

## O Governo como Acionista e o Conflito Principal-Principal no Setor Elétrico Brasileiro

Murialdo Loch<sup>1</sup>

murialdosc@gmail.com |  0000-0003-4686-988X

Jaison Caetano Silva<sup>1</sup>

jaisoncsilva@hotmail.com |  0000-0002-8737-152X

Giovana Bueno<sup>1</sup>

giovanabueno2014@gmail.com |  0000-0001-6270-8432

Rosilene Marcon<sup>1</sup>

rmarcon@univali.br |  0000-0002-0478-7715

### RESUMO

Considerando que os conflitos entre principal e principal em empresas de propriedade mista público-privada são substancialmente diferentes do modelo típico de conflito de agência, o objetivo deste artigo é analisar o conflito principal-principal em empresas de propriedade mista no setor elétrico brasileiro. A fim de ampliar a compreensão do fenômeno de interesse, integramos os pressupostos subjacentes à Teoria da Agência e à Teoria Institucional, usando uma abordagem qualitativa e coletando dados durante entrevistas semiestruturadas com membros do conselho. Os dados foram analisados e interpretados conforme Bardin (2006), com o auxílio do software ATLAS<sup>®</sup>ti. Nossas principais descobertas sugerem que, embora a participação do governo na estrutura acionária de uma empresa possa fornecer um canal útil para buscar apoio e recursos, em contrapartida, ela também pode criar uma série de distorções e incertezas, exacerbando os conflitos principal-principal. O desenvolvimento de instituições e a governança corporativa podem fornecer opções úteis para verificar e medir e, em última análise, mitigar o conflito principal-principal. O artigo contribui ampliando a compreensão do conflito principal-principal, integrando pressupostos subjacentes às teorias empregadas e analisando elementos que não estão disponíveis em relatórios públicos.

### PALAVRAS-CHAVE

Governo como Acionista, Conflito Principal-Principal, Governança Corporativa, Instituições

<sup>1</sup>Universidade do Vale do Itajaí, Biguaçu, SC, Brasil

Recebido: 28/10/2018.  
Revisado: 22/01/2019.  
Aceito: 04/04/2019.  
Publicado Online em: 11/11/2019.  
DOI: <http://dx.doi.org/10.15728/bbr.2020.17.1.2>



## 1. INTRODUÇÃO

Estudos que discutem a identidade dos acionistas (incluindo o governo) e suas implicações no nível da firma ainda são incipientes. Além disso, apesar da importância do assunto, a literatura sobre conflitos de agência tem sido negligenciada, deixando muitas perguntas sem resposta, incluindo questões relacionadas a conflitos entre o governo como acionista majoritário e os acionistas minoritários. A grande maioria dos estudos na área se concentra nos conflitos de agência entre proprietários e administradores, ignorando esse fenômeno, ao qual nos referiremos como conflitos Principal-Principal (Branco & Balassiano, 2013; Li & Qian, 2013; Young, Peng, Ahlstrom, Bruton, & Jiang, 2008).

No caso de países emergentes, que são marcados por instituições fracas e ambientes turbulentos, é extremamente relevante compreender a dinâmica e os efeitos dos conflitos Principal-Principal em empresas sob uma propriedade mista público-privada. Nem todos os mecanismos de influência estatal sobre as empresas são conhecidos, por exemplo, em que medida a participação do governo é benéfica ou prejudicial às empresas e seus efeitos nos conflitos entre o principal e o principal, o que levanta questões intrigantes as quais ainda precisam ser respondidas.

Boubakri, Ghoul, Guedhami e Megginson (2018) descrevem duas visões conflitantes, uma a favor, e outra contra o governo como controlador. Embora a propriedade e o controle do governo sejam caros para as firmas, porque os políticos usam as empresas para buscar outros objetivos além da maximização do lucro, a participação do governo permite um acesso mais fácil ao financiamento e o apoio durante períodos de dificuldades financeiras.

No Brasil, a participação do governo nas firmas tem sido significativa em um cenário de considerável mudança no ambiente organizacional nas últimas décadas, como o crescimento do número de novas empresas listadas na bolsa, as fusões e aquisições de grandes empresas, a crise econômica global e muitos escândalos envolvendo empresas e a esfera política (Silva, Xavier, Gambirage, & Camilo, 2018).

Considerando os muitos fatores que tornam os conflitos Principal-Principal em empresas de propriedade mista substancialmente diferentes do típico modelo de conflito de agência investigado na maioria dos estudos (Young et al., 2008), o objetivo deste artigo é analisar os principais conflitos em empresas de propriedade mista pública-privada no setor elétrico brasileiro. A fim de ampliar a compreensão do fenômeno de interesse, integramos os pressupostos subjacentes à teoria da agência e à teoria institucional e adotamos uma abordagem qualitativa.

Com base no trabalho de Jensen e Meckling (1976), North (1990), La Porta, Shleifer e Lopez-de-Silanes (1999), Lazzarini e Mussachio (2010), Young et al. (2008) e Li e Qian (2013), realizamos um projeto de pesquisa qualitativa, coletando dados por meio de entrevistas com roteiro semiestruturado. Os entrevistados foram escolhidos intencionalmente. Selecionamos três membros do conselho e dois diretores com vasta experiência no Setor Elétrico Brasileiro (SEB), três dos quais representantes de fundos de investimento privado, um representante indireto do governo por meio de um fundo de pensão e um representante direto do governo, perfazendo um total de cinco entrevistados.

Utilizamos os fundamentos conceituais e procedimentos analíticos desenvolvidos por Bardin (2006) para analisar os dados das entrevistas, com o auxílio do software ATLAS<sup>®</sup>ti. Esse software foi utilizado para classificar os conteúdos das entrevistas de acordo com as categorias predeterminadas. Uma vez que os conteúdos foram ordenados, o software foi usado para construir redes, fornecendo uma imagem mais clara das conexões entre as categorias. Dividimos a análise nos três estágios recomendados por Bardin (2006), a saber: a) pré-análise, b) exploração do material e c) tratamento dos resultados, inferência e interpretação. Durante a pré-análise, as entrevistas foram organizadas

com o objetivo de torná-las operacionalizáveis, sistematizando-as por meio de uma “leitura flutuante”. A segunda fase consistiu na exploração do material e na definição de categorias, e a terceira compreendeu a inferência e a interpretação, com análise reflexiva à luz das teorias adotadas.

Nossas principais conclusões sugerem que a participação direta do governo como acionista majoritário em empresas em mercados regulados, como o Setor Elétrico Brasileiro (SEB), cria uma situação de potenciais conflitos e incertezas para os investidores. Esses conflitos e incertezas são o resultado de objetivos divergentes e são minimizados quando os mecanismos de governança corporativa estão presentes na empresa, e as agências reguladoras não são capturadas pelo governo.

Argumentamos que as participações do governo nas estruturas de propriedade da firma podem fornecer um canal útil para que as empresas busquem apoio a projetos que exijam investimentos os quais amadureçam no longo prazo e garantam respaldo do governo em tempos de crise. No entanto, em contrapartida, elas também podem criar uma série de distorções causadas pelo objetivo do governo em buscar projetos baseados em critérios políticos. O desenvolvimento de instituições e a governança corporativa podem fornecer opções úteis na busca de verificar, medir e controlar o comportamento oportunista e, em última análise, mitigar o conflito principal-principal.

Tendo integrado os pressupostos subjacentes à teoria da agência e à teoria institucional para explicar o conflito principal-principal, mostramos que essa integração faz contribuições positivas ao debate e à explicação do fenômeno, particularmente nas economias emergentes. O uso de uma abordagem qualitativa para investigar elementos indisponíveis nos dados secundários publicados pelas empresas nos permitiu ler nas entrelinhas dos relatórios da empresa e compreender os fenômenos não abordados nessas publicações. Deve-se enfatizar que conseguimos obter dados primários de importantes atores do processo, tendo em vista que é muito improvável que as empresas do setor autorizem esse tipo de pesquisa e não vão além do fornecimento das informações que elas são obrigadas a divulgar por lei ou por autoridades reguladoras, o que ressalta a contribuição deste estudo para o debate sobre o tema.

## 2. REVISÃO TEÓRICA

### 2.1. TEORIA DA AGÊNCIA E TEORIA INSTITUCIONAL

Embora as discussões sobre a participação do governo na economia não sejam um desenvolvimento recente, o assunto permanece atual. Explicações sobre até que ponto, como e onde o governo deve participar são de interesse crescente nos círculos acadêmicos e na vida cotidiana. O debate sobre a presença direta do governo nas empresas muitas vezes se torna polarizado.

É importante observar que não há consenso ou elementos conclusivos na literatura sobre o assunto. O relativo sucesso das empresas estatais chinesas resultou em que esse modelo seja considerado uma opção alternativa relevante que reduziu a tendência de privatização. Essa dinâmica tem levado os acadêmicos, ainda que de maneira incipiente, a fazer esforços para melhorar a compreensão do assunto (Stan & Bruton, 2013).

Desde sua criação na década de 1880 até a década de 2010, o Setor Elétrico Brasileiro (SEB), foco deste estudo, passou ao longo de sua história de um extremo a outro dessa dicotomia, oscilando de um monopólio privado nas primeiras décadas para o modelo estatal das décadas de 1960 a 1980, antes da adoção de um modelo híbrido na década de 1990. Muitas das empresas do setor estão nessa área cinzenta desde o início da década atual.

