

Mecanismos de controle na governança corporativa das empresas estatais: uma comparação entre Brasil e Portugal

JOAQUIM RUBENS FONTES FILHO

FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS / ESCOLA BRASILEIRA DE ADMINISTRAÇÃO PÚBLICA E DE EMPRESAS, RIO DE JANEIRO – RJ, BRASIL

CARLOS FRANCISCO ALVES

FACULDADE DE ECONOMIA DA UNIVERSIDADE DO PORTO E CEF.UP, PORTO, PORTUGAL

Resumo

Este estudo visa a identificar como mecanismos de controle externo e interno da governança corporativa, tipicamente considerados no setor empresarial privado, são aplicados ou transformados para o setor público nas empresas estatais. A partir de uma revisão do problema de agência e dos mecanismos propostos para sua mitigação no contexto empresarial, este estudo analisa a situação da governança das empresas estatais no Brasil e em Portugal, com vistas a comparar as soluções adotadas nos dois países e as necessidades de desenvolvimento. Além de compartilhar histórias e fundamentos culturais comuns, esses países são caracterizados como ambientes de pouca segurança aos investidores e fragilidade de instrumentos de solução de litígios, por estruturas de propriedade concentradas e por mercados de capitais ainda insuficientes para pressionar o comportamento das empresas, condições que fragilizam os mecanismos de mercado de controle externo e amplificam a influência das peculiaridades das questões internas de governança das estatais. As análises apontam significativas evoluções recentes nas práticas de governança das estatais, mas identificam desafios que ainda precisam ser direcionados.

Palavras-chave: Empresas estatais. Governança corporativa. Mecanismos de controle. Brasil. Portugal.

Control mechanisms in the corporate governance of state-owned enterprises (SOEs): a comparison between Brazil and Portugal

Abstract

This study aims to identify how external and internal control mechanisms of corporate governance, typically used in the private business sector, are applied or transformed for the public sector in state-owned enterprises (SOEs). Based on a review of the agency problem and the mechanisms proposed for its mitigation in the business context, the study analyzes the governance situation of SOEs in Brazil and Portugal, with a view to comparing the solutions adopted in the two countries and the needs for development. In addition to sharing common history and cultural foundations, these countries are characterized by a low investor security environment and fragility of dispute settlement mechanisms; by concentrated ownership structures; and by capital markets still insufficient to pressure corporate behavior, conditions which weaken the market mechanisms of external control and amplify the influence of the peculiarities of SOEs' internal governance issues. The analyses point to significant recent advances in SOEs' governance practices, but identify challenges yet to be addressed.

Keywords: State-Owned Enterprises. Corporate Governance. Control Mechanisms. Brazil. Portugal.

Mecanismos de control en la gobernanza corporativa de las empresas estatales: una comparación entre Brasil y Portugal

Resumen

Este estudio pretende identificar cómo los mecanismos de control externo e interno de la gobernanza corporativa, típicamente considerados en el sector empresarial privado, son aplicados o transformados al sector público en las empresas estatales. A partir de una revisión del problema de agencia y de los mecanismos propuestos para su mitigación en el contexto empresarial, el estudio analiza la situación de la gobernanza de las empresas estatales en Brasil y Portugal, con miras a comparar las soluciones adoptadas en los dos países y las necesidades de desarrollo. Además de compartir historias y fundamentos culturales comunes, estos países se caracterizan por un ambiente de poca seguridad a los inversores y fragilidad de instrumentos de solución de litigios, por estructuras de propiedad concentradas, y por mercados de capitales aún insuficientes para presionar el comportamiento de las empresas, condiciones que debilitan la efectividad de los mecanismos de mercado de control externo y amplifican la influencia de las peculiaridades de las cuestiones internas de gobernanza de las estatales. Los análisis apuntan significativas evoluciones recientes en las prácticas de gobernanza de las estatales, pero identifican desafíos que aún deben ser dirigidos.

Palabras clave: Empresas estatales. Gobernanza corporativa. Mecanismos de control. Brasil. Portugal.

Artigo convidado submetido em 16 de outubro de 2017 e aceito para publicação em 28 de novembro de 2017.

Carlos Francisco Alves: CEF.UP recebe apoio da FCT- Fundação para a Ciência e a Tecnologia (grant PEst-OE/EGE/UI4105/2014).

DOI: <http://dx.doi.org/10.1590/1679-395172454>

INTRODUÇÃO

A retomada do crescimento da importância das empresas estatais no mundo, após um declínio que sucedeu a ruptura da União Soviética e a difusão dos paradigmas e modelos gerencialistas na administração pública, indica a necessidade de construir linhas de pesquisas mais sólidas em torno dessas empresas. Segundo Bruton et al. (2015), as estatais representam cerca de 10% do produto interno bruto mundial, aproximadamente 20% da capitalização de mercado. Além disso, as vendas combinadas das 204 maiores empresas estatais somaram US\$ 3,6 trilhões entre os anos de 2010-2011, equivalente a mais de 10% das vendas agregadas das 2000 maiores empresas globais (KOWALSKI, BÜGE, SZTAJEROWSKA et al., 2013).

Mesmo diante dessa importância, ainda há poucos estudos sistemáticos sobre o tema estatais, em geral, ou governança corporativa, específica, dessas empresas (DAISER, YSA e SCHMITT, 2017). Grossi, Papenfuß e Tremblay (2015) sinalizam a lacuna existente nos estudos sobre a governança das estatais, apontando que déficits de governança e gestão continuam a ser um grande desafio em muitos países, com dúvidas sobre modelos, mecanismos, instrumentos e processos que as autoridades públicas e os conselhos das estatais poderiam usar para promover a prestação efetiva, eficiente e sustentável de serviços públicos.

As propostas de diretrizes de governança das empresas estatais da Organisation for Economic Co-Operation and Development (OECD) podem, então, ser entendidas como resposta às necessidades dos Estados nacionais em compreender melhores soluções para a governança dessas empresas. Na revisão desse documento, em 2015, a OECD (2015, p. 7) defendia sua importância: “with many countries experiencing lower economic growth and finding their fiscal space diminished, governments face growing challenges to ensure well-functioning SOE sectors”.

Por certo que a natureza estatal dessas empresas demanda análises e soluções particulares para as questões de governança corporativa. Divergências quanto à missão e objetivos, mensuração de efetividade, possibilidades de financiamento e diversificação do negócio, condições jurídicas em aspectos como falência e endividamento, características e limitações nas políticas de pessoal e seleção, sucessão e incentivos aos administradores, entre outras, reconfiguram o papel dos atores da governança e transformam a relação principal-agente. Apesar dessas diferenças, o paralelo da governança das estatais com aquela das empresas privadas é útil, pois representa compartilhar conhecimentos e aprendizados, aprofundando a compreensão das diferenças.

