Huizenga, ed., UCLA Extension, 1983, Harvard Business School NOM Unit Working Paper, 1983. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=321521>

JENSEN, M. **A theory of the firm: governance, residual claims, and organizational forms**. 1ª ed. Cambridge: Harvard University Press, 2001.

KRAAKMAN, R. et al. **The anatomy of corporate law**. 3ª Ed. Oxford: Oxford University Press, 2017.

KREVER, Tor. The Legal Turn in Late Development Theory: The Rule of Law and the World Bank's Development Model. **Harvard International Law Journal** 52 (1), 2011, p. 281–319.

LOCH, Murialdo; MARCON, Rosilene; SILVA, André Leonardo; XAVIE, Wlamir Gonçalves. Government's impact on the financial performance of electric service providers as both regulator and shareholder. **Utilities Policy**, nº 55, 2018, pp. 142-150.

LOCH, Murialdo; SILVA, Jaison Caetano; BUENO, Giovana; MARCON, Rosilene. O Governo como acionista e o conflito principal-principal no setor elétrico brasileiro. **Brazilian Business Review**. v. 17, n. 1, 2020, pp. 24-45. Disponível em: <https://doi.org/10.15728/bbr.2020.17.1.2>

LUND, Dorothy S. e POLLMAN, Elizabeth. The Corporate Governance Machine. European Corporate Governance Institute - Law Working Paper No. 564/2021, fev/2021. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3775846>.

LUPION, Ricardo. Estatuto jurídico das estatais: avanços, retrocessos e futuro. **Revista jurídica luso-brasileira**. ano 5, n. 4, 2019. Disponível em: https://www.cidp.pt/revistas/rjlb/2019/4/2019_04_1543_1565.pdf.

MARINHO, Sarah. O estatuto das estatais diante de novos parâmetros para a intervenção do estado na economia. In: NORONHA, João; FRAZÃO, Ana; MESQUITA, Daniel (org). **Estatuto jurídico das estatais: análise da Lei nº 13.303/2016**. Belo Horizonte: Editora Fórum, 2018, p. 467-483

MENDES, Gilmar Ferreira. Aspectos constitucionais do regime jurídico das empresas estatais. In: NORONHA, João; FRAZÃO, Ana; MESQUITA, Daniel (org). **Estatuto jurídico das estatais: análise da Lei nº 13.303/2016**. Belo Horizonte: Editora Fórum, 2018, p. 21-41

MERRY, Sally Engle. Measuring the World. **Current Anthropology**, vol. 52 (S3). University of Chicago Press, pp. S83–95, doi:10.1086/657241, 2011.

MISHRA, Subodh. ESG Matters II. *Havard Law School Forum on Corporate Governance*, 2 de junho de 2021. Disponível em: <https://corpgov.law.harvard.edu/2021/06/02/esg-matters-ii/>.

MONKS, Robert; MINOW, Nell. **Corporate Governance**. 3ª Ed. Malden: Blackwell Publishing, 2004.

MONKS, Robert. **Corpocracy: how CEOs and the business roundtable hijacked the world's greatest wealth machine - and how to get it back**. Nova Iorque: Wiley, 2007.

MUSACCHIO, Aldo e LAZZARINI, Sérgio. **Reinventing state capitalism: leviathan in business, Brazil and beyond**. Cambridge: Harvard University Press, 2014.

NASCIMENTO, Mauricéia Carvalho e VIEIRA, James. Governança corporativa das empresas estatais da união do controle direto. **Paper Congresso Internacional de Administração**. 2020. Disponível em: <https://admpg.com.br/2020/anais/arquivos/08132020_230801_5f35f2f1368ae.pdf>

OLIVEIRA, V.; HOLLAND, M. ; SAMPAIO, J. A nova Lei das Estatais afetou as empresas estatais listadas na bolsa? **Revista Brasileira de Finanças**, v. 18, n.1, p. 23-38, 2020.

ORGANIZAÇÃO PARA A COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO (OCDE). **OECD principles of corporate governance**. 1999. Disponível em: <[https://www.oecd.org/officialdocuments/publicdisplaydocumentpdf/?cote=C/MIN\(99\)6&doCLanguage=En](https://www.oecd.org/officialdocuments/publicdisplaydocumentpdf/?cote=C/MIN(99)6&doCLanguage=En)>.