Cabe ressaltar que, mesmo com o processo de redução da participação do governo e a introdução do modelo híbrido, ainda há evidências claras de que a intervenção do governo nessas empresas está em ascensão, seja como regulador, seja como acionista direto ou com participação indireta

(Lazzarini, 2011). Na literatura, a teoria da agência aponta que a propriedade estatal cria uma série de distorções causadas pela inclinação do governo para forçar as empresas a nomear políticos para cargos de gerência ou para executar projetos com base em critérios políticos, em vez de buscar eficiência e lucratividade (Cuervo-Cazurra & Villalonga, 2000; Shleifer & Vishny, 1997).

A interferência na administração da empresa por membros do conselho politicamente conectados, selecionados para atender a critérios políticos, e não por suas habilidades gerenciais, pode ser prejudicial ao desempenho da empresa (Fan, Wong, & Zhang, 2007). Por exemplo, os custos salariais podem aumentar, bem como o número de empregados e o investimento aumentam para coincidir com os ciclos eleitorais e a contabilidade pode ser distorcida, levando à penalização pelas forças de mercado (Bertrand et al., 2007; Gul, 2006; Shleifer & Vishny, 1997).

Essas características, combinadas com instituições pouco desenvolvidas e a ausência de mecanismos eficazes de governança, tornam os investidores vulneráveis, dificultam a realização de projeções confiáveis de retorno sobre o investimento e exacerbam os conflitos entre acionistas controladores e os acionistas minoritários (Dharwadkar, George, & Brandes, 2000; Khanna & Palepu, 1997; Morck, Wolfenzon, & Young, 2005).

A teoria da agência é a principal abordagem teórica para as relações e os conflitos resultantes da segregação da propriedade do controle. Tais conflitos podem envolver diversos atores relacionados à firma e seus respectivos interesses, conforme ilustrado no Quadro 1.

A diversidade de interesses e expectativas dos diferentes atores, a dificuldade de determinar se as diferentes partes se comportam adequadamente e a probabilidade de terem atitudes diferentes em relação ao risco, são elementos que contribuem para a complexidade de equilibrar os interesses em relação à empresa (Eisenhardt, 1989).

Apesar da relevância do assunto, a literatura sobre conflitos de agência tem negligenciado ou é inconclusa em relação a vários aspectos relacionados a conflitos de acionistas, particularmente em

### Quadro 1

#### *Relações entre as partes envolvidas*

Ator 1	Ator 2	Expectativas do primeiro referente às ações do segundo
Acionistas	Gestores	Maximização da sua riqueza
Debenturistas	Gestores	Garantia do seu retorno
Credores	Gestores	Cumprimento dos contratos de financiamento
Clientes	Gestores	Recebimento de produtos de valor conforme suas preferências (qualidade, tempo, serviço e custo)
Governo	Gestores	Cumprimento das obrigações fiscais, trabalhistas e previdenciárias da empresa
Comunidade	Gestores	Preservação dos interesses comunitários, cultura, valores e meio ambiente
Gestores	Empregados	Trabalho com o melhor de seus esforços, visando atender às suas expectativas.
Gestores	Fornecedores	Suprimento das necessidades de materiais, no momento necessário, nas quantidades requisitadas
Principal (acionistas minoritários)	Principal (acionistas majoritários)	Seus interesses sejam assegurados de modo a não haver expropriação de suas riquezas.

**Fonte:** Adaptado de “Theory of Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure” de Jensen, M. C. e Meckling, W. H. 1976, *Journal of Financial Economics*, p. 305-60; “Corporate Ownership around the world.” de La Porta et al., 1999, *The Journal of Finance*, 54(2): 471-517; “Corporate Governance in Emerging Economies: A review of the Principal-Principal perspective” de Young et al., 2008, *Journal of Management Studies*, v. 45, p. 196-220.

casos em que um governo é o acionista majoritário e as implicações para os acionistas minoritários para o nível da empresa. Como a grande maioria das pesquisas nessa área se concentra em conflitos de agência entre proprietários e gestores (Jensen & Meckling, 1976; La Porta et al., 1999; Lazzarini & Mussachio, 2010; Young et al., 2008), destaca-se a importância deste estudo.

As empresas nas quais o governo é o acionista majoritário estão normalmente sujeitas a uma maior interferência de políticos que tentam usá-los como mecanismos para transferir fundos para promover seus planos políticos (Shleifer & Vishny, 1998). Além disso, os governos podem buscar alcançar objetivos duplos, por exemplo, além de metas de lucratividade, aumento do emprego e preços baixos para os consumidores (Mengistae & Xu, 2004). Boubakri et al. (2018) encontraram evidências mostrando que o mercado coloca valores mais altos em empresas estatais do que naquelas que não pertencem a governos, enquanto em um estudo de Beuselinck, Cao, Deloof e Xia (2017) revela-se que as ações de empresas com participações do governo perderam valor. Os autores também observaram que o governo tem um efeito positivo em países com boas proteções aos investidores e baixos níveis de corrupção.

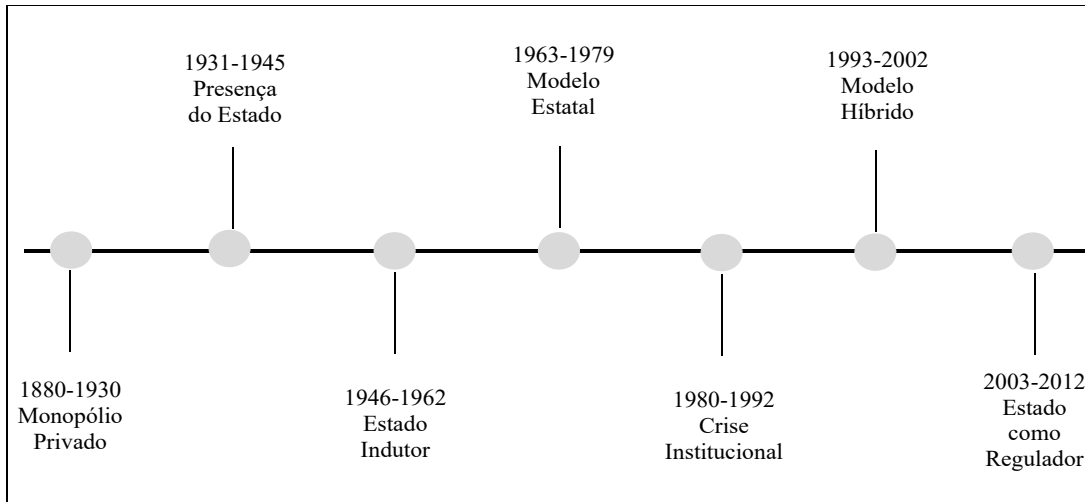
A influência nas empresas da participação de atores, em particular o governo, é mais intensa nas economias emergentes do que nas economias desenvolvidas, e também existem diferentes arranjos institucionais (Hoskisson et al., 2000). Em relação a essa diferença nas estruturas institucionais, Khanna e Palepu (1997) denominaram a ausência de mecanismos regulatórios, coercitivos e punitivos como “vazios institucionais”, os quais levam a comportamentos oportunistas e elevados riscos para as empresas (Hoskisson et al., 2000), além de problemas como regulamentação incorreta, sistemas judiciais ineficazes, escassez de mercados de capitais e priorização de objetivos políticos em detrimento de objetivos econômicos (Khanna & Palepu, 1997).

Nessas situações, a governança corporativa oferece mecanismos para equilibrar custos e minimizar o valor perdido por causa desses conflitos de interesses entre tomadores de decisão e aqueles que investem na empresa (Cuervo-Cazurra & Dau, 2009; Peng, Wang, & Jiang, 2008; Shleifer & Vishny, 1997; Silveira, Barros, & Famá, 2008;). No entanto, mecanismos internos, tais como o conselho de administração, precisam de forte apoio de mecanismos externos, como o sistema legal, para cumprir adequadamente suas funções e, nesse aspecto, as economias emergentes caracterizam-se por fornecer um suporte fraco às empresas (Young et al., 2008).

Os principais fatores de diferenciação entre os modelos de governança corporativa estão relacionados à concentração da propriedade dos acionistas e à força das proteções legais para os investidores em cada país (Shleifer & Vishny, 1997; La Porta et al., 1999). As economias desenvolvidas têm proteção institucional para os acionistas minoritários e as instituições de mercado são bem fundamentadas. No entanto, nos países emergentes há uma grande proporção de concentração de propriedade (Dharwadkar et al., 2000), e tais proteções não existem (Young et al., 2008).

A combinação de instituições fracas e a ausência de mecanismos de governança eficazes resultam em conflitos de agência mais frequentes entre acionistas controladores e acionistas minoritários (Khanna & Palepu, 1997; Morck et al., 2005). Juntos, todos esses fatores tornam os conflitos principal-principal substancialmente diferentes do modelo típico de conflito de agência, como apresentado na maioria dos estudos (Young et al., 2008).

Considerando que a história pode fornecer uma perspectiva importante a partir da qual se compreende o efeito que o ambiente institucional pode ter na economia e nos negócios (North, 1990), a Figura 1 resume as mudanças mais importantes ocorridas no Setor Elétrico Brasileiro, desde a sua fundação até a década de 2010.