Antes de avançar nas análises, vale destacar que, diante da diversidade internacional que traz diferentes termos para identificar empresas estatais, o conceito de empresa estatal aqui utilizado segue a definição proposta pela OECD (2015, p. 14): “qualquer entidade corporativa reconhecida pela legislação nacional como uma empresa, e em que o Estado exerce a posse” integralmente ou por maioria dos direitos políticos, podendo tal posse ser exercida também por instâncias subnacionais, como estados ou municípios. Nesse sentido, estatais são empresas e, como tal, têm os problemas típicos de governança das empresas, seja nos conflitos entre proprietários e processos de decisão coletiva, seja nos problemas de agência na relação entre acionistas e gestores. Este estudo segue, como objetivo principal, identificar como mecanismos de controle externo e interno da governança aplicados no setor privado são aplicados ou transformados para o setor público na solução dos problemas de agência.

Como metodologia, realiza-se uma comparação entre a efetividade desses mecanismos para empresas estatais em dois contextos distintos de empresas estatais: Brasil e Portugal, um país emergente na América Latina e um país desenvolvido integrante da União Europeia, respectivamente, mas sujeitos a contextos culturais similares (FONTES FILHO e PIMENTA, 2016). A análise da governança em países emergentes deve considerar que o conflito principal-agente é subordinado ao conflito principal-principal, pelo predomínio da estrutura de propriedade concentrada, que o ambiente institucional instável torna o *enforcement* dos contratos de agência mais custosos e problemáticos, menor proteção aos acionistas minoritários (YOUNG, PENG, AHLSTROM et al., 2008), além de fragilidade em mecanismos externos como a competição no mercado de controle corporativo e no mercado de trabalho de executivos (HU, TAM e TAN, 2010; DHARWADKAR, GEORGE e BRANDES, 2000). Dessa forma, examinar a disciplina da governança das estatais em ambos os países permite comparar as soluções em dois mercados com semelhanças, mas distintas institucionalidades.

Inicialmente, apresenta-se o referencial teórico da governança e os mecanismos internos e externos orientados a controlar o comportamento do agente e, em seguida, analisadas diferenças dos contextos de ambos os países e como são transformados e operam esses mecanismos na solução dos problemas de agência das estatais nacionais.

GOVERNANÇA CORPORATIVA E MECANISMOS DE CONTROLE

É longa a lista de potenciais problemas de governança nas empresas estatais, possivelmente a maioria derivada da natureza política e pública do controlador. Na ausência de mecanismos específicos ou barreiras que salvaguardem a autonomia da empresa estatal ante as frequentes mudanças do sistema político, somam-se em sua governança tanto os problemas de agência típicos como os problemas do principal, o próprio Estado, influente nas atividades das empresas. No Brasil, por exemplo, o sistema político caracterizado pelo presidencialismo de coalizão (ABRANCHES, 1988) impõe mudanças frequentes na direção e objetivos das empresas estatais, ou mesmo a participação direta e não compensável na execução de políticas públicas, subordinando sua gestão à instabilidade das coalizões e demandas públicas temporárias.

Becht, Bolton e Röell (2002) entendem que os problemas de governança corporativa derivam do interesse do investidor em exercer o controle da empresa de forma distinta dos administradores, problema amplificado pela propriedade dispersa que abre espaços para conflitos de interesse entre os acionistas, criando um problema de ação coletiva. Argumentam, então, que 5 mecanismos podem mitigar esse problema: i) concentração parcial de propriedade e controle nas mãos de um ou poucos grandes investidores; ii) aquisições hostis e disputas de voto por procuração; iii) delegação e concentração de controle no conselho de administração; iv) alinhamento de interesses gerenciais com investidores por meio de contratos de remuneração de executivos; e v) obrigações fiduciárias claramente definidas para os Chief Executive Officers (CEO).

A literatura sobre mecanismos de controle corporativo, interno e externo, tem-se orientado pela busca do alinhamento entre os diversos interesses de gestores e acionistas (WALSH e SEWARD, 1990). Nessa linha, os esforços recentes na tentativa de entender e mitigar os conflitos da agência têm ampliado a análise da eficácia dos mecanismos de controle na indução de ações gerenciais voltadas à valorização da empresa, separando esses controles entre internos ou externos. No primeiro grupo estariam classificados o conselho de administração, o monitoramento mútuo entre os gestores, a participação direta dos gestores na propriedade, os esquemas de remuneração dos executivos, em especial da parcela variável, o papel de supervisão desempenhado pelos grandes acionistas e o uso do financiamento por dívida. Como controles externos consideram-se as pressões exercidas pelo mercado de controle corporativo (e a possibilidade de *corporate takeovers*), o mercado de trabalho executivo e o mercado de produtos (AGRAWAL e KNOEBER, 1996).

O conflito principal-principal, definido como a incongruência de objetivos entre os grupos de acionistas em uma empresa, particularmente entre os acionistas controladores e minoritários, induz os principais executivos a se tornar representantes dos interesses do acionista controlador (LI e QIAN, 2013; YOUNG, PENG, AHLSTROM et al., 2008). Embora mais estudado em economias emergentes e pouco estudado no âmbito do setor público, tal conflito pode exprimir melhor os problemas de governança nas empresas estatais, onde mesmo em situações de participações privadas na propriedade o Estado atua de modo hegemônico e, frequentemente, com pouco interesse em acomodar os interesses privados.

Como discutido por Young, Peng, Ahlstrom et al. (2008), os mecanismos de governança devem ser considerados de modo conjunto, que se complementam ou se substituem mutuamente para manter o oportunismo gerencial sob controle. Adicionam, ainda, que nas economias emergentes os mercados de produtos, os mercados de trabalho, os mercados de aquisição e outros fatores externos são corrompidos ou ineficazes, assim, menos efetivos para governar os executivos, o que exige maior eficácia dos mecanismos de controle interno. Entretanto, a ausência de apoio institucional que suporte a atuação do conselho de administração, principal mecanismo de governança interna nas economias desenvolvidas, torna o órgão fragilizado para a tarefa de monitoramento e controle, reforçando a necessidade de apoiar-se na atuação do acionista ou do grupo controlador para controlar o oportunismo gerencial.

Trazendo a análise para os mecanismos de controle das empresas estatais, vale considerar que a propriedade estatal acarreta à empresa tanto problemas oriundos das características do mercado nacional e suas relações de trabalho e comerciais como maior exposição política. Esse contexto distinto daquele que permeia as empresas privadas traz desafios específicos às estatais, tais como sujeição dos administradores à instabilidade dos acordos e coalizões políticas, menor espaço para remuneração dos administradores e políticas de incentivo variável; interferência do controlador (política) na gestão, inclusive para absorver custos de políticas públicas, o que torna difícil avaliar os resultados do negócio e efetividade da atuação da empresa e administradores; falta de monitoramento estatal especializado no negócio, entre outras mazelas apontadas pela OECD (2015). Por outro lado, estatais não são empresas privadas e, portanto, não podem estar insuladas dos interesses legítimos da política, desde que relacionados à sua missão. A seção seguinte aprofunda a discussão dos mecanismos de controle relacionados à minimização dos problemas e agência, considerados ao contexto da empresa estatal.