_____. **OECD principles of corporate governance**. 2004. Disponível em: <<https://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/31557724.pdf>>

_____. **Corporate Governance and the Financial Crisis: Key Findings and Main Messages**. 2009. Disponível em: <<https://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/43056196.pdf>>.

_____. **OECD Guidelines on Corporate Governance of State-Owned Enterprises (SOEs)**. 2015. Disponível em: <<http://www.oecd.org/corporate/guidelines-corporate-governance-SOEs.htm>>.

_____. **Board Practices and financing for Latin America state-owned enterprises**. 2015b. Disponível em: <<https://www.oecd.org/daf/ca/Board-Practices-Financing-Latin-American-SOEs.pdf>>.

_____. **Review of the corporate governance of state owned enterprises in Brazil**. 2020. Disponível em: <<https://www.oecd.org/brazil/soe-review-brazil.htm>>.

PARGENDLER, Mariana. The corporate governance obsession. **Journal of Corporation Law**, Vol. 42, No. 2, 2016.

_____. The Rise of International Corporate Law. **European Corporate Governance Institute, Law Working Paper N° 555/2020**, nov. 2020.

PARGENDLER, Mariana e MILHAUPT, Curtis. Governance Challenges of Listed State-Owned Enterprises Around the World: National Experiences and a Framework for Reform. **Cornell International Law Journal**, Ithaca, V. 50, n. 03, 2017.

PARGENDLER, Mariana; MUSACCHIO, Aldo; e LAZZARINI, Sérgio. In Strange Company: The Puzzle of Private Investment in State-Controlled Firms. **Harvard Business School, working paper 13-071**. 2013. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=2217627>>.

PINTO JUNIOR, Mario Engler. **Empresa Estatal: função econômica e dilemas societários**. São Paulo: Atlas, 2010.

_____. O interesse público na sociedade de economia mista brasileira: aproximação com a benefit corporation do direito norte-americano. **Revista Direito Administrativo**. v. 279, n. 1, jan./abr. 2020, p. 79-110.

RENDERS, A; GAEREMYNCK, A.; e SERCU, P. Corporate-Governance Ratings and Company Performance: A Cross-European Study. **Corporate Governance: An International Review**, 18(2): 87–106, 2010.

ROE, Mark J. The Shareholder Wealth Maximization Norm and Industrial Organization. **University of Pennsylvania Law Review**, Vol. 149, p. 2063, 2001, Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=282703>.

ROSSETTI, José Paschoal e ANDRADE, Adriana. **Governança corporativa: fundamentos desenvolvimento e tendências**. 7ª ed. São Paulo: Editora Atlas, 2014.

ROTMAN, Leonard. Debunking the "end of history" thesis for corporate law. **Boston College International and Comparative Law Review**. Vol. 33, nº 2, 2010.

RUBENS, Joaquim Fontes Filho e PICOLIN, Lidice Meireles. Governança corporativa em empresas estatais. **Revista de administração pública**. Rio de Janeiro 42(6):1163-88, nov./dez. 2008

RUGGIE, John Gerard; REES, Caroline; e DAVIS, Rachel, Ten Years After: From the UN Guiding Principles to Multi-Fiduciary Obligations. **Business and Human Rights Journal**, Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3825057>.

SAITO, Richard e SILVEIRA, Alexandre. Governança corporativa: custos de agência e estrutura de propriedade. **Revista de Administração de Empresas (RAE)**. Vol. 48, nº 2, abril/junho, 2008, p. 79-86.

SCHAPIRO, Mario Gomes. **Novos Parâmetros para a intervenção do estado na economia**. São Paulo: Editora Saraiva, 2010.

_____. Banco de desenvolvimento, regulação e autorregulação: complementariedade regulatória no mercado brasileiro de capital de risco. In. SCHAPIRO, Mario Gomes e TRUBEK, David. (coord.) **Direito e desenvolvimento, um diálogo entre os BRICS**. Série GV Law. São Paulo: Saraiva, p. 259-302, 2012.