**Figura 1.** Linha temporal das principais mudanças ocorridas no SEB.

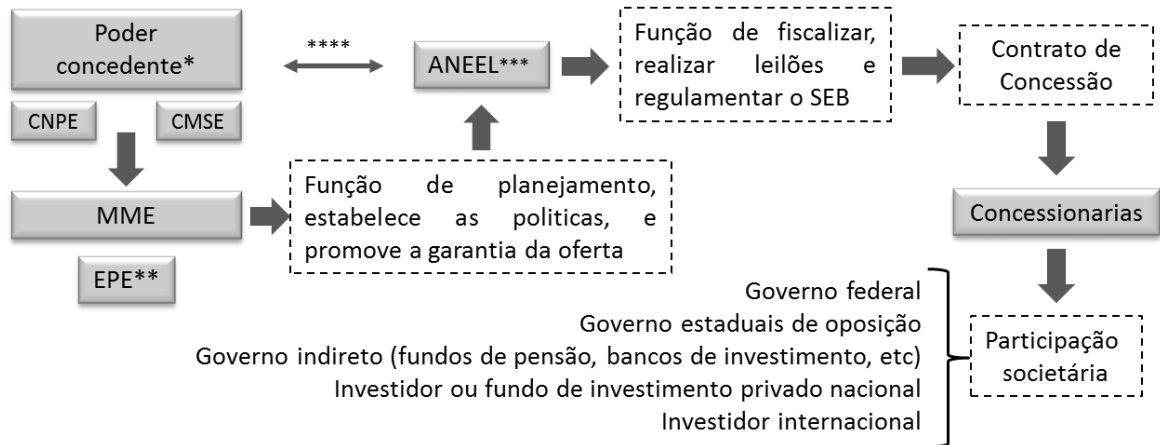
**Fonte:** Adaptado de Gomes e Vieira (2009) e Musacchio e Lazzarini (2015).

De particular importância foi o programa para reduzir a participação do Estado que ocorreu durante os anos 90. No entanto, os fundos de pensão das empresas estatais e do Banco Nacional de Desenvolvimento (BNDES) tiveram papel de destaque nessas privatizações. Como resultado, o governo reteve o controle de uma proporção considerável da atividade econômica por meio de empresas estatais, do BNDES ou das empresas controladas indiretamente pelo governo por meio dos fundos de pensão (Lazzarini, 2011).

Brey, Camilo, Marcon e Bandeira-de-Mello (2014) realizaram uma pesquisa exploratória investigando os efeitos das participações do governo brasileiro nos níveis federal, estadual e municipal nas estruturas de propriedade das empresas. Eles descobriram que o envolvimento do governo compreende uma proporção significativa da economia, com participações em 13,71% das empresas de capital aberto listadas na bolsa de valores, a B3. No período de 1999 a 2010, o governo detinha uma média de 49% das ações com direito a voto e 39% do total de todas as ações de todas as empresas, e isso indica que os governos controlam essas empresas quando estão diretamente envolvidas nelas. Os resultados também mostraram que os governos diversificam suas relações entre os setores e estão envolvidos em todos os setores da economia, com diferentes níveis de influência.

Com isso, o governo brasileiro conquistou diversos meios para influenciar o processo decisório das empresas. Um ponto relevante a destacar a respeito do duplo papel do governo, como proprietário e regulador, é o fato de que se necessita de salvaguarda contra a possível captura do regulador em prol das empresas públicas/mistas, as quais podem estar a serviço de interesses políticos (Arvate, Kallás, Gama, Lopes Júnior, & Bandeira-de-Mello, 2013; Bauer, 2005; Lazzarini & Musacchio, 2010; Musacchio & Lazzarini, 2015), o que, em última instância, acentua o conflito entre principal-principal.

A Figura 2 resume a influência do governo sobre o SEB e os mecanismos que ele tem para exercê-lo no final dos anos 2010. A Agência Nacional de Energia Elétrica (ANEEL) e o Ministério de Minas e Energia (MME) são as principais entidades de influência, enquanto o Conselho Nacional de Política Energética (CNPE) e o Comitê de Supervisão do Setor Elétrico (CMSE) são órgãos auxiliares do MME. Note-se que o MME também tem influência sobre a ANEEL, o que contribui para aumentar ainda mais sua influência sobre as concessionárias.



\* Governo federal (atuação legislativa e regulamentar através de Medidas Provisórias – MPs e Decretos)

\*\* Órgãos de assessoramento com influência governamental

\*\*\* Presidente da república indica os diretores da Agência Reguladora

\*\*\*\* Processo de Outorga de concessões e definição dos termos dos Contratos de Concessão

**Figura 2.** O governo como poder concedente, acionista e regulador do SEB

**Nota.** A sigla EPE\*\* significa Empresa de Pesquisa Energética

**Fonte:** elaborado pelos autores (2019).

A concentração desses papéis (concedente, regulador e acionista) também aponta para a possibilidade de interferência do governo nas diversas interfaces do SEB. Por exemplo, a prática generalizada e comum de indicação política de candidatos a cargos de gerência na ANEEL pode ser rastreada em notícias publicadas na mídia, como mostram Rocha (2013), Costa (2018) e Wiziack (2018). O envolvimento de políticos em indicações à ANEEL, demonstrado por Wiziack (2018) e Costa (2018), reforça os achados de Arvate et al. (2013), que mostraram que a qualidade do ambiente regulatório pode ter uma influência direta no desempenho da empresa. Segundo Nunes, Ribeiro e Peixoto (2015), o funcionamento dessas agências reguladoras tem sido criticado, seja por exceder seus mandatos e pelo escopo do papel de regulador ao propor e implementar políticas públicas, seja pela politização de indicações para posições de gestão de topo.

Em relação às empresas estatais, Rocha (2013) aponta que a influência dos governos na tomada de decisões, como acionistas, tem efeitos demonstráveis em seu desempenho. O governo no Brasil tem meios muito específicos para influenciar as empresas: através da participação direta em suas estruturas de propriedade (empresas públicas, empresas estatais, agências federais, bancos nacionais ou regionais de desenvolvimento, fundos de desenvolvimento social e fundos obrigatórios de contribuição social), por meio de propriedade indireta (por meio dos fundos de pensão de empresas públicas e estatais) e através dos governos dos estados (Brey et al., 2012; Lazzarini, 2011).

Nesse cenário, o conselho de administração tem maior relevância nas empresas brasileiras, devido à significativa presença de investidores institucionais e investidores estrangeiros e sua determinação em manter sua representação no conselho e no monitoramento da empresa. Esse papel de monitoramento é especialmente útil em situações em que o governo como acionista controlador tenta usar os recursos da empresa para fins políticos, o que implica que os outros acionistas minoritários compartilhem os custos dessa decisão (Bebchuk & Weibsbach, 2010; Johnson, Schnatterly & Hill, 2013; Okimura, Silveira, & Rocha, 2007).

Outro ponto a destacar diz a respeito aos conflitos de interesses nas decisões das concessionárias, visto que a participação societária está em um polo – buscando a maximização do lucro e do

valor da empresa –, e o poder concedente encontra-se em outro polo – a busca do bem-estar social. Desse modo, acentuam-se os problemas de agência entre esses acionistas, neste trabalho tratados como conflitos principal-principal. Portanto, como as metas do governo têm maior enfoque no valor social, o governo tende a ser mais generoso com o retorno do investimento, principalmente em momentos de turbulências no mercado, o que pode não ser o objetivo dos demais sócios (Kaldor, 1980).

Em essência, pode-se observar que a propriedade estatal pode fornecer à empresa um canal direto para o governo ao buscar apoio para projetos que exigem investimentos no longo prazo, particularmente em áreas estratégicas para o país. No entanto, também pode criar uma série de distorções, causadas pela inclinação do governo de transferir receitas para atender às suas necessidades políticas e buscar projetos fundamentados em critérios políticos, em vez de buscar eficiência e lucratividade (Bertrand, Kramarz, Schoar, & Thesmar, 2007; Cuervo-Cazurra & Villalonga, 2000; Gul, 2006; Mengistae & Xu, 2004; Shleifer & Vishny, 1997).

Paralelo a essa situação, o baixo nível de desenvolvimento institucional é um obstáculo à criação de medidas de verificação, porque dificulta a previsão confiável do retorno sobre o investimento deixando os investidores vulneráveis, acentua o comportamento oportunista e é um fator contribuinte para a captura regulatória no interesse de empresas públicas e público-privadas, o que, em última análise, exacerba os conflitos Principal-Principal (Arvate, Kallás, Gama, Lopes Júnior, & Bandeira-de-Mello, 2013; Bauer, 2005; Fontes Filho & Picolin, 2008; Hoskisson et al., 2000; Khanna & Palepu, 1997; Musacchio & Lazzarini, 2015).

### 3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Em termos de abordagem, este é um estudo qualitativo, com coleta de dados realizada em entrevistas com conselheiros e diretores do setor, utilizando um roteiro semiestruturado. Os entrevistados foram escolhidos intencionalmente.

Os dados das entrevistas foram analisados utilizando a base conceitual e as etapas descritas por Bardin (2006), com o auxílio do *software* ATLAS®ti. Tal opção se deve ao fato de a autora ser a mais reconhecida e citada nas pesquisas que adotam a análise de conteúdo como técnica de análise de dados (Mozzato & Grzybovski, 2011). Logo, organizamos as etapas da pesquisa em três fases: a) pré-análise, b) exploração do material e c) tratamento dos resultados, inferência e interpretação.

Na pré-análise, as entrevistas foram organizadas com o objetivo de torná-las operacionalizáveis e sistematizadas por meio da leitura flutuante, para que pudéssemos formar uma visão global das entrevistas e escolher os trechos relevantes, demarcando os que seriam analisados. A segunda fase consiste de exploração do material com a definição de categorias e a identificação das unidades de significação e das unidades de contexto entre as entrevistas. Na terceira fase, efetuamos o tratamento dos resultados, inferência e interpretação, e, nessa fase, as informações são condensadas e destacadas, culminando nas interpretações inferenciais à luz da análise reflexiva conforme Bardin (2006).

