



PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO GRANDE DO SUL

FACULDADE DE ADMINISTRAÇÃO, CONTABILIDADE E ECONOMIA



Mestrado
em Administração e
Negócios

PUCRS

FELIPE NEMITZ BEYS

**ANÁLISE DAS PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA DO SETOR
DE ENERGIA ELÉTRICA BRASILEIRO**

Porto Alegre
2009

FELIPE NEMITZ BEYS

**ANÁLISE DAS PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA DO SETOR
DE ENERGIA ELÉTRICA BRASILEIRO**

Dissertação de Mestrado apresentado como requisito parcial para a obtenção do grau de Mestre em Administração, da Faculdade de Administração, Contabilidade e Economia, da Pontifícia Universidade Católica do Rio Grande do Sul.

Orientador: Prof. Leonardo Rocha de Oliveira,
Ph.D.

Porto Alegre
2009

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)

B573a Beys, Felipe Nemitz
Análise das práticas de governança corporativa do
setor de energia elétrica brasileiro. / Felipe Nemitz Beys.
– Porto Alegre, 2009.
184 f.

Dissertação (Mestrado em Administração) –
Faculdade de Administração, Contabilidade e Economia,
PUCRS.

Orientação: Prof. Dr. Leonardo Rocha de Oliveira,
Ph.D.

1. Administração. 2. Governança Corporativa.
3. Setor Elétrico Brasileiro. 4. Decisões de
Investimentos. 5. Mercado de Capitais. I. Oliveira,
Leonardo Rocha de. II. Título.

CDD 658.152

Ficha elaborada pela bibliotecária Cíntia Borges Greff CRB 10/1437

FELIPE NEMITZ BEYS

**ANÁLISE DAS PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA DO SETOR
DE ENERGIA ELÉTRICA BRASILEIRO**

Dissertação de Mestrado apresentada como requisito parcial para a obtenção do grau de Mestre em Administração, da Faculdade de Administração, Contabilidade e Economia, da Pontifícia Universidade Católica do Rio Grande do Sul.

BANCA EXAMINADORA:

Prof^ª. Leonardo Rocha de Oliveira, Ph.D (Orientador). – PUCRS

Prof^ª. Dra. Edimara Mezzomo Luciano – PUCRS

Prof. Dr. Carlos Eduardo Lobo e Silva – PUCRS

Prof. Dr. Heron Sergio Moreira Begnis - UNISC

Aprovada pela Banca Examinadora em 30 de Março de 2009.

Dedico esta dissertação aos meus sobrinhos: Natasha,
Vanessa, Lucas e Thomas.

AGRADECIMENTOS

Agradeço a Deus por ter me dado saúde e sabedoria.

Agradeço a minha mãe e ao meu pai pelo incentivo ao longo do curso.

Agradeço aos colegas do Mestrado.

Agradeço ao corpo docente do Mestrado.

Agradeço ao meu orientador Professor Dr. Leonardo Rocha de Oliveira que esteve sempre acessível e prontificado a me ajudar.

Meus agradecimentos à Professora Dra. Edimara Mezzomo Luciano e ao Professor Dr. Carlos Eduardo Lobo e Silva pela contribuição na banca de projeto.

Meu agradecimento especial às empresas e aos investidores que participaram da pesquisa.

RESUMO

A governança corporativa tem adquirido uma importância crescente, por ser bem difundida a hipótese de que as empresas que aplicam as melhores práticas e políticas de governança corporativa alteram seus modelos de gestão, sua estratégia empresarial e seu desempenho, sempre em busca do aumento do valor da empresa. Este trabalho analisa se a estrutura de governança corporativa interfere no desempenho empresarial das empresas do setor elétrico. O objetivo da dissertação foi de analisar a influência das práticas de governança corporativa executadas pelas empresas do setor de energia elétrica no Brasil, nas decisões de investimentos dos acionistas. Para isso foi analisada a percepção dos investidores sobre as práticas de governança corporativa aplicadas pelas empresas e a importância que as empresas do setor elétrico estão destacando para os investidores na elaboração das práticas de governança corporativa. Tais fatores foram levantados a partir de uma revisão de literatura sobre os conceitos, dimensões e valores da governança corporativa e os modelos aplicados no Brasil e no mundo. Também foi caracterizado o setor elétrico brasileiro, incluindo os órgãos reguladores governamentais e as características do setor. O trabalho foi desenvolvido como uma pesquisa descritiva desenvolvida por meio de estudos de casos múltiplos com entrevistas a profissionais de empresas do setor elétrico e investidores. Estas entrevistas foram aplicadas de forma qualitativa e a partir de entrevista semi-estruturado. A gravação das entrevistas permitiu análises temáticas de conteúdo, buscando comparar as opiniões dos gestores e investidores no setor. Os resultados indicam que a governança corporativa não influencia na tomada de decisão de investimentos, mesmo assim, as empresas vêm se esforçando para aplicar as melhores práticas de governança corporativa, incluindo uma atenção especial aos investidores. As conclusões do trabalho apontam que, a partir da análise do setor, existe uma falta de maturidade para o monitoramento das práticas de governança corporativa aplicadas às empresas.