SCHAPIRO, Mario Gomes e MARINHO, Sarah Morgana. Conflito de interesses nas empresas estatais: uma análise dos casos Eletrobrás e Sabesp. **Revista Direito e Praxis**. Rio de Janeiro, vol 9, n 3, 2017, p. 1424-1461.

SCHANZENBACH, Max; SITKOFF, Robert. Reconciling fiduciary duty and social conscience: the law and economics of esg investing by a trustee. **Stanford Law Review**, vol. 72, fev/2020.

SCHEIBER, Harry N. "Property Law, Expropriation, and Resource Allocation by Government: The United States, 1789–1910". **The Journal of Economic History** 33 (1): 232–51, 1973. Disponível em: <https://doi.org/10.1017/S0022050700076555>.

SECRETARIA DE COORDENAÇÃO E GOVERNANÇA DAS EMPRESAS ESTATAIS (SEST). **4º ciclo do IG-SEST**. 2019. Disponível em: < <https://www.gov.br/economia/pt-br/assuntos/empresas-estatais-federais/igsest/apresentacoes-1> >

_____. **Regulamento IG-SEST 5º Ciclo**. 2021. Disponível em <<https://www.gov.br/economia/pt-br/assuntos/empresas-estatais-federais/igsest>>.

SIEMS, Mathias. Convergence in Corporate Governance: A Leximetric Approach. **The Journal of Corporation Law**, vol. 35, 2010.

SILVA, Alana Pinto e NUNES, Paulo Roberto. Nível de governança das empresas estatais controladas pelo estado do Ceará à luz da Lei nº 13.303/2016 e decretos estaduais regulamentadores. **Revista Contemporânea de Economia e Gestão**, vol. 17, n. 3, set/dez, 2019.

SILVA, Mauro Santos. Teoria e política pública de governança corporativa de empresas estatais no Brasil. In: SILVA, Mauro Santos; SCHMIDT, Flávia e KLIASS, Paulo (org). **Empresas estatais: políticas públicas e desempenho**. Brasília: IPEA, 2019, p. 65-102.

SILVEIRA, Alexandre Di Micelo. **Governança corporativa no Brasil e no mundo, teoria e prática**. São Paulo: Elsevier Editora Ltda, 2015.

SLOBODIAN, Quinn. **Globalists: the end of empire and the birth of neoliberalism**. Cambridge, Massachusetts: Harvard University Press, 2018.

STOUT, Lynn. Bad and not-so-bad arguments for shareholder primacy. **University of California Law and Economics Research Paper nº 02-04**, 2002. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=331464>.

TALLARITA, R.; BEBCHUCK, L. The Illusory Promise of Stakeholder Governance. The Harvard John M. Olin Discussion Paper Series, Discussion Paper No. 1052, 2020.

THE COMMITTEE ON THE FINANCIAL ASPECTS OF CORPORATE GOVERNANCE AND GEE AND CO. LTD. **Cadbury Report**. Gee: London, 1922. Disponível em: <https://ecgi.global/sites/default/files/codes/documents/cadbury.pdf>

VARGAS, Michael. In defense of E. Merrick Dodd: corporate social responsibility in modern corporate law and investment strategy. **The Business Lawyer**, vol 73, 2018.

VIEIRA, Jorge; MARTINS, Eliseu; e FÁVERO, Luiz. Poison pills no Brasil: um estudo exploratório. **Revista de Contabilidade e Finanças**. Vol. 20, nº 5, 2009.

WARDE JÚNIOR, Walfrido Jorge. Legislador Frankstein! – não é possível transplantar governança das empresas privadas às empresas estatais. In: NORONHA, João; FRAZÃO, Ana; MESQUITA, Daniel (org). **Estatuto jurídico das estatais: análise da Lei nº 13.303/2016**. Belo Horizonte: Editora Fórum, 2018, p. 67-103.

WEINSTEIN, Olivier. Firm, property and governance: from berle and means to the agency theory, and beyond. **Accounting, economics, and law**, vol. 2, ed. 2, 2012.

WYMEERSCH, Eddy. Corporate governance codes and their implementation. University of Gent **Financial Law Institute Working Paper No. 2006-10**. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=931100>.

ZINGALES, L. KASPERKVIC, J., SCHECHETER, A. (ed.). **Milton Friedmand 50 years later**. Chicago: Stigler Center, 2020.