As entrevistas foram realizadas entre agosto e novembro de 2016 e foram gravadas e transcritas para assegurarmos sua rastreabilidade e confiabilidade. Cada entrevista teve duração média de uma hora e os preceitos éticos do consentimento livre foram esclarecidos; os entrevistados foram informados quanto ao propósito da pesquisa, do resguardo de sua identidade e da possibilidade de desistir da entrevista e retirar seu consentimento a qualquer momento, sem necessidade de quaisquer explicações. Como parte do processo de manutenção da confidencialidade, os entrevistados foram identificados por códigos, conforme exposto no Quadro 2.



**Quadro 2***Codificação dos entrevistados*

Código	Perfil do Entrevistado
ENT 1	Atualmente, é diretor de empresa do SEB e representa o governo indireto na posição de minoritário.
ENT 2	Atualmente, é diretor de empresa do SEB e representa o governo direto como majoritário.
ENT 3	Atualmente, é conselheiro; já foi diretor de empresa do SEB e representa um fundo de investimento privado minoritário.
ENT 4	Atualmente, é conselheiro e representa o governo indireto na posição de minoritário.
ENT 5	Atualmente, é conselheiro de empresa do SEB e representa um fundo de investimento privado; já foi conselheiro e diretor do governo direto na posição de minoritário.

**Fonte:** elaborado pelos autores (2019).

Os entrevistados foram três membros do conselho e dois diretores com vasta experiência no SEB. Três eram representantes de um fundo de investimento privado, um é representante indireto do governo por meio de um fundo de pensão e o último é um representante direto do governo, perfazendo um total de cinco entrevistados. A duração média de cada entrevista foi de uma hora.

Os entrevistados foram escolhidos intencionalmente e com relação à acessibilidade, uma vez que trata de um tema sensível (interferência política e conflitos de interesses) poucos informantes em potencial estariam dispostos a participar, mesmo sob condição de anonimato. Embora, em termos de números absolutos, o tamanho da amostra é relativamente pequena, esses entrevistados são altamente representativos em termos de sua compreensão e experiência na indústria, o que nos permite investigar o nosso fenômeno com propriedade e confiabilidade. As entrevistas foram gravadas, para que o conteúdo pudesse ser validado a qualquer tempo, garantindo a rastreabilidade e a verificabilidade.

As perguntas feitas foram inspiradas na literatura pertinente e incluídas em um roteiro de entrevista. Os participantes foram entrevistados formalmente, aderindo ao roteiro de questões específicas (Apêndice B) sendo cada tema sustentado na teoria, conforme apresentado no Quadro 3.

**Quadro 3***Áreas de análise*

Áreas de Análise	Definições/Autores
Governança corporativa	A governança corporativa é composta de mecanismos para assegurar aos investidores seu retorno sobre o investimento e que desenvolva a atividade econômica (Cuervo-Cazzura & Dau, 2009; La Porta et al., 1999; Peng et al., 2008; Shleifer & Vishny, 1997). O conselho deve exercer um papel interno, de intenso monitoramento e preservação de interesses dos acionistas (Johnson et al., 2013).
Principal-principal	O conflito principal-principal surge no momento em que os acionistas majoritários abusam do seu controle acionário para colher benefícios (Dharwadkar et al., 2000).
Identidade do acionista	A identidade do proprietário tem implicações nos objetivos e na forma pela qual este exerce seu poder e é um elemento importante na governança corporativa (Thomsen & Pedersen, 2000). Considerando a identidade do acionista, no Brasil, o governo pode se tornar acionista de modo indireto, por meio de fundos de pensão de empresas públicas e estatais, tais como Fundo de Pensão da Caixa Econômica Federal, Fundo de Pensão dos Funcionários do Banco do Brasil e a Fundação Petrobras de Seguridade Social (Brey, Camilo, Marcon, & Bandeira-de-Melo, 2012; Lazzarini, 2007).
Ambiente regulado	A regulação é o braço institucional criado para resolver problemas que ocorrem quando há falha dos mercados, com diferentes características que variam entre países (Arvate et al., 2013).

**Fonte:** elaborado pelos autores (2019).

Os dados primários foram transcritos e submetidos à análise textual. As respostas foram ponderadas para garantir que o processo analítico para extração de conteúdo relevante fosse conduzido cientificamente. O conteúdo foi selecionado com base em suas conexões com os assuntos de interesse, para que as informações pudessem ser compiladas e analisadas em termos de sua relevância para o estudo (Miles & Huberman, 1994).

Cada transcrição da entrevista foi lida cuidadosamente e em detalhe, construindo um esboço inicial das categorias analíticas, traçando padrões recorrentes nas respostas dos entrevistados. As categorias foram definidas com a intenção de organizar, recuperar e condensar os dados (Miles & Huberman, 1994). Por fim, tabelas de evidências foram elaboradas para inter-relacionar e agrupar as evidências relacionadas a cada categoria.

As respostas foram examinadas e consideradas com o objetivo de extrair conteúdo relevante para as categorias definidas. O conteúdo foi selecionado e categorizado de acordo com sua relevância para cada um dos temas escolhidos para análise. Nessa etapa, emergiu uma categoria que não foi incluída nos temas do roteiro de entrevista, mas que foi compatível com a forma como o estudo se desenrolou. No final do processo, seis categorias tinham sido definidas, cinco que se conformam aos assuntos predefinidos e uma que emergiu durante a análise.

Valores pessoais do entrevistador e as expectativas foram cuidadosamente monitoradas para evitar influências nas conclusões. No final da entrevista, os entrevistados foram consultados para evitar interpretações errôneas das informações, atendendo assim a validade interna (Creswell, 2010). A informação extraída das entrevistas foi organizada em quatro principais categorias que englobam os sujeitos investigados no estudo (mostrado no Quadro 4).

#### Quadro 4

##### Áreas e categorias de análise

Temas de Análise		Categorias
Governança corporativa	Categoria 1	Governança corporativa no Brasil Conselho de administração
Principal-principal	Categoria 2	Conflito principal-principal Papel do acionista majoritário
Identidade do acionista	Categoria 3	Governo como acionista Agências reguladoras
Ambiente regulado	Categoria 4	Influência do governo no setor *MP 579/12

*Nota.* \*Categoria que emergiu das entrevistas.

*Fonte:* elaborado pelos autores (2019).

A última categoria listada no Quadro 4, MP 579/12, surgiu durante as entrevistas e merece explicações adicionais. A sigla, MP 579/12, refere-se a uma grande mudança na regulamentação do setor de energia elétrica que ocorreu em 2012 e foi inicialmente promulgada por meio de uma ordem do executivo conhecida como Medida Provisória e, posteriormente, aprovada em lei na forma de legislação federal padrão (Brasil, 2015a, 2015b). A introdução do marco regulatório passou a ser conhecido como MP579 / 2012 em todo o setor. Essa estrutura cobria as concessões para geração, transmissão e distribuição de eletricidade, estabelecendo os padrões mínimos de provisão de serviços e definindo procedimentos para as empresas em dificuldades financeiras obterem proteção contra os credores.

Conforme Loch et al. (2018), o governo federal brasileiro justificou as mudanças regulatórias com base no fato de que reduziriam os custos de energia para o consumidor final, alterando impostos e tarifas e estabelecendo limites para as margens de lucro das concessionárias, preservando

a estrutura econômica do setor e protegendo empregos. O governo federal havia projetado uma economia média para os consumidores finais de mais de 20%, mas na prática, a redução média não excedeu 17%. As medidas tiveram sérios impactos sobre as concessionárias, mas os efeitos variaram dependendo da relação entre ativos fixos e ativos totais e o tempo decorrido desde a aquisição dos ativos fixos. Por exemplo, as concessionárias de distribuição foram ameaçadas de insolvência devido ao alto preço de energia no atacado e da incapacidade de repassar aumentos a seus clientes, combinado com a ausência de incentivos fiscais.

#### 4. APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS DADOS

Na opinião dos entrevistados, a governança corporativa no contexto brasileiro demonstra ter avançado desde o início de sua implantação nas empresas, mas ainda tem muito a desenvolver. As práticas de governança existentes se restringem, em sua maioria, ao cumprimento da legislação, ou seja, seu foco não está na excelência da gestão, no atendimento a parâmetros internacionais ou no mercado.

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) foi citado como a instituição que desempenha um papel educativo. No entanto, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), agência reguladora do mercado de capitais, é mencionada por ser uma potencial aliada na implementação das melhores práticas de governança corporativa, práticas que são mais robustas e atuantes, que possam blindar os investidores quanto às intervenções indevidas na condução dos negócios e operações. No Quadro 5, há alguns trechos das entrevistas que ilustram essas assertivas.

##### Quadro 5

*Categoria governança corporativa no Brasil*

Categoria	Dados
Governança Corporativa no Brasil	ENT 1: Tem governanças bem elevadas e muitas coisas por se construir [...] CVM que tem que estar mais presente [...] as empresas têm que dar mais atenção ao que o IBGC fala.
	ENT 2: Já há avanços, mas acho que há terreno fértil ainda para progredir.
	ENT 3: A gente está engatinhando, porque nós temos que dar alguns passos em outras áreas [...] o papel do regulador é fundamental.
	ENT 4: O nível de governança. Essa sim! Foi esse o movimento, onde se evoluiu muito nas empresas de mercado de capitais [...] IBGC, que ela, instituição sem fins lucrativos, ela mais desempenha um papel mais educativo de convencimento das empresas de capital aberto.
	ENT 5: Eu acho que a governança corporativa no Brasil ela ainda está numa fase inicial [...] no fundo, a minha impressão é que na maioria das empresas ela existe para cumprir certos rituais definidos em lei [...] o IBGC, ele tem um papel nobre e genérico das condições gerais de governança [...] as agências setoriais deveriam ser as grandes campeãs na defesa de padrões adequados de governança para as empresas daquele setor.

*Fonte:* elaborado pelos autores (2019).