DIFERENÇAS DOS PROBLEMAS DE GOVERNO DAS EMPRESAS ESTATAIS DIANTE DAS EMPRESAS PRIVADAS

A Definição e o Controle dos Objetivos de Governo

Tipicamente, as empresas estatais não visam à obtenção de lucro, devendo prosseguir outros objetivos, configurando-se em geral como *stakeholders-oriented companies*, excetuadas aquelas onde há sócios privados ou em processo de privatização. Nesse caso, a posição do Estado é temporária, o que justifica a aceitação do lucro como objetivo fundamental. Entretanto, quando essa parceria não tem natureza temporária, em algum momento os interesses dos acionistas privados e os outros interesses (que justificam a presença do Estado como acionista) podem tornar-se conflitantes.

Nas empresas onde o Estado é o único proprietário há situações que as estatais podem ser consideradas puras *stakeholders-oriented companies* (p. ex., hospitais). Já no que respeita às empresas que exercem atividades concorrenciais, sua situação é menos óbvia. O Estado pode atuar em mercados abertos para apoiar o desenvolvimento econômico ou atingir objetivos sociais, para corrigir falhas de mercado, minimizar ou eliminar as situações de abuso de poder de mercado ou, ainda, reduzir as externalidades ou as consequências de tomada de riscos excessivos em setores nevrálgicos. No entanto, isso não isenta a empresa de buscar o lucro, ainda que seja para assegurar sua solvência e sustentar seu crescimento. Trata-se de situações em que a obtenção de resultados financeiros está sujeita a restrições, ditadas por interesses de políticas econômicas ou sociais.

No caso das *stakeholder companies* “puras”, supõe-se que os recursos (sempre escassos) sejam usados com racionalidade, e que por isso os serviços públicos sejam prestados com eficiência. Todavia, essa eficiência surge como restrição e não como fim da gestão e do governo das empresas. Assim, ao contrário da maioria das empresas privadas, as empresas detidas pelo Estado não têm um objetivo único, devendo satisfazer múltiplos *stakeholders*, o que cria um conjunto de problemas decorrentes de potenciais conflitos, uma vez que em algum momento os diferentes objetivos poderão competir entre si. Acresce que a multiplicidade de objetivos coloca dificuldades na avaliação do desempenho da empresa ou do gestor (JENSEN, 2001), já que permite que um desempenho fraco em uma perspectiva seja justificado pelo resultado alcançado em outras. Esses problemas podem, eventualmente, estar presentes em algumas empresas privadas, tais como as cooperativas, mas estão ausentes do protótipo de empresa privada orientado à maximização do lucro.

Ausência ou Limitação de Mecanismos de Controle

Controle externo

Os gestores das empresas cotadas ou listadas, com ações transacionadas nas bolsas de valores, são supervisionados e fiscalizados tanto internamente, pela auditoria e pelos órgãos sociais da empresa, quanto externamente, pelos acionistas, investidores, credores, agências de *rating* e por analistas. Esse monitoramento constrange a gestão, obriga-a a prestar contas, dar explicações e reduz seu poder discricionário.

O mercado de bens e serviços é fator determinante para a qualidade da gestão da empresa. De fato, é geralmente reconhecido que o nível de concorrência aumenta a performance das empresas por uma dupla via. A concorrência deixa menos espaço para gastos supérfluos ou atos não maximizadores e os agentes têm um ambiente menos favorável para extrair rendas (TIROLE, 2006). Além disso, torna mais fácil avaliar o desempenho dos gestores por comparação com seus pares. Todavia, enquanto em relação ao primeiro dos aspectos parece razoável aceitar que o efeito disciplinador igualmente opera nas empresas estatais, o mesmo não se pode dizer do segundo. Na realidade, quando as estatais são chamadas a apoiar o desenvolvimento econômico ou outros objetivos sociais, ou quando lhes é requerido que corrijam falhas de mercado ou minimizem situações de abuso de poder de mercado, uma comparação justa com a performance de concorrentes privados deixa de poder ser feita e perde-se o competente efeito disciplinador (*yardstick*).

Outro efeito disciplinador usualmente apontado ao mercado é o espectro de falência. O efeito disciplinador da ameaça de falência – que pode inclusive não ser possível, como no caso brasileiro – não opera nas empresas estatais com a mesma intensidade com que é sentido nas empresas privadas. Consequentemente, o monitoramento das empresas estatais no mercado de dívida tende a ser menos ativo do que aquele que se verifica para as empresas privadas.

Acresce, ainda, que as estatais estão a salvo do mercado de controle de empresas. Não são, pois, empresas cujo controle possa ser adquirido por meio de oferta pública (*takeover*), perdendo-se o efeito disciplinador e o monitoramento que poderia ser exercido por potenciais investidores.

Por fim, não estando as empresas cotadas em mercado, igualmente se perde o monitoramento decorrente da ação dos analistas financeiros. Na medida em que estes procuram medir o valor da empresa, não só realizam algum escrutínio sobre seu desempenho passado e sua posição atual, como proporcionam informação sobre os caminhos alternativos para futuro desenvolvimento. Tal escrutínio, que no caso das empresas cotadas termina com uma recomendação de compra ou de venda, traz constrangimentos à atuação da empresa e tem consequências sobre o comportamento dos gestores (JENSEN, 2005). Esse monitoramento também inexistente no caso das empresas totalmente detidas pelo Estado, presente apenas nas sociedades de economia mista, isto é, estatais com participação privada no capital.

Controle interno

O controle interno das empresas ocorre no nível de seus órgãos sociais, designadamente a assembleia-geral, o conselho de administração e o conselho fiscal ou similar. Além disso, as empresas são sujeitas às auditorias externa e interna.

A assembleia-geral das empresas estatais integralmente detidas pelo Estado difere daquela das empresas privadas (e, em particular, das cotadas) por três razões: o número de “vigilantes” – os acionistas – o incentivo para monitoramento e o nível de informação e conhecimentos. Um maior número de acionistas aumentará a probabilidade de haver um controle mais efetivo sobre a vida da empresa, embora a dispersão acionista também reduza o nível de incentivo de cada acionista para monitorar a vida da empresa (*free rider*), uma vantagem para estatais e demais empresas de controle concentrado. Quanto à motivação, pela ausência de incentivos (designadamente de propriedade) para o agente (político) que controle o agente (gestor), será de esperar uma vigilância menos apertada do que aquela que exercem acionistas privados. Por último, não sendo os políticos, seus assessores, pessoas especialmente qualificadas para apreciar a conduta e o desempenho das empresas públicas, principalmente pelo intenso rodízio nos cargos públicos, será de esperar que também do ponto de vista do domínio dos conhecimentos e da informação as empresas públicas comparem desfavoravelmente com as privadas. Cabe esclarecer, neste último ponto, que a dúvida não é quanto à competência dos técnicos governamentais, mas principalmente pelo efeito do rodízio e das mudanças políticas sobre a capacidade dos órgãos e agentes estatais acumulem conhecimento suficiente sobre a empresa que permita minimizar as assimetrias de informações com os gestores.