Palavras-chave: Governança Corporativa, Setor Elétrico Brasileiro, Decisões de Investimentos, Acionistas

ABSTRACT

The corporative governance has acquired an increasing importance. It is well known the hypothesis that companies which applied best practices and policies of corporative governance have modified their management models, enterprises strategies and performance, always searching for increasing enterprises' value. This work analyzes if the structure of corporative governance interferes with the enterprise performance at the Brazilian electric companies. The objective of this research work is to analyze the influence of corporative governance practices accomplished by the electric enterprises in Brazil over the investment decisions of shareholders. It has been analyzed the investors' perception about the practices of the corporative governance made by the companies and evaluate the importance that the electric sector are highlighting to investors for elaborating corporative governance practices. These factors have been raised from literature review about concepts, dimensions and values of corporative governance and the models applied in Brazil and worldwide. It was also portrayed the Brazilian electric sector, including government agencies and characteristics of the sector. The work has been carried out as a descriptive research developed by multiple case studies with interviews to professionals of the electric sector companies and investors. The qualitative interviews where applied from semi-structured questionnaires. The recorded interviews allowed thematic content analyses aiming at comparing the opinions of professionals and investors from the electric sector. The results shown that the corporative governance does not influence in the making of investment decisions. However, the companies have been striving for applying best practices of corporative governance, including a special concern for shareholders. The conclusions taken from this work shown a lack of maturity for monitoring the corporative governance practices applied to companies from the electric sector.

Key-words: Corporative Governance, Brazilian Electric Sector, Investment Decisions, Shareholders.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Desenho de pesquisa	70
---	----

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Divisão entre os níveis de GC das empresas do setor elétrico brasileiro	44
Tabela 2 - Índice de Energia Elétrica (IEE) da Bovespa – Carteira teórica de Maio a Agosto de 2007	73
Tabela 3 - Participação periódica dos Investidores nos diversos mercados da Bovespa (Maio/2007)	83
Tabela 4 - Tipos de mensuração	86
Tabela 5 - Questionamentos referentes à mensuração gerencial	87
Tabela 6 - Questionamentos referentes à mensuração de classificação	87
Tabela 7 - Questionamentos referentes à mensuração de direcionamento	88
Tabela 8 - Forma de Coleta de dados das empresas.....	93
Tabela 9 - Resumo consolidado das recomendações da CVM.....	115

LISTA DE SIGLAS

ACL	Ambiente de Contratação Livre
ACR	Ambiente de Contratação Regulada
ADR	<i>American Depositary Receipts</i>
ANEEL	Agência Nacional de Energia Elétrica
APIMEC	Associação dos Profissionais e Investidores do Mercado de Capitais
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento
BOVESPA	Bolsa de Valores de São Paulo
BRIC	Conjunto de países emergentes (Brasil, Rússia, Índia e China)
CA	Conselho de Administração
CCEE	Câmara de Comercialização de Energia Elétrica
CELESC	Centrais Elétricas de Santa Catarina
CEMAR	Companhia Energética do Maranhão
CEMIG	Companhia Energética de Minas Gerais
CEO	<i>Chief Executive Officer</i>
CERJ	Companhia de Eletricidade do Rio de Janeiro
CESP	Companhia Energética de São Paulo
CFO	<i>Chief Financial Officer</i>
CNPE	Conselho Nacional de Política Energética
COELCE	Companhia Elétrica do Ceará
COPEL	Companhia Paranaense de Energia
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DRI	Diretor de Relações com Investidores
ELETRORÁS	Centrais Elétricas Brasileiras
EPE	Empresa de Pesquisa Energética
EPTE	Empresa Paulista de Transmissão de Energia Elétrica
GC	Governança Corporativa
IASC	Índice ANEEL de satisfação do Consumidor
IB1	Investidor Instituição Financeira 1
IBGC	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa

IE1	Investidor Estrangeiro 1
IE2	Investidor Estrangeiro 2
IE3	Investidor Estrangeiro 3
IEE	Índice de Energia Elétrica da Bovespa
IF1	Investidor Pessoa Física 1
IF2	Investidor Pessoa Física 2
IGC	Índice de Governança Corporativa da Bovespa
II1	Investidor Institucional 1
II2	Investidor Institucional 2
II3	Investidor Institucional 3
ISE	Índice de Sustentabilidade Empresarial
MME	Ministério de Minas e Energia
MWh	<i>MegaWatt-hora</i>
N0	Nível 0 de GC da Bovespa
N1	Nível 1 de GC da Bovespa
N2	Nível 2 de GC da Bovespa
NM	Novo Mercado de GC da Bovespa
ONS	Operador Nacional do Sistema Elétrico
OCDE	Organização para Cooperação do Desenvolvimento Econômico
RI	Relações com Investidores
RME	Rio Minas Energia S/A
S/A	Sociedade Anônima
SEC	<i>Security Exchange Commission</i>
SIN	Sistema Interligado Nacional
SOX	<i>Lei Sarbanes Oxley</i>
US GAAP	<i>United States Generally Accepted Accounting Principles</i>

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO.....	12
1.1 IMPORTÂNCIA E JUSTIFICATIVA DO TEMA.....	13
1.2 DELIMITAÇÃO DO TEMA E DEFINIÇÃO DO PROBLEMA.....	15
1.3 OBJETIVOS.....	18
1.3.1 Objetivo Geral.....	18
1.3.2 Objetivos Específicos.....	18
1.4 ESTRUTURA DO TRABALHO.....	19
2 GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	20
2.1 HISTÓRICO.....	21
2.1.1 O Gigantismo das Corporações.....	21
2.1.2 Marcos Históricos da Governança Corporativa.....	22
2.2 CONCEITOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	24
2.2.1 Governança como Guardiã de Direitos.....	24
2.2.2 Governança como Sistema de Relações.....	25
2.2.3 Governança como Estrutura de Poder.....	25
2.2.4 Governança como Sistema Normativo.....	26
2.3 DIMENSÕES DA GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	26
2.3.1 Princípios.....	27
2.3.2 Propósitos.....	27
2.3.3 Poder.....	28
2.3.4 Processos.....	28
2.3.5 Práticas.....	29
2.4 VALORES DA GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	29
2.4.1 Senso de Justiça (<i>Fairness</i>).....	30
2.4.2 Transparência das informações (<i>Disclosure</i>).....	30
2.4.3 Prestação de Contas (<i>Accountability</i>).....	31
2.4.4 Conformidade Legal (<i>Compliance</i>).....	31
2.5 CONFLITOS DE AGÊNCIA.....	32
2.6 MODELOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA NO MUNDO.....	34
2.6.1 Estados Unidos.....	34
2.6.2 Reino Unido.....	36
2.6.3 Alemanha.....	36
2.6.4 Japão.....	37
2.7 GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL.....	39
2.7.1 Lei nº 10.303/01 (Lei das S/A).....	40
2.7.2 Código de Governança do IBGC.....	41
2.7.3 Novo Mercado da BOVESPA.....	41
2.7.4 Novas regras para Fundos de Pensão.....	44