Os resultados também confirmam o estudo de Shleifer e Vishny (1997), que mostraram que a governança corporativa é um importante mecanismo pelo qual os investidores podem garantir que eles obterão retorno sobre seu investimento, principalmente quando apoiado por mecanismos reguladores, legais e de mercado.

Um mecanismo da governança a ser destacado é o conselho de administração, o qual, na percepção dos entrevistados, demonstra ter importância significativa na condução da gestão corporativa, especialmente em seu grau de profissionalização e de independência. A contrapartida disso é o fato de que os conflitos podem estar mais presentes. Entretanto, eles tendem a ser positivos, no sentido de influenciarem decisões mais objetivas e que contribuam para a sustentabilidade empresarial, dificultando as decisões arbitrárias ou que beneficiem os interesses de grupos específicos.

Nos resultados das entrevistas, conforme o Quadro 6, a composição numérica do conselho parece ter menos relevância diante de sua profissionalização e independência, mas é lembrada como norteadora da eficiência do processo de governança, em que a quantidade de conselheiros não necessariamente acompanha a qualidade destes nem a da gestão daí decorrente.

**Quadro 6**

*Categoria conselho de administração*

Categoria	Dados
Conselho de administração	ENT 1: Um Conselho profissionalizado e interessado no resultado, na rentabilidade da empresa, faz toda a diferença [...] uma proporção de conselheiros independentes precisa de pessoas extremamente profissionalizadas.
	ENT 2: A presença do conselheiro independente é muito importante, porque ele não tem obrigação nem de A nem de B.
	ENT 3: Existem conselhos e conselhos. Então vamos lá. O conselho de administração de uma estatal, os conselheiros estão lá para falar na reunião. Eles não participam de discussão [...] A empresa com controlador definido é aquele conselheiro que tem relação de trabalho com o controlador e busca resultado.
	ENT 4: Ele tem que ser independente, para aliar a posição dele com os interesses da companhia [...] A qualificação do conselheiro é muito importante.

*Fonte:* elaborado pelos autores (2019).

As falas dos entrevistados confirmam que os proprietários podem utilizar o conselho como um importante instrumento de monitoramento, particularmente em situações em que um acionista controlador utiliza os recursos da empresa em benefício próprio, enquanto aos acionistas minoritários restará compartilhar os custos (Bebchuk & Weisbach, 2010; Johnson et al., 2013; Okimura et al., 2007).

Outro achado digno de nota é o fato de os entrevistados apontarem que o número de conselheiros não é tão relevante quanto a sua qualificação e independência. Tal relação é especialmente importante para estudos quantitativos, os quais utilizam o número de conselheiros como variável, logo, além do tamanho do conselho, é relevante incluir, no modelo, que controlem o nível de sua independência, o que já é comum em algumas pesquisas, e também variáveis de qualificação do conselho, o que representa um desafio e oportunidades para pesquisadores da temática.

Pode ser observado das citações no Quadro 7 que os respondentes são muito claros em relação ao papel e o poder do acionista majoritário, ao defenderem que na prática e no dia a dia, esse acionista efetivamente tem influência direta sobre a condução das políticas e decisões corporativas. Pode-se inferir que, se alguma mudança for necessária à empresa, a concordância ou o desejo do acionista majoritário será condição determinante para a sua concretização.

Também é digna de nota a ênfase dos entrevistados na influência que o acionista majoritário tem sobre o desempenho da organização, o que de fato ocorre. É também evidente que os entrevistados consideram que a influência do acionista minoritário é proporcional a sua participação acionária. Eles afirmam que não haveria conflito com os investidores minoritários privados se o acionista majoritário buscasse o desempenho empresa. Esses entrevistados, portanto, confirmam o que Li e Qian (2013) argumentam, em que é a concentração de propriedade em conjunto com instituições fracas (quadro regulamentar) a causa de conflitos entre acionistas quando os objetivos de controle e minoritários acionistas não convergem na maximização dos resultados.

## Quadro 7

Categorias: *papel do acionista majoritário e categoria conflito principal-principal*

Categoria	Dados
Papel do Acionista Majoritário	ENT 1: O majoritário tende a dar direcionamento.
	ENT 3: Ele influencia muito no desempenho da empresa.
	ENT 4: Ter o poder político na companhia depende dele, principalmente para o desempenho, e com certeza não vai ter conflito com os investidores privados minoritários.
	ENT 5: Eu acho que o acionista majoritário, ele pode e deve. Ele acaba dando a tônica da empresa [...] Ele deve botar a mão na massa mesmo e ele acaba definindo.
	ENT 1: [...] o privado, o objetivo é único: rentabilidade. . . . Numa empresa pública ou mista, aí tem conflitos. Porque entra o interesse do governo, nem sempre coincide com o da iniciativa privada.
Conflito Principal-Principal	ENT 2: Mas quanto maior o nível de governança, menos o espaço para conflitos [...] O minoritário, nem sempre ele tem voz.
	ENT 3: Na maioria das vezes se sente minoritário, [...] Geralmente quando ele não está preparado, quando ele não está vacinado, ele aceita dar esse voto de confiança [...] “Não, voto de confiança eu já dei para você. Eu já sou acionista minoritário da companhia que você controla. Quem tem que me dar espaço, quem tem que me dar voto de confiança dentro da companhia agora é você”.
	ENT 4: Esse conflito, eles estão presentes em toda reunião de Conselho.
	ENT 5: Eu vejo que o minoritário realmente, no Brasil, ele sofre [...] Novo Mercado, ele já tem um conjunto razoável. Já se estende a eles benefícios de <i>Tag Along</i> e outras coisas desse tipo, eu acho que o tipo de informação que chega ao minoritário ainda é muito complexo.

*Fonte:* elaborado pelos autores (2019).

Os conflitos entre o principal e o principal seriam, portanto, mitigados se os objetivos do acionista majoritário e minoritários fossem convergentes, ou seja, se o primeiro buscasse o desempenho e saúde financeira da empresa na mesma medida que os últimos. Li e Qian (2013) corroboram nesse sentido, ao afirmarem que a propriedade concentrada, somada as instituições fracas (ambiente regulatório), são a causa de conflitos entre acionistas quando os objetivos dos acionistas controladores e dos minoritários não convergem para o mesmo resultado.

No entanto, por mais que os minoritários utilizem os mecanismos de governança dos quais dispõem, estes aparentemente ainda não apresentam o necessário vigor, prejudicando o retorno do investimento daqueles, e assim o conflito principal-principal se instala. Na percepção dos entrevistados, o acionista minoritário objetiva a rentabilidade, entretanto ele recebe poucas informações e geralmente é ignorado nas decisões. Além disso, emerge o conflito entre o interesse público (do governo) e o interesse privado, no qual o primeiro nem sempre está tão interessado na saúde financeira da empresa quanto o segundo.

Esses resultados ressaltam o argumento de Leal e Saito (2003), de que a questão central está nas formas de proteger os acionistas minoritários das ações dos acionistas controladores. Eles também suportam o apontamento realizado por Li e Qian (2013), que a existência de instituições fracas tem sido identificada como a “causa raiz” de conflitos entre acionistas, definida como a incongruência de objetivos entre grupos de acionistas em uma empresa, mas particularmente entre os acionistas controladores e minoritários. Em última instância, esses fatores também estão alinhados às conclusões de Young et al. (2008), de que todos esses fatores tornam o conflito principal-principal substancialmente distinto do modelo de conflito típico de agência.

As falas dos entrevistados destacam a preocupação do governo com a sustentabilidade da empresa estatal, mas pontuam que, por fim, as estatais tornam-se mais uma ferramenta para política do que um meio para entregar valor à sociedade pelo investimento indireto realizado. Desse

modo, as estatais são formas de o governo acionista exercer poder e obter resultados favoráveis prioritariamente à sua política e não necessariamente favoráveis à sociedade e à sustentabilidade da própria empresa, as quais permanecem em segundo plano, conforme as percepções dos entrevistados inseridas no Quadro 8.

**Quadro 8**

*Categoria: governo como acionista*

Categoria	Dados
Governo como Acionista	<p>ENT 1: É obvio que o acionista privado quer o retorno do capital, mas ele também quer sustentabilidade [...] eu acho que o governo não pensa em rentabilidade, pensa em política, pensa em indicar pessoas para cargos importantes, e que as pessoas não vão contribuir com a empresa.</p> <p>ENT 2: Nem só o lucro, nem só o lucro, porque também só almejar o lucro e esquecer um pouco do social, que é uma empresa pública, que ela tem também essa missão, né. [...] O ideal é meio utópico, mas ele seria muito próximo daquilo que o nosso patrão quer. Que é o povo, né. O consumidor é o nosso patrão.</p> <p>ENT 3: A estatal não investe mais por qualidade [...] O investimento é muito relevante à subjetividade e, principalmente, a relação política que o controlador tem nas regiões onde os investimentos serão feitos.</p> <p>ENT 4: O discurso do político de que a empresa tem que atender à sua função social: interesse público, é uma maneira dele encobrir os interesses políticos. Não os interesses da população.</p> <p>ENT 5: Frequentemente, quando o acionista majoritário é estatal, isso traz até uma penalização para as empresas brasileiras, que elas passam a ser subordinadas às estatais brasileiras, a um regime de controles extremamente maior [que o] das empresas privadas.</p>

*Fonte:* elaborado pelos autores (2019).

Esses pontos também são compatíveis com a visão de que, quando o governo é acionista, intervém mais intensamente nas operações das empresas e na regulamentação, dificultando a previsão das ações das agências reguladoras pelas empresas, criando um cenário de instabilidade e aumento de risco político e regulatório (Khanna & Palepu, 1997).