No que respeita aos órgãos de administração e fiscalização, as regras de bom governo corporativo apontam no sentido de uma separação clara entre as funções de gestão (que competem a executivos) e as funções de vigilância, supervisão, controle e fiscalização da ação dos gestores (que competem a não executivos). Nesse contexto, assume grande importância a coordenação do trabalho dos não executivos pelo conselho. Daí que em muitos países seja tido como boa prática que as funções de Chairman (presidente do conselho de administração) e CEO sejam separadas.

As empresas detidas pelo Estado também podem, como é evidente, ter administradores executivos e não executivos, nos termos que sejam considerados boa prática para as empresas privadas. Há, porém, algumas dificuldades adicionais que vale ponderar. Desde logo, a questão da independência. As boas práticas requerem, como referido, que alguns administradores sejam independentes, não só diante dos gestores, mas igualmente diante dos acionistas. No caso das empresas estatais, a independência terá de apurar-se diante dos executivos e diante do poder político. Todavia, sendo sua escolha realizada pelo poder político, sua independência poderá ficar comprometida, inclusive por uma eventual subordinação dos executivos aos grupos políticos externos à empresa e não ao conselho e à hierarquia formal.

Por fim, é preciso notar que os agentes reagem a incentivos. A ausência de direitos de propriedade nas empresas estatais, por parte dos gestores e dos políticos, origina a inexistência dos incentivos que decorrem da titularidade dos direitos residuais.

Acresce que, nessas empresas, pode não existir nenhum incentivo monetário para buscar objetivos de eficiência se a remuneração dos gestores não for ligada ao desempenho. Na ausência desses incentivos, podem surgir outras formas de extração privada de benefícios. Por exemplo, as empresas podem evitar demissões para não criar constrangimentos políticos e eleitorais. A consequência será a tomada de decisões que podem levar à fragilidade financeira e má alocação de recursos. Podem ainda evitar tomar decisões de investimento que envolvam risco, dedicar pouco tempo e pouco esforço à empresa, gastar recursos excessivos em proveito próprio ou atingir situações mais graves nos domínios da corrupção e de outras ilegalidades.

É claro que podem ser criados mecanismos contratuais de incentivo para o agente direto. A fixação de remuneração baseada no desempenho do agente é um desses mecanismos, embora processo ainda com limitações já que muitas vezes os pacotes de remuneração variável estimulam condutas perniciosas (JENSEN, 2005). Além disso, não se foi ainda capaz de criar mecanismos de incentivo imunes ao ruído, que compensem o mérito em vez da sorte, nem que equilibradamente compensem o mérito e penalizem o demérito (BERTRAND e MULLAINATHAN, 2001).

Acresce que, no caso das empresas estatais, os mecanismos de incentivo remuneratório têm de lidar com constrangimentos adicionais. A atração de gestores qualificados implica o pagamento de, pelo menos, seu custo de oportunidade, o que com frequência ultrapassa aquilo que os cidadãos consideram razoável. Isso cria um constrangimento para o decisor político, que terá de assumir no plano eleitoral o ônus de pagar um preço que os eleitores tendem a considerar elevado. A ausência de vontade do agente político para suportar esse custo, poderá levar à contratação de gestores menos capazes.

Nas empresas listadas o pacote de remuneração usualmente inclui três componentes: salário, bônus e incentivos baseados em ações ou opções, os dois últimos variáveis e relacionados aos resultados alcançados. Todavia, a natureza *stakeholders-oriented* das empresas estatais, mesmo as listadas, torna, como discutido, muito mais difícil definir e medir o desempenho e, conseqüentemente, muito mais complicado desenhar pacotes de remuneração que compensem esse desempenho (JENSEN, 2001). Acresce que a criação de mecanismos de incentivo implica que uma parte significativa da remuneração seja variável e dependente da performance do gestor. Isso igualmente pode levar a que, em caso de sucesso, a remuneração a receber do gestor atinja valores insustentáveis socialmente.

Por fim, no que respeita aos políticos que exercem – como agentes e em nome do Estado – os direitos de acionistas, os mecanismos de incentivo por remuneração são totalmente inexistentes. Não se conhecem, provavelmente porque seriam socialmente inaceitáveis, políticos cujo vencimento dependa da performance das empresas estatais que tutelam.

COMPARANDO MECANISMOS DE CONTROLE DA GOVERNANÇA CORPORATIVA EM EMPRESAS ESTATAIS NO BRASIL E PORTUGAL

Brasil

No Brasil, empresas estatais devem ser criadas por lei específica e são classificadas como empresas públicas, quando o capital social é detido integralmente pela União, pelos estados, pelo Distrito Federal ou pelos municípios, ou sociedades de economia mista, quando os entes públicos detêm a maioria das ações com direito a voto e são constituídas sob a forma de sociedade anônima e sujeitas à lei societária (Lei n. 6.404/1976).

Delimitando a análise nas estatais detidas pela União, direta ou indiretamente, em outubro de 2017 havia um total de 150 empresas, sendo 102 de controle indireto, subsidiárias de estatais (BRASIL, 2017). Além disso, dessas empresas, 48 são do setor de energia, 35 de petróleo e derivados, 15 e comércio e serviços e 14 do setor financeiro. O conjunto das estatais totaliza 516,3 mil empregados e ativos totais de R\$ 4.678,4 bilhões (aproximadamente US\$ 1,5 bilhões). As três maiores estatais federais, listadas na Bolsa de Valores, apresentavam um valor de mercado somado de R\$ 262,2 bilhões (US\$ 84 bilhões), sendo que apenas a Petrobras representava 63% desse valor.

A supervisão, governança, gestão e controle das empresas estatais federais segue um comando triplo e o estatuto social disciplina diversas funções da governança. O principal comando sobre a empresa é localizado em um ministério supervisor, definido de acordo com a área de atuação da empresa e disciplinado no Decreto n. 8.872/2016, que tem como atribuições típicas definir e acompanhar a execução dos objetivos da empresa e, em geral, indica a maioria dos membros do conselho de administração e da diretoria executiva.

A coordenação do Programa de Dispêndios Globais, da proposta do Orçamento de Investimento, e a definição das políticas de pessoal das estatais federais são subordinadas ao Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão que, por meio de secretaria específica (Secretaria de Coordenação e Governança das Empresas Estatais – SEST), acompanha a indicação dos conselheiros de administração representantes da União e a disponibilização das informações econômico-financeiras sobre essas empresas estatais (Decreto n. 9.035/2017).

Por fim, cabe à Secretaria do Tesouro Nacional, do Ministério da Fazenda, a gestão do portfólio da União, o que inclui as participações acionárias, executando nessa função ações voltadas à gestão do ativo, e dos atos societários, como participação em assembleias de acionistas, além de indicar e acompanhar um membro nos conselhos fiscais das empresas com participação da União.

Em 2007, alinhada às propostas de governança das estatais apresentadas pela OECD, foi criada a Comissão Interministerial de Governança Corporativa e de Administração de Participações Societárias da União (CGPAR), integrada pelos Ministros de Estado do Planejamento, da Fazenda; e do Chefe da Casa Civil da Presidência da República. A CGPAR tem por objetivo tratar de matérias relacionadas à governança corporativa das estatais e da administração de participações societárias da União, permitindo com isso uma visão integrada do portfólio. Além disso, desde 2010 está prevista a participação de representante dos trabalhadores nos conselhos de administração das empresas estatais (Lei n. 12.353/2010).