Os entrevistados veem o agente regulador como influente sobre as empresas, mas, em última análise, a própria agência é influenciada pelo governo, ou seja, em algumas situações, ela pode ser um meio de catalisar a influência do governo sobre as empresas, sobre as quais este influenciará diretamente, como acionista, e indiretamente, como regulador, mesmo que não faça parte da estrutura de governança daquelas, conforme destacado no Quadro 9 e no Apêndice A.

As falas dos entrevistados ilustram claramente a influência do governo no setor elétrico como um todo, bem como na gestão, nas decisões e também na forma de conduzir os negócios quando o próprio governo é acionista controlador das empresas de economia mista. Esses achados estão alinhados aos argumentos de Lazzarini (2011), corroborados por Brey et al. (2012), para os quais, no Brasil, o governo se utiliza de meios peculiares para influenciar as empresas: diretamente, por meio da estrutura de propriedade e, indiretamente, por meio da regulação.

Quando o governo utiliza a regulação como meio de interferir nas empresas, disso decorre um dos maiores riscos a que as empresas do SEB estão submetidas e contra os quais há pouca defesa. As empresas podem apenas adequar-se às diretrizes da agência reguladora e adotar padrões de gestão compatíveis. Os entrevistados sentiram a pressão necessária ao enfatizarem que esse fator causa instabilidade ao SEB e afasta investimentos que seriam importantes para o desenvolvimento de pesquisa e de infraestrutura, necessários para sua evolução no decorrer do tempo. Essa é uma evidência de a agência reguladora poderia melhorar seu funcionamento na indústria, criando mais mecanismos que contribuam para o desenvolvimento das empresas do setor.

## Quadro 9

Categorias: *agências reguladoras, influência do governo no setor e MP 579/12*

Categoria	Dados
Agências reguladoras	<p>ENT 1: Péssimas, acho que precisa melhorar muito [...] Que o regulador tenha a visão de atração de capital e não de espantar.</p> <p>ENT 2: [...] o objetivo dela é regular, fiscalizar [...] Esse é o objetivo, agora eu vejo que tem influência no setor de energia elétrica.</p> <p>ENT 3: Ela pode influenciar diretamente o setor. A Aneel vinha muito bem, pelo menos perante o mercado, até a MP 579/12. . . . Agora, eu posso dizer, assim, por vivência, na hora H, na hora H o governo “patrola” as agências reguladoras e as autarquias de fiscalização.</p> <p>ENT 4: Os órgãos de regulação têm que melhorar muito [...] o risco regulatório é bastante elevado. Aliás, o setor elétrico também.</p> <p>ENT 5: a relação com órgão regulador é o principal fator de risco [...] Eu acho que a Aneel se constituiu numa burocracia delirantemente pesada, que extrapolou tudo o que seria razoável, num regulador setorial [...] pode influir negativamente, sim. No que diz respeito à CVM, eu tenho uma impressão melhor, como uma, vamos chamar assim: uma “xerife” do mercado de capitais.</p>
Influência do governo no setor	<p>ENT 1: Depende do <i>lobby</i>, da força, as empresas fazem nome, não há dúvida.... O Ministério é político.</p> <p>ENT 2: O tráfico de influência, ele vai existir. Até na família [...] Então eu vejo, eu vejo como possibilidade de influenciar, sim, se é o correto, eu acredito que não.</p> <p>ENT 3: Por exemplo, em estatal, o regulador é mais omisso. Em estatal, o regulador aperta menos. Em privado, ele já olha com outros olhos [...] Quando tu chegas numa situação que envolve o governo, a decisão final vai ser aquela que ele quer que saia [...] É evidente a influência do controlador quando ele tem relacionamento de débito com o governante.</p> <p>ENT 5: Quando o governo quer uma coisa e manda a Aneel fazer, aí funciona. Coisas muito estranhas, quando há interesse do acionista majoritário, são definidas com muita rapidez, como a gente viu nos casos da MP 579/12.</p>
MP 579/12 (Brasil, 2012)	<p>ENT 1: De uma hora para outra, o presidente vem, anuncia na televisão, que vai baixar 20% das tarifas e que está tomando as concessões de volta... Precisa ter marco regulatório... Uma confusão absurda. As empresas estão quebrando.</p> <p>ENT 2: A MP 579 de 2012 foi um equívoco muito grande.</p> <p>ENT 3: Quando veio a MP 579/12, nós vimos o que é a influência do governo numa agência reguladora [...] Quando veio aquela barbaridade, a Aneel tinha que se posicionar e ela não se posicionou.</p> <p>ENT 4: O investidor privado precisa de previsibilidade [...] Então, a MP 579/12 afetou as empresas, o grupo Eletrobrás. Porque o conselho de administração não era independente para fazer isso. Então o conselho de administração estava alinhado ao interesse do acionista controlador, que é a União. A União mandou renovar [...] Na Celesc e na Cemig, por exemplo, não renovaram. Porque tinha um conselho independente [...] houve pressão política, mas o conselho era independente.</p> <p>ENT 5: A MP 579/12 ampliou sobremaneira as possibilidades de conflito [...] vimos como abusos do controlador federal, no caso do grupo Eletrobrás [...], causaram enormes prejuízos para a nação e para os acionistas, para o próprio governo e os minoritários.</p>

*Fonte:* elaborado pelos autores (2019).

É também evidente que há um risco para as empresas ao fazer investimentos com incerteza regulatória, ilustrada pela MP 579/12. Esse fato revela que o governo brasileiro (poder concedente) exerce poderosa influência no setor, adotando políticas e demandas que impactam os negócios das empresas, ignorando o efeito financeiro sobre elas. Prova disso é o desequilíbrio criado pela MP 579 que, quando finalmente corrigida em 2015, desencadeou aumentos médios de preços para o consumidor de 50%, quando o chamado “realismo tarifário” foi restabelecido.

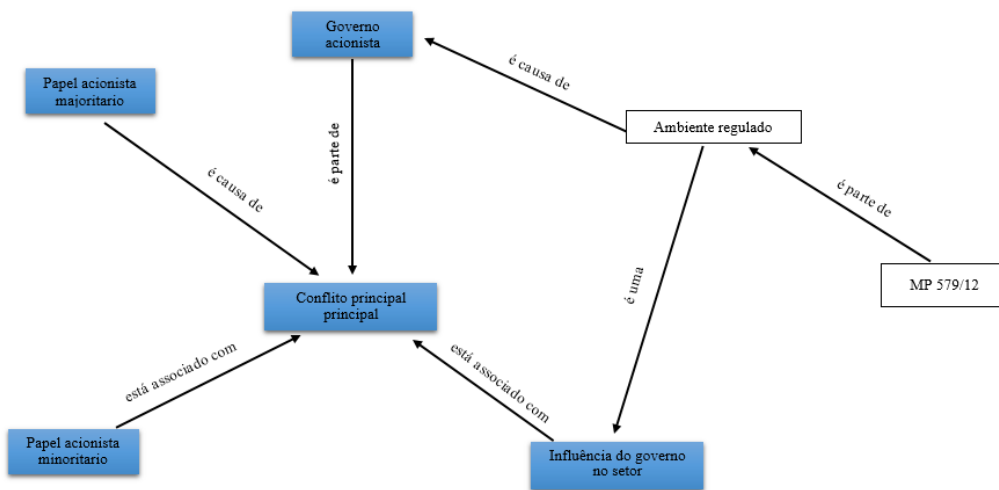
A MP 579/12 evidencia, também, a possibilidade de interferência governamental nas diversas interfaces do SEB, dada a conjugação de papéis de poder concedente, regulador e acionista, representada graficamente na Figura 2 do referencial teórico. De modo geral, esses resultados vão ao encontro dos argumentos de Khanna e Palepu (1997). Eles argumentam que a existência de instituições fracas oferece riscos de quebra de contrato, limitações em transferências dos lucros, falha do governo em honrar garantias e limitações reguladoras, criando um cenário de instabilidade.

As falas dos entrevistados ilustram claramente a influência do governo no setor elétrico como um todo bem como na gestão, nas decisões e também na forma de conduzir os negócios quando o próprio governo é acionista controlador das empresas de economia mista. Esses resultados evidenciam a importância das pesquisas que se preocupam em investigar os efeitos da influência da presença do governo como acionista, as quais têm revelado efeitos no desempenho econômico-financeiro, de mercado e na alavancagem das firmas (Thomsen & Pedersen, 2000; Wu, 2010).

Os entrevistados percebem a MP 579 como uma decisão pautada em critérios essencialmente políticos e definitivamente não técnicos, gerando consequências negativas vertiginosas para a gestão e para o desempenho das empresas envolvidas. Essa medida reforçou o poder discricionário do regulador por investida do governo como poder concedente. A ocorrência desse fato prejudicou ainda mais a captação de investimentos para o setor, comprovando, dessa forma, a influência direta e indireta que o governo pode ter sobre o mercado regulado.

Por fim, a MP criou uma situação de conflitos em potencial e de incerteza quase perene. Dessa forma, esses resultados quase completamente se opõem aos argumentos de Arvate et al. (2013). Os autores veem a regulação como um braço institucional criado pelos governos com uma característica diferente: com o intuito de resolver problemas quando há falha dos mercados. A Figura 3 exemplifica a acentuação do conflito principal-principal decorrente da presença do governo como sócio em ambientes regulados.

A propriedade estatal pode representar um relevante canal da empresa com o governo na busca de apoio para projetos com investimentos de longa maturação. Em contrapartida, isso pode criar uma série de distorções, decorrentes da inclinação do governo de perseguir projetos com base em critérios políticos. Assim, ao considerarmos os diversos fatores que tornam o conflito principal-principal em empresas de economias mistas substancialmente distinto do modelo de conflito típico de agência, nós ampliamos o entendimento acerca desse fenômeno ao incorporar



**Figura 3.** Conflito principal-principal  
*Fonte:* elaborado pelos autores (2019).



em nossas análises elementos da teoria institucional, principalmente em economias emergentes, em decorrência do baixo desenvolvimento institucional desses contextos.

Em suma, destacamos que instituições fracas combinadas com ausência de mecanismos eficazes de governança (elementos que deveriam criar freios e contrapesos nas interferências governamentais), acentuam os conflitos entre os acionistas controladores e acionistas minoritários, ou seja, conflitos principal-principal (Khanna & Palepu, 1997; Morck et al., 2005). Um melhor desenvolvimento institucional e da governança corporativa podem fornecer opções úteis para controlar o comportamento oportunista e a captura regulatória e, em última análise, mitigar o conflito principal-principal.

## 5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Partindo do pressuposto de que o governo como acionista majoritário, em empresas de economia mista, acentua os conflitos principal-principal em decorrência do desalinhamento de interesses, este estudo pretende contribuir com a temática investigando, considerando esse tipo de conflito especialmente em relação ao setor elétrico no Brasil, sob a perspectiva teórica da teoria institucional e da teoria da agência. Para tanto, empregamos uma abordagem qualitativa com práticas de coleta de dados na forma de entrevistas com diretores e membros do conselho do setor, usando um roteiro semiestruturado

A análise e a interpretação dos dados possibilitaram compreender que a governança corporativa no Brasil e, particularmente no SEB, tem evoluído, mas ainda há um longo caminho a percorrer, uma vez que as práticas de governança existentes exercem pouca influência na gestão e no atendimento a parâmetros internacionais de mercado.

Foi encontrado que a influência do acionista minoritário é proporcional à sua participação acionária, uma vez que ele recebe poucas informações e geralmente é ignorado nas decisões. O conflito principal-principal seria abrandado se ambos tivessem os mesmos objetivos. Porém, há um conflito do interesse político (não público) *versus* o interesse privado, no qual o primeiro nem sempre está tão interessado na saúde financeira da empresa quanto o segundo. Além disso, a influência do governo é catalisada para as empresas, uma vez que este as influencia tanto de forma direta, como sócio, quanto de forma indireta, por meio da regulação e dos fundos de pensão.

Assim, é considerado que embora tenha havido um movimento de privatização e desestatização no Brasil, o governo ainda permanece atuante nas empresas, em especial no setor elétrico. Essa influência é evidente na gestão dessas empresas e no impacto diferenciado de decisões. Adicionalmente, a influência direta do governo sobre o mercado regulado cria uma situação de conflitos em potencial e de incerteza para investidores, a exemplo da MP 579/2012, pautada em uma agenda política, desfavorável à sustentabilidade das empresas e não necessariamente favorável à sociedade. Por fim, argumentamos que o agente regulador, poderia se associar com outras instituições, como o IBGC e da CVM, para exercer seu papel de forma mais eficiente para o setor, criando mais mecanismos que contribuam para o desenvolvimento das empresas.

Nossos resultados reforçam dois pontos de vista conflitantes: um a favor e outro contra o controle do governo, como resumido por Boubakri, Ghoul, Guedhami e Megginson (2018). Eles são dois lados da mesma moeda e, por um lado, o custo de propriedade do governo é alto porque essas empresas são usadas como ferramentas políticas para gerarem empregos ou melhorarem o desenvolvimento regional, sem levar em conta o retorno dos acionistas. Por outro lado, essas empresas podem ser resgatadas em momentos de dificuldades financeiras e obterem acesso privilegiado ao financiamento.

Resta determinar se os benefícios da propriedade do governo superam os custos. No cenário brasileiro, em que as proteções dos investidores são fracas, a propriedade do governo é questionável e merece mais debate. Pesquisas futuras poderiam estudar essa questão em maior profundidade, usando métodos quantitativos, e os resultados podem contradizer ou complementar essa visão. Uma sugestão seria quantificar a magnitude das participações nessas empresas, diferenciando as participações majoritárias e minoritárias. Estudos de participação indireta do governo nas empresas também são necessários. Abramov, Radygin, Entov e Chernova (2017) consideram que, ao contrário da propriedade estatal, o controle estatal indireto pode ter um impacto positivo no patrimônio líquido e nas margens de lucro das empresas. Isso pode ser devido a um regime regulatório mais liberal quando comparado com o gerenciamento direto de empresas estatais.

Outros estudos futuros poderiam ser conduzidos para compararem dados de empresas do mesmo setor em diferentes países. Nessa linha, sugerimos também avançar em pesquisas que busquem avaliar a tradicional doutrina jurídica de diferentes países e sua relação com as instituições de governança corporativa. Incluir outras indústrias com reguladores e considerar as qualificações dos membros do conselho também representam desafios e oportunidades para os pesquisadores. Como se trata de um tema avançado, poderiam ser avaliadas percepções e explicações que passaram despercebidas neste trabalho, devido aos métodos empregados, o desenho do estudo e as teorias selecionadas.

## REFERÊNCIAS

- Abramov, A., Radygin, A., Entov, R., & Chernova, M. (2017). State ownership and efficiency characteristics. *Russian Journal of Economics*, 3(2), 129-157.
- Arvate, P. R et al. (2013). Regulatory quality and performance of Latin American companies. In: Encontro Nacional da Associação Nacional dos Programas de Pósgraduação em Administração, Rio de Janeiro. Anais... EnANPAD.
- Bardin, L. (2006). Análise de conteúdo (L. de A. Rego & A. Pinheiro, Trans.). Lisboa: Edições 70. (Obra original publicada em 1977)
- Bauer, J. M. (2005) Regulation and state ownership: Conflicts and complementarities in EU telecommunications. *Annals of Public and Cooperative Economics*, v. 76, p. 51-177, 2005.
- Bebchuk, L. A., & Weisbach, M. S. (2010). The State of Corporate Governance Research, *Review of Financial Studies*, Society for Financial Studies, vol. 23(3), pp. 939-961, March.
- Bertrand, M., Kramarz, F., Schoar, A., & Thesmar, D. (2006). Politicians, firms and the political business cycle: Evidence from France. Unpublished working paper. University of Chicago.
- Beuselinck, C., Cao, L., Deloof, M., & Xia, X. (2017). The value of government ownership during the global financial crisis. *Journal of Corporate Finance*, 42, 481-493.
- Boubakri, N., El Ghouli, S., Guedhami, O., & Megginson, W. L. (2018). The market value of government ownership. *Journal of Corporate Finance*, 50, 44-65.
- Branco, L., & Balassiano, M. (2013). Principal versus principal conflicts in the Brazilian context. *Investment Management and Financial Innovations*, v. 10, n. 4, pp. 80-87.

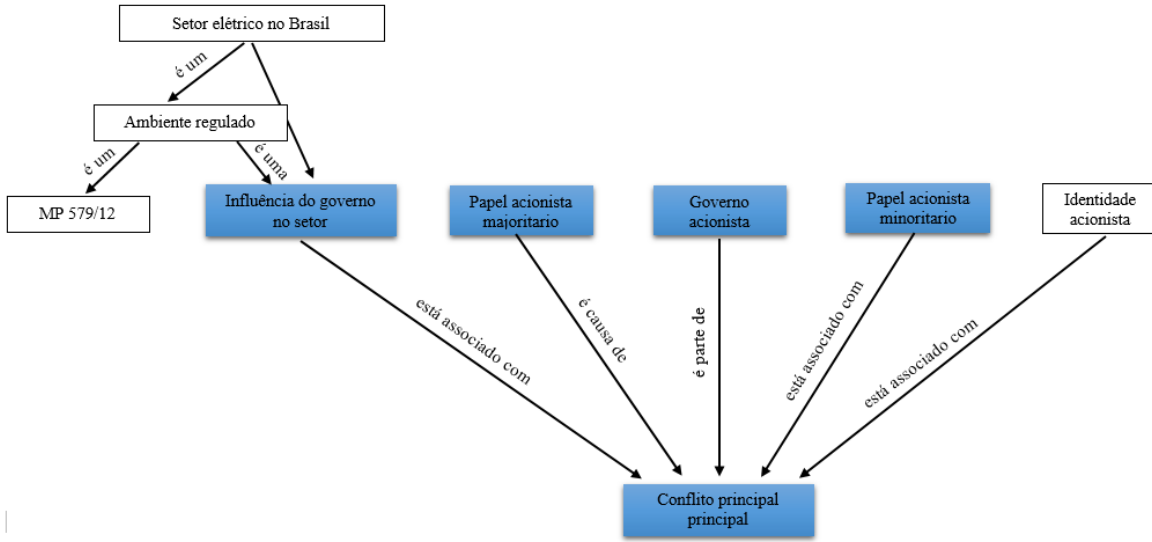
- Brasil, Lei 6385 de 07 de dezembro de 1976. (2015). *Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil*, Poder Executivo. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L6385.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6385.htm) Acesso em 01 jun.
- Brasil, Lei 6404 de 15 de dezembro de 1976. (2015). *Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil*, Poder Executivo. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404consol.htm) Acesso em 01 jun.
- Brey, N. K.; Camilo, S. P. O.; Marcon, R.; & Bandeira-de-Mello, R. (2014) Conexões Políticas em Estruturas de Propriedade: O Governo Como Acionista em uma Análise Descritiva RAM, *Rev. Adm. Mackenzie*, 15(1), 98-124. SÃO PAULO, SP. JAN.-FEV.
- Claessens, S., & Fan, J. P. Corporate Governance in Asia: A Survey. *International Review of Finance*, 3(2). 2002.
- Costa, L. (2018) *Reuters*. Disponível em : <<https://br.reuters.com/article/businessNews/idBRKBN1ET1QF-OBRBS>>. Acesso em: 16 de dezembro.
- Creswell, J. W. (2010). *Estudo de pesquisa: método qualitativo, quantitativo e misto*. Trad. Luciana de Oliveira da Rocha. 2. ed. Porto Alegre: Bookman.
- Cuervo- Cazorra, A., & Villalonga, B. (2000). Explaining the variance in the performance effects of privatization. *Academy of Management Review*, v. 25, p.581–590.
- Cuervo-Cazorra, A., & Dau, L. A. (2009). Promarket reforms and firm profitability in developing countries. *The Academy of Management Journal*, v. 52, p. 1348-1368.
- Dalmácio, F. Z., & Nossa, V. (2004). The agency theory applied to the investment funds. *Brazilian Business Review*, v. 1, n. 1, p. 31-59.
- Dharwadkar, R., George, G., & Brandes, P. (2000) Privatization in emerging economies: An agency theory perspective. *Academy of Management Review*, vol. 25, p. 650-669.
- Eisenhardt, K. M. (1989). Agency theory: An assessment and review. *The Academy of Management Review*, v. 14, n. 1, p. 57-74, Jan.
- Fan, J. H.; Wong, T. J.; Zhang, T. (2007) Politically connected CEOs, corporate governance, and Post-IPI performance of China's newly partially privatized firms. *Journal of Financial Economics*, v. 84, n. 5, p. 330-357.
- Fontes Filho, J. R., & Picolin, L. M. (2008). Governança corporativa em empresas estatais: avanços, propostas e limitações. *Revista de Administração Pública*, v. 42, n. 6, 1163-1188.
- Gomes, J. P. P., & Vieira, M. M. F. (2009). O campo da energia elétrica no Brasil de 1880 a 2002. *RAP Revista de Administração Pública*, Rio de Janeiro: p. 295-321, mar./abr.
- Gul, F. A. (2006). Auditors' response to political connections and cronyism in Malaysia. *Journal of Accounting Research*, 44(5), 931-963.
- Hoskisson, R. E., Eden, L., Lau, C. M., & Wright, M. (2000). Strategy in emerging economies. *Academy of management journal*, 43(3), 249-267.
- IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. (2015). Disponível em: [www.ibgc.org.br/inter.php?id=18161](http://www.ibgc.org.br/inter.php?id=18161). Acesso em 7 abr.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, p. 305-60.
- Johnson, S. G., Schnatterly, K., & Hill, A. D. (2013). Board composition beyond independence: social capital, human capital, and demographics. *Journal of Management*, v. 39, p. 232-262.