Ponto importante a destacar sobre a estrutura de governança das empresas estatais é que, conforme a legislação societária, as empresas devem ter um conselho fiscal com função de fiscalizar, por qualquer de seus membros, os atos dos administradores e verificar o cumprimento dos seus deveres legais e estatutários, e opinar sobre o relatório anual da administração, sendo esse órgão de funcionamento permanente nas empresas estatais (Lei n. 6.404/1976). Além disso, desde a promulgação do Decreto n. 8.945/2016, que regulamentou para as estatais federais a Lei n. 13.303/2016, a empresa estatal deve seguir práticas de gestão de riscos e controle interno contemplando estruturas com esse fim; e auditoria interna e Comitê de Auditoria Estatutário (art. 15), este como órgão auxiliar do Conselho de Administração da empresa (art. 38).

A Lei n. 13.303/2016 introduziu profundas mudanças nas estruturas e dinâmicas de governança nas empresas estatais brasileiras, dispondo sobre seu estatuto jurídico e regras de indicação de conselheiros, inclusive membros independentes, e sobre o regime societário dessas empresas. Em realidade, a própria edição dessa nova lei sinaliza uma ainda frágil estruturação dos mecanismos de controle da governança corporativa no país. Assim, a baixa independência dos conselhos, a não exigência de experiência profissional mínima dos dirigentes, a indicação de políticos aos órgãos de administração e fiscalização, a previsão de divulgação anual de carta de governança com objetivos de política pública e dados operacionais e financeiros e a obrigatoriedade de implantação de áreas de *compliance* e risco, além de comitê de auditoria estatutário, são indicativos exatamente das fragilidades presentes no sistema estatal.

Reverendo a tipologia dos mecanismos de Agrawal e Knoeber (1996), o novo marco legal traz avanços significativos na capacidade de ação do *board* e no fortalecimento do vínculo dos gestores e sua orientação para os resultados da empresa, uma vez implantadas a remuneração por desempenho, em particular nas empresas estatais sem participação privada. Ao trazer uma delimitação para o exercício da função social da empresa estatal aos comandos ditados pelo instrumento de autorização legal que ditou sua criação, o Decreto n. 8.945 (art. 27) evita que essa função seja tratada de modo indevido para descaracterizar o objeto social ou interesse da empresa (FRAZÃO, 2017).

O sucesso dessas mudanças, entretanto, ainda deve ser provado. Cotejando com os mecanismos internos, exclusivamente, ainda são identificadas fragilidades relacionadas à atuação dos conselhos, incentivos e monitoramento dos executivos.

Embora alinhada às recomendações de boas práticas de governança internacionais, a participação de 25% de conselheiros independentes no total de um órgão colegiado pode não ser suficiente para reduzir eventuais influências negativas do Estado controlador e evitar o uso da empresa estatal para execução de políticas públicas não vinculadas a seu objeto social. Também no caso da remuneração executiva, como a maior parte das empresas estatais não é constituída como uma sociedade por ações, o uso de instrumentos de incentivo baseado em ações é limitado. Ademais, pela própria natureza dessas empresas – frequentemente monopolistas – pode não ser possível definir *benchmarks* adequados para parametrizar a política de remuneração.

Acrescente-se ainda que a referida função social e a natureza de *stakeholders-oriented companies* das estatais contribuem para tornar os objetivos empresariais múltiplos, difusos e externamente estabelecidos, distintos da maximização do retorno tomada como parâmetro para gestores privados. Duas críticas mostram a fragilidade nos controles introduzida por esse processo. Para Jensen (2001), é logicamente impossível maximizar em mais de uma dimensão, enquanto que para Menon e Umapathy (1987), os problemas de controle enfrentados pelas empresas estatais dependem significativamente do grau de complexidade de seus objetivos e da medida em que as saídas organizacionais podem ser mensuradas. Em consequência, a

dificuldade em acompanhar o desempenho das estatais cria espaço para críticas aos gestores e politização na definição de suas finalidades.

Outro instrumento listado por Agrawal e Knoeber (1996), o uso do financiamento por dívida, também se mostra frágil para essas empresas, uma vez que a contratação de operação de crédito de longo prazo está sujeita à aprovação e aos limites do Estado, dado seu potencial impacto no balanço das contas públicas. Ao limitar a disponibilidade de fluxo de caixa livre (BECHT, BOLTON e RÖELL, 2002) e favorecer a atuação de credores como monitores externos, as políticas de endividamento configuram-se como importantes instrumentos para inibir problemas de agência (JENSEN, 1986), mas se mostram fragilizados nas estatais pela subordinação dessas empresas aos limites no endividamento público, de modo agregado, e pela proteção à falência das estatais no Brasil (Lei de Falências – Lei n. 11.101/2005, art. 2º).

Na perspectiva dos mecanismos externos, mais distintas são as diferenças entre as estatais brasileiras e empresas privadas. São 27 empresas estatais cotadas na bolsa de valores (B3, antiga BM&FBovespa), sendo 7 federais, e destas apenas 4 estão sujeitas a um ativismo dos acionistas, condição que tem-se tornado um dos mais importantes mecanismos externos de governança no contexto anglo-saxão (GUO, LACH e MOBBS, 2015). Outras 144 estatais federais não são cotadas, permanecendo os entes estatais como únicos acionistas, sem pressão de acionistas. Mesmo nas empresas listadas, o Estado permanece como controlador, detendo a maioria das ações com direitos de voto, reduzindo significativamente o poder dos demais acionistas. Assim, a transparência e a fiscalização dos agentes de mercado mostram reduzido potencial de controle externo das estatais. Por sua vez, um mercado de capitais ainda em desenvolvimento não registra casos de aquisição hostil, eliminando, então, esse potencial mecanismo de controle externo.

Comparando o contexto institucional da governança dos países dos BRICS (Brasil, Rússia, Índia e China), Estrin e Prevezer (2011) analisam que o Brasil possui índices formais de governança e direitos de acionistas bastante bons, somados a um Estado de direito consolidado e baixo risco de expropriação, com melhoria dos códigos de governança corporativa. No entanto, existe um Poder Judiciário fraco e direitos de investidores mais fracos do que a média dos demais países do grupo, sendo que as leis brasileiras permitem muitos apelos, de modo que mesmo os casos bastante triviais acabam em tribunais superiores, com enormes atrasos.

Dois outros mecanismos externos de controle apontados na literatura de governança, o mercado de trabalho para executivos e a competição no mercado de produtos e serviços, são também pouco relevantes para as estatais brasileiras, ao menos até esse momento em que a nova legislação encontra-se em implantação. A natureza monopolista do negócio, ou vínculo exclusivo a um ministério ou órgão na prestação de serviços (monopsônio), praticamente eliminam as pressões do mercado de produtos e serviços sobre a empresa e fragilizam a inserção e competitividade dos executivos das estatais no mercado de trabalho. Exceção pode ser feita em casos pontuais onde há referências de mercado, particularmente na área das empresas estatais listadas como bancos e energia, ou grandes estatais.

Em síntese, dos mecanismos discutidos por Agrawal e Knoeber (1996) poucos são os que oferecem uma proteção aos problemas de agência às estatais. Por outro lado, a concepção de pesos e contrapesos na configuração do Estado brasileiro (*checks and balances*) introduz a possibilidade de uma maior fiscalização sobre a atuação das empresas estatais por outros poderes, a destacar o Tribunal de Contas da União (TCU), entidade vinculada ao Poder Legislativo. Como destaca a Lei n. 13.303, de 2016:

Art. 85. Os órgãos de controle externo e interno das 3 (três) esferas de governo fiscalizarão as empresas públicas e as sociedades de economia mista a elas relacionadas, inclusive aquelas domiciliadas no exterior, quanto à legitimidade, à economicidade e à eficácia da aplicação de seus recursos, sob o ponto de vista contábil, financeiro, operacional e patrimonial.

Por certo, esse é um mecanismo externo de controle com poder e competência adequados para fiscalizar a empresa estatal não disponível às empresas privadas.

Portugal

Em Portugal, o setor público empresarial abrange o setor empresarial do Estado e o setor empresarial local. Este último inclui os setores empresariais próprios das regiões autônomas, dos municípios, das associações de municípios e das áreas metropolitanas.

O setor empresarial do Estado, por sua vez, integra as empresas públicas e as empresas participadas. No conceito de empresa pública incluem-se: i) empresas públicas, propriamente ditas, isto é, organizações empresariais constituídas sob a forma de sociedade de responsabilidade limitada nos termos da lei comercial, nas quais o Estado ou outras entidades públicas possam exercer influência dominante; e ii) entidades públicas empresariais, que são pessoas coletivas de direito público, com natureza empresarial, criadas pelo Estado para prossecução dos seus fins (Decreto-Lei n. 133/2013). Por sua vez, são empresas participadas todas as organizações empresariais em que o Estado, ou qualquer outra entidade pública, detenha uma participação direta ou indireta permanente, desde que o conjunto das participações públicas não origine influência dominante. Em Portugal, as empresas de economia mista tanto podem ser empresas públicas em que o Estado tem influência dominante, mas não possui a totalidade do capital, como empresas participadas, em que a posição do Estado é não só minoritária como não permite exercer influência dominante.

Na realidade, integram o setor público empresarial tanto sofisticadas instituições financeiras quanto pequenas empresas municipais. Além disso, contempla também desde empresas produtoras de bens e serviços, que atuam em concorrência com operadores privados, e prestadores de serviços públicos, como é o caso dos hospitais ou da Agência de Gestão da Tesouraria e da Dívida Pública, a quem cabe gerir a dívida pública, originalmente um instituto público. Há, pois, empresas que são totalmente *stakeholders-oriented*, e empresas que competem em mercado aberto com *shareholder companies* que devem ter preocupações acrescidas com seu desempenho econômico e financeiro.

O setor empresarial do Estado português não ultrapassa as 7 dezenas de empresas. Todavia, sua importância econômica está bem patente no fato de grande parte das empresas apresentarem resultados líquidos negativos (não obstante muitas serem beneficiárias de receitas provenientes de transferências do Estado), mas também em seu nível de endividamento. Na realidade, somando os resultados líquidos reportados para as 66 empresas analisadas em Boletim (PORTUGAL, 2016) aos resultados líquidos, obtidos em 2016, da TAP e da CGD, o montante das perdas chega quase a 2,4 bilhões de euros. Além disso, se somado a essas 66 empresas o nível de endividamento da TAP (à data de 31 de dezembro de 2016), a dívida total atinge 33,5 bilhões de euros (18,1% do PIB). A importância social desse universo empresarial é igualmente bem patente, por exemplo, no elevado número de empresas dos setores da saúde e dos transportes, ambos fortemente deficitários e este último fortemente endividado.

Em Portugal, as empresas públicas têm de subordinar-se às orientações estratégicas e orientações setoriais definidas pelo governo. Acresce que é obrigatória a celebração de um contrato de gestão que defina metas objetivas, quantificadas e mensuráveis anualmente. Evidentemente que a inexistência de contratos completos (GROSSMAN e HART, 1986) faz com que, não obstante essa panóplia de instrumentos, subsista margem de discricionariedade na hierarquização dos objetivos e *stakeholders* a privilegiar em cada decisão concreta.

No que respeita às estruturas de governo, a lei admite que os órgãos societários sejam ajustados à dimensão e à complexidade de cada empresa, podendo ser adotado qualquer dos tipos previstos na lei para as empresas privadas (*"one size does not fit all"*). Acontece, porém, que por vezes a escolha do modelo parece não obedecer à complexidade da empresa, mas à capacidade de influência política do CEO escolhido. A lei permite tanto situações de administrador único (hipótese nunca ou raramente adotada) quanto à presença de administradores não executivos, situação cada vez mais frequente em que o conselho de administração desempenha papel semelhante ao praticado em empresas cotadas. Ademais, os administradores não executivos integram as comissões especializadas criadas, o que é reconhecido como boa prática de governança.

Em geral, são objeto de ceticismo, quer o processo de escolha (pelo poder político) dos titulares dos órgãos sociais das empresas, quer sua competência. A escolha compete ao poder político. Todavia, após a definição do perfil adequado ao cargo pelo governo, os candidatos têm de ser avaliados pela Comissão de Recrutamento e Seleção para a Administração Pública (CRoSAP), órgão de administração pública a quem compete a avaliação do mérito dos candidatos a gestores públicos, e que teoricamente desempenha um papel similar ao das comissões de nomeações das empresas privadas.

Nota-se, pois, em Portugal, à semelhança do anteriormente documentado para o Brasil, uma preocupação para, no plano formal, adotar estruturas societárias e procedimentos de seleção dos administradores e dos membros dos órgãos de fiscalização em termos consentâneos com as melhores práticas de governança corporativa. Subsistem, porém, dúvidas quanto à sua efetividade. Recentes avanços e recuos na definição do modelo de governo da maior empresa estatal, a CGD, demonstraram que o número e o perfil dos administradores não executivos dependem mais de razões políticas casuísticas do que de uma concepção clara e sustentada do papel a desempenhar por estes agentes no governo das empresas. Também o fato

da CReSAP se limitar a um papel burocrático e legalista, em vez de apreciar a substância das qualificações e do perfil dos nomeados pelo poder político, igualmente coloca dúvidas sobre a eficiência do processo de escolha e seleção dos administradores, em especial dos independentes.

A lei estipula que a remuneração dos gestores públicos não pode ultrapassar o vencimento do Primeiro-Ministro, ainda que empresas inseridas em setores concorrenciais possam se beneficiar de exceções a esta limitação. Essa é uma restrição ao desenho de pacotes remuneratórios que visem, como nas empresas privadas, a incentivar o desempenho, e atrair gestores qualificados.