- Kaldor, N. 1980. Public or private enterprise—The Issue to be considered. In W. J. Baumol (Ed.), *Public and private enterprises in a mixed economy*: 1–12. New York: St. Martin's.
- Khanna, T., & Palepu, K. (1997). Why focused strategies may be wrong for emerging markets. *Harvard Business Review*, 75(4), 41-51.
- La Porta, R., Shleifer, A., & Lopez-de-Silanes, F. (1999). Corporate ownership around the world. *The Journal of Finance*, 54(2): 471-517.
- Lazzarini, S. G. (2011). *Capitalismo de Laços: os Donos do Brasil e suas Conexões*. Rio de Janeiro: Elsevier.
- Lazzarini, S. G., & Musacchio, A. (2010). Leviathan as a minority shareholder: A study of equity purchases by the Brazilian National Development Bank (BNDES), 1995-2003. *SSRN Electronic Journal*, p. 1995-2003.
- Leal, R. P. C., & Saito, R. (2003). Finanças corporativas no Brasil. *ERA - eletrônica*, 2(2), 1-15.
- Li, J.; Qian, C. (2013) Principal-principal conflicts under weak institutions: a study of corporate takeovers in China. *Strategic Management Journal*, vol. 34, p. 498-508.
- Loch, M., Marcon, R., da Silva, A. L. P., & Xavier, W. G. (2018). Government's impact on the financial performance of electric service providers as both regulator and shareholder. *Utilities Policy*, 55, 142-150.
- Mengistae, T., Xu, L. C. (2004). Agency theory and compensation of CEOs of Chinese state enterprises. *Journal of Labor Economics*, v. 22, p. 615–637.
- Miles, M. B.; Huberman, A. M. (1994) *Qualitative data analysis: an expanded sourcebook*. [S.l.]: Thousand Oaks: Sage.
- Morck, R., Wolfenzon, D., & Yeung, B. (2005). Corporate governance, economic entrenchment, and growth. *Journal of Economic Literature*, v. 63, p. 655-720.
- Mozzato, A. R., & Grzybovski, D. (2011). Análise de conteúdo como técnica de análise de dados qualitativos no campo da administração: potencial e desafios. *Revista de Administração Contemporânea*, v. 15, n. 4, p. 731-747.
- Musacchio, A., & Lazzarini, S. G. (2015). *Reinventando o capitalismo de Estado: o Leviata nos negócios: Brasil e outros países*. São Paulo: Portfolio-Penguin.
- North, D. C. (1990) *Institutions, institutional change, and economic performance*. Cambridge University Press, New York.
- Nunes, E.; Ribeiro, L. M.; Peixoto, V. (2015) Agências reguladoras no Brasil. In: AVELAR, L.; CINTRA, A. O. (Orgs.) *Sistema político brasileiro: uma introdução*. Cap 7, 3 ed: UNESP.
- Okimura, R.; Silveira, A.; Rocha, K. (2007) Estrutura de propriedade e desempenho corporativo no Brasil. *RAC-Eletrônica*, v. 1, p. 119-135.
- Peng, M. W., Wang, D. Y. L., & Jiang, Y. (2008) An institution based view of international business strategy: a focus on emerging economies. *Journal of International Business Studies*, v. 39, p. 920-936.
- Rocha, A. (2013). *Valor Econômico*. Disponível em: <<https://www.valor.com.br/valor-investe/o-estrategista/3147780/os-riscos-de-investir-em-acoes-de-estatais>>. Acesso em: 16 de dezembro.

- Saito, R., & Silveira, A. (2008). Governança corporativa: custos de agência e estrutura de propriedade. *RAE - Revista de Administração de Empresas*, 48(2), 79-86.
- Sarkar, J., & Sarkar, S. (2008). Debt and corporate governance in emerging economies Evidence from India 1. *Economics of Transition*, 16(2), 293-334.
- Shleifer, A., & Vishny, R. (1997) A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, v. 52(2), p. 737-783.
- Silva, J. C. D., Xavier, W. G., Gambirage, C., & Camilo, S. P. O. (2018). The Influence of Political Connections on the Cost of Capital and the Performance of Companies Listed on B3. *BBR. Brazilian Business Review*, 15(4), 317-330.
- Silveira, A. D., Barros, L. A. B. C., & Famá, R. (2008) Atributos Corporativos e Concentração Acionária no Brasil. *Revista de Administração Eletrônica RAE*.
- Thomsen, S.; Pedersen, T. (2000) Ownership structure and economic performance in the largest European companies. *Strategic Management Journal*, v. 21, n. 6, p. 689-705..
- Stan, C., & Bruton, G. D. (2013). Theory of the (State-Owned) Firm. In *Academy of Management Proceedings* (Vol. 2013, No. 1, p. 14904). Briarcliff Manor, NY 10510: Academy of Management.
- Wiziack, J. (2018). *Folha Online*. Disponível em : <<https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2018/06/para-manter-influencia-apos-temer-mdb-prepara-loteamento-de-agencias.shtml>>. Acesso em: 16 de dezembro.
- Wu, H. (2010) Can minority state ownership influence firm value? Universal and contingency views of its governance effects. *Journal of Business Research*, 64(8), 839-845.
- Young, M.; Peng, M.; Ahlstrom, D.; Bruton, G.; Jiang Y. (2008) Corporate governance in emerging economies: A review of the principal-principal perspective. *Journal of Management Studies*, v. 45, p. 196-220.

## APÊNDICE A

Categorização das entrevistas – Saída Atlas Ti



Fonte: elaborado pelos autores (2019).

## APÊNDICE B

Roteiro das entrevistas

Temas	Categorias	Pergunta
Governança corporativa	Governança corporativa no Brasil	Qual a sua percepção da governança corporativa no Brasil? E quem tem esse papel de melhorar a governança é a CVM, as empresas, o governo? Ou deve ser voluntário via bolsa, IBGC? No setor elétrico está acompanhando os demais setores ou precisa melhorar?
Principal-principal	Conflito principal-principal papel do acionista majoritário	Você diria que existe abuso de controle acionário nesse setor? Como você vê as relações entre acionistas minoritários e majoritários e como você vê a proteção do minoritário no Brasil? E dependendo da identidade do acionista majoritário, em sua opinião pode influenciar no desempenho?
Identidade do acionista	Governo como acionista	É possível existir distinção no desempenho entre empresa de economia mista ou privada? Na sua visão isso acontece mais em que tipo de empresa estatal ou privada?
Governança corporativa	Conselho de administração	Na sua visão existe alguma relação entre a composição dos conselhos de administração com o desempenho nas empresas desse setor?
Ambiente regulado	Agências reguladoras e Influência do governo no setor	Qual é a sua percepção sobre o papel (ou a atuação) do regulador no Brasil está funcionando? Ele pode influenciar no desempenho das empresas desse setor? Pode dar alguns exemplos? Você percebe algum tipo de favorecimento por parte da regulação do setor se considerado a identidade dos acionistas?
	MP 579/12	Emergiu durante a análise

Fonte: elaborado pelos autores (2019).