Em termos dos mecanismos externos, as empresas públicas portuguesas não estão, como é evidente, sujeitas a eventuais aquisições hostis, e o grau de concorrência em mercado é variável. Enquanto algumas empresas operam em mercado, a maioria sofre concorrência parcial. As entidades estatais do setor da saúde, por exemplo, exercem certo tipo de cuidados de saúde em exclusividade (dado que não são oferecidos pelo setor privado), ao passo que outros são exercidos concorrendo com outros operadores.

A ausência de controle pelo mercado de capitais é, de alguma forma, compensada por uma dupla camada de fiscalização e pela obrigatoriedade de estas seguirem um conjunto de boas práticas de governo societário.

No que respeita ao primeiro aspecto, as empresas estatais além dos órgãos de fiscalização interna estão sujeitas ao escrutínio da Unidade Técnica (entidade administrativa que tem por missão prestar o apoio técnico adequado ao governo, na ótica da monitorização de boas práticas de governação e tendo em vista o equilíbrio económico e financeiro do setor) e da Inspeção Geral de Finanças, sem prejuízo das funções e poderes do Tribunal de Contas.

Quanto às regras de bom governo societário, estas se baseiam em grande medida nas Diretrizes da OECD, e dividem-se em 4 grupos de temáticas: obrigações e responsabilidades do titular da função acionista; obrigações e responsabilidades das empresas do setor público empresarial; prevenção de conflitos de interesse; e divulgação de informação. No que respeita a este último aspeto, além de um conjunto de informações que têm de ser divulgadas pelas empresas no *site* na internet da Unidade Técnica, estas têm de elaborar e divulgar relatórios anuais de boas práticas de governo societário. Por sua vez, Unidade Técnica procede à análise do governo das empresas e elabora ela própria um relatório anual sobre o cumprimento das práticas de bom governo pelas empresas cotadas.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Após longos ciclos de privatizações, as empresas estatais permanecem como institutos sólidos e largamente presentes em inúmeros países, ao passo que sua governança corporativa mantém-se ainda como um grande desafio para os governos (DAISER, YSA e SCHMITT, 2017). Particularmente no Brasil, diversos eventos recentes envolvendo corrupção em grandes empresas estatais mostra a necessidade de fortalecer essa governança e ampliar o estudo no tema, uma vez que menos de 5 artigos relacionados foram identificados na base Spell que agrupa os artigos das revistas brasileiras de administração.

Apesar de sua importância e prevalência no setor econômico de vários países, a própria necessidade ou existência das empresas estatais é posta em dúvida ante ideologias de mercado mais fundamentalistas. Como observa documento da OECD (2015), contudo, muitos países – a exemplo da China, com mais de 140 mil estatais, e Singapura – ainda dependem fortemente da intervenção baseada em empresas estatais. Novas abordagens desenvolvimentistas emergem, propondo que o Estado deve ir além de resolver obstáculos e falhas de mercado para desempenhar um papel mais positivo na identificação de caminhos para o desenvolvimento.

Por mais relevante que seja tal discussão, este estudo não visou a discutir o papel ou a relevância das empresas estatais mas, que sua existência como dado de realidade, requer eficiência na atuação e efetividade no resultado. Nesse sentido, boas práticas de governança corporativa são fundamentais para minimizar os problemas de comando e controle nessas empresas, contribuindo para ampliar sua transparência e *accountability*. Como discutido, muitas limitações ainda devem ser superadas em termos de mecanismos de controle, mas desenvolvimentos recentes mostram que avanços são possíveis e podem minimizar, em especial, os problemas de agência.

Comparando os ambientes das estatais no Brasil e em Portugal, observa-se que há uma grande preocupação (pelo menos formal) com a adoção de mecanismos tidos como indutores de bom governo empresarial. Desde logo, em ambos os países existem mecanismos que visam a identificar para cada empresa os objetivos a atingir. No caso do Brasil, ao contrário do que se passa em Portugal, a participação de representante dos trabalhadores nos conselhos de administração das empresas estatais (Lei n. 12.353, de 2010) permite igualmente internalizar a manifestação de vontade desses *stakeholders*.

Além disso, igualmente é notória a preocupação de adotar modelos de órgãos societários consentâneos com as melhores práticas. Em ambos os países, a lei determina que as empresas estatais adotem um modelo de governo que assegure a efetiva separação entre as funções de administração executiva e as funções de fiscalização. Em ambos os países se contempla a existência de administradores não executivos, com um papel similar ao que lhe é reservado de acordo com as boas práticas nas empresas privadas.

É também manifesta uma preocupação por adotar mecanismos de seleção – Comitê de Elegibilidade, no Brasil, e a CRE SAP, em Portugal – que impeçam que a escolha dos administradores e dos seus fiscalizadores obedeça a critérios meramente políticos.

No nível dos mecanismos internos, parece registrar-se uma diferença entre os dois países no que respeita ao papel dos incentivos remuneratórios. De fato, embora em Portugal não sejam proibidos mecanismos de remuneração variável, a imposição do salário do Primeiro-Ministro como limite não deixa de criar constrangimentos ao alinhamento de interesses entre o agente e o principal. Neste ponto, e para este país, deve-se concluir que razões sociopolíticas se sobrepuseram ao que as boas práticas de governança corporativa recomendam. No Brasil, esses limites são menos rigorosos, principalmente para as estatais listadas, com remunerações totais de executivos podendo superar os R\$ 2 milhões ao ano, ou 66 vezes o teto da remuneração do serviço público federal, como no caso da Petrobras.

No que respeita aos mecanismos externos, sua relevância no controle das empresas estatais tanto no Brasil como em Portugal, afigura-se pouco efetiva para a maioria das empresas estatais. Mesmo as políticas de endividamento, com seu efeito disciplinador, têm pouco impacto na conformação da governança das estatais.

Parece evidente uma preocupação em ambos os países por adotar alguns dos elementos típicos do mercado de capitais, fortalecendo os mecanismos de controle externo e interno. É esse o caso da divulgação de informação, da sujeição das empresas a processos de auditoria externa e à ação fiscalizadora dos tribunais de contas. A esses mecanismos acresce, em Portugal, a sujeição dessas empresas a regras específicas de governança corporativa, cuja observância está sujeita a exame anual por parte de um órgão de administração pública, enquanto no Brasil o novo estatuto jurídico da empresa estatal (Lei n. 13.303/2016), o Programa Destaque em Governança de Estatais da Bolsa de Valores, e a elaboração de um código de governança específico para empresas estatais sinalizam a importância recente do tema.

Todavia, a experiência recente, consubstanciada tanto nos problemas registados em diversas empresas estatais no Brasil quanto na ausência de consistência nas soluções adotadas em Portugal, evidenciam que as aproximações aos padrões das empresas privadas em matéria de modelos de governo e de procedimentos de seleção podem ser mais formais do que substanciais. Como analisaram Lazzarini, Lisboa, Melo et al. (2015) para o caso brasileiro, mas que guarda grande semelhança com Portugal, problemas como a excessiva discricionariedade no uso das empresas estatais para a realização de objetivos políticos, captura e uso das estatais como mecanismo de transferência de subsídios e oportunidades de negócio para grupos privados, falta de transparência e ausência de acesso a dados confiáveis e de clareza sobre os objetivos perseguidos pelas estatais, falta de controle sobre o desempenho das estatais na consecução de seus objetivos e, particularmente no Brasil, os problemas da corrupção, reforçam a urgência do tema e mostram o quanto ainda se precisa avançar.

REFERÊNCIAS

- ABRANCHES, S. Presidencialismo de coalizão: o dilema institucional brasileiro. **Dados**, v. 31, n. 1, p. 5-38, 1988.
- AGRAWAL, A.; KNOEBER, C. R. Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 31, n. 3, p. 377-397, 1996.
- BECHT, M.; BOLTON, P.; RÖELL, A. Corporate governance and control. In: CONSTANTINIDES, G. M.; HARRIS, M.; STULZ, R. M. (Ed.). **Handbook of the Economics of Finance**, v. 1, p. 1-109, 2003.
- BERTRAND, M.; MULLAINATHAN, S. Are CEOs rewarded for luck? The ones without principals are. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 116, n. 3, p. 901-932, 2001.
- BRASIL. **Boletim das empresas estatais federais**. Brasília, DF: Ministério do Planejamento, Desenvolvimento e Gestão, 2017. v. 3. Disponível em: <http://www.planejamento.gov.br/assuntos/empresas-estatais/publicacoes/boletim_ee_edicao_03.pdf>. Acesso em: 6 out. 2017.
- BRUTON, D. G., PENG, M. W.; AHLSTROM, D.; STAN, J. C.; XU, K. Xu. State-Owned Enterprises around the World as Hybrid Organizations. **The Academy of Management Perspectives**, v. 29, n.1, p.92-114, 2015.
- DAISER, P.; YSA, T.; SCHMITT, D. Corporate governance of State-owned enterprises: a systematic analysis of empirical literature. **International Journal of Public Sector Management**, v. 30, n. 5, p. 447-466, 2017.
- DHARWADKAR, B.; GEORGE, G.; BRANDES, P. Privatization in emerging economies: an agency theory perspective. **Academy of Management Review**, v. 25, n. 3, p. 650-669, 2000.
- ESTRIN, S.; PREVEZER, M. The role of informal institutions in corporate governance: Brazil, Russia, India, and China compared. **Asia Pacific Journal of Management**, v. 28, n.1, p.41-67, 2011.
- FONTES FILHO, J.; PIMENTA, R. C. Práticas de administração pública no ambiente cultural dos países de língua portuguesa. **Revista Portuguesa e Brasileira de Gestão**, v. 15, n. 1, p.31-48, 2016.
- FRAZÃO, A. **A função social das empresas estatais função social das empresas estatais**. 2017. Disponível em: <<https://jota.info/colunas/constituicao-empresa-e-mercado/a-funcao-social-das-empresas-estatais-19042017>>. Acesso em: 5 out. 2017.
- GROSSI, G.; PAPPENFUß, U.; TREMBLAY, M.-S. Corporate governance and accountability of State-owned enterprises: relevance for science and society and interdisciplinary research perspectives. **International Journal of Public Sector Management**, v. 28, n. 4/5, p. 274-285, 2015.
- GROSSMAN, S. J.; HART, O. D. The costs and benefits of ownership: a theory of vertical and lateral integration. **Journal of Political Economy**, v. 94, n. 4, p. 691-719, 1986.
- GUO, L.; LACH, P.; MOBBS, S. Tradeoffs between internal and external governance: evidence from exogenous regulatory shocks. **Financial Management**, v. 44, n. 1, p. 81-114, 2015.
- HU, H. W.; TAM, O. K.; TAN, M. G. Internal governance mechanisms and firm performance in China. **Asia Pacific Journal of Management**, v. 27, n. 4, p. 727-749, 2010.
- JENSEN, M. C. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. **The American Economic Review**, v. 76, n. 2, p. 323-329, 1986.
- JENSEN, M. Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function. **European Financial Management**, v. 7, n. 3, p. 297-317, 2001.
- JENSEN, M. C. Agency costs of overvalued equity. **Financial Management**, v. 34, n. 1, p. 5-19, 2005.
- KOWALSKI, P. et al. State-owned enterprises: Trade effects and policy implications (OECD Trade Policy Paper no.147). Paris: OECD, 2013. Disponível em: <[http://www.oecd.org/officialdocuments/publicdisplaydocumentpdf/?cote=TAD/TC/WP\(2012\)10/FINAL&docLanguage=En](http://www.oecd.org/officialdocuments/publicdisplaydocumentpdf/?cote=TAD/TC/WP(2012)10/FINAL&docLanguage=En)>. Acesso em: 12 set. 2017.
- LAZZARINI, S. et al. **Empresas estatais no Brasil: uma proposta de reforma institucional**. 2015. Disponível em: <<http://politica.estadao.com.br/noticias/geral,empresas-estatais-no-brasil-uma-proposta-de-reforma-institucional,1701280>>. Acesso em: 10 mar. 2017.
- LI, J.; QIAN, C. Principal-principal conflicts under weak institutions: a study of corporate takeovers in China. **Strategic Management Journal**, v. 34, n. 4, p. 498-508, 2013.
- MENON, K.; UMAPATHY, S. Control systems for state-owned enterprises. **Annals of Public & Co-Operative Economy**, v. 58, n. 3, p. 287-303, 1987.
- ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT – OECD. OECD Guidelines on Corporate Governance of State-Owned Enterprises. 2015. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.1787/9789264244160-en>>. Acesso em: 2 out. 2017.
- ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT – OECD. State-owned enterprises in the development process. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.1787/9789264229617-en>>. Acesso em: 14 set. 2017.
- PORTUGAL. **Boletim informativo do setor empresarial do Estado**. Lisboa: Ministério das Finanças, 2016. Disponível em: <<http://www.utam.pt/boletins-trime.html>>. Acesso em: 12 jun. 2017.
- TIROLE, J. **The theory of corporate finance**. Princeton/Oxford: Princeton University Press, 2006.
- WALSH, J.P.; SEWARD, JK. On the efficiency of internal and external corporate control mechanisms. **Academy of Management Review**, v. 15, n.3, p.421-458, 1990.
- YOUNG, M. N. et al. Corporate governance in emerging economies: a review of the principal-principal perspective. **Journal of Management Studies**, v. 45, n. 1, p. 196-220, 2008.

Joaquim Rubens Fontes Filho

Doutor em Administração pela Fundação Getúlio Vargas; Professor adjunto e coordenador do Mestrado Executivo em Gestão Empresarial da FGV EBAPE, Rio de Janeiro – RJ, Brasil. E-mail: joaquim.rubens@fgv.br

Carlos Francisco Alves

Doutor em Economia; Professor Associado da Faculdade de Economia da Universidade do Porto; Investigador do CEF.UP (Research Center in Economics and Finance) e Presidente do Conselho Académico da Porto Business School, Porto, Portugal. E-mail: calves@fep.up.pt