2.7.5 Incentivos do BNDES	45
2.7.6 Plano Diretor do Mercado de Capitais	46
2.7.7 Recomendações da CVM	46
3 SETOR ELÉTRICO BRASILEIRO.....	48
3.1 MARCO REGULATÓRIO DE 1997.....	51
3.2 MINISTÉRIO DE MINAS E ENERGIA (MME).....	52
3.3 AGÊNCIA NACIONAL DE ENERGIA ELÉTRICA (ANEEL)	54
3.4 CÂMARA DE COMERCIALIZAÇÃO DE ENERGIA ELÉTRICA (CCEE).....	55
3.5 OPERADOR NACIONAL DO SISTEMA ELÉTRICO (ONS).....	56
3.6 O RACIONAMENTO DE ENERGIA DE 2001.....	56
3.7 NOVO MARCO REGULATÓRIO – LEI 10.848/2004	58
3.8 EMPRESAS DE GERAÇÃO DE ENERGIA.....	61
3.9 EMPRESAS DE DISTRIBUIÇÃO DE ENERGIA	63
3.10 EMPRESAS DE TRANSMISSÃO DE ENERGIA.....	65
4. MÉTODO DE PESQUISA.....	67
4.1 TIPO DE PESQUISA.....	67
4.2 DESENHO DE PESQUISA	69
4.3 ESTRATÉGIA DE PESQUISA	70
4.4 UNIDADES DE ANÁLISE	72
4.5 PLANEJAMENTO DO ESTUDO DE CASO	74
4.5.1 Preparação	74
4.5.2 Protocolo para um Estudo de Caso.....	75
4.5.3 Estudo de Caso Piloto.....	76
4.5.4 Pré-Teste.....	76
4.5.4.1 Especialista 01	77
4.5.4.2 Especialista 02	78
4.5.4.3 Especialista 03	79
4.5.4.4 Respondente 01	80
4.6 COLETA DE DADOS	81
4.7 ANÁLISE DE DADOS	84
4.8 ELABORAÇÃO DO INSTRUMENTO DE PESQUISA.....	86
5. ANÁLISE DE RESULTADOS.....	91
5.1 EMPRESAS.....	91
5.1.1 AES Tietê	93
5.1.2 Companhia Energética de São Paulo (CESP)	95
5.1.3 Centrais Elétricas Brasileiras (ELETROBRÁS)	96
5.1.4 Tractebel Energia.....	98
5.1.5 Centrais Elétricas de Santa Catarina (CELESC)	99
5.1.6 Companhia Elétrica do Ceará (COELCE).....	100

5.1.7 Equatorial Energia	102
5.1.8 Eletropaulo	103
5.1.9 Transmissão Paulista	105
5.1.10 Terna	106
5.1.11 Companhia Energética de Minas Gerais (CEMIG)	107
5.1.12 Companhia Paranaense de Energia (COPEL)	108
5.1.13 CPFL Energia	109
5.1.14 Energias do Brasil	110
5.1.15 Light	112
5.1.16 Análise dos Resultados das empresas	113
5.2 ACIONISTAS	117
5.2.1 Investidor Pessoa Física 1 (IF1)	118
5.2.2 Investidor Pessoa Física 2 (IF2)	122
5.2.3 Investidor Institucional 1 (II1)	126
5.2.4 Investidor Institucional 2 (II2)	130
5.2.5 Investidor Institucional 3 (II3)	134
5.2.6 Investidor Estrangeiro 1 (IE1)	137
5.2.7 Investidor Estrangeiro 2 (IE2)	142
5.2.8 Investidor Estrangeiro 3 (IE3)	146
5.2.9 Investidor Financeiro (IB1)	149
6. CONCLUSÕES	155
6.1 CONTRIBUIÇÕES DA PESQUISA	159
6.2 LIMITAÇÕES DA PESQUISA	160
6.3 RECOMENDAÇÕES PARA PESQUISAS FUTURAS	160
REFERÊNCIAS	162
APÊNDICE A – Protocolo de Pesquisa	169
APÊNDICE B – Convite para participação na pesquisa	173
APÊNDICE C – Informações das Empresas	175

1. INTRODUÇÃO

No atual mundo dos negócios, novos desafios estão sendo criados diariamente, alterando as práticas de gestão corporativa. A globalização cria um ambiente complexo onde as organizações devem estar preparadas para se tornarem sustentáveis e competitivas (HITT, 2003).

O desafio da governança corporativa é garantir a sustentabilidade de longo prazo e promover a valorização da empresa, a fim de obter redução nos custos de financiamento, promoção da imagem organizacional e visibilidade social. Para isso, são necessárias realizações e transformações na gestão corporativa.

Governança Corporativa é o sistema pelo qual as empresas são dirigidas e controladas. O sistema especifica a distribuição de direitos e responsabilidades entre os diferentes participantes de uma empresa, tais como: conselheiros, executivos e acionistas, entre outros. A Governança Corporativa (GC) estabelece a estrutura através da qual os objetivos da empresa são estabelecidos, define os meios para atingi-los e monitora sua performance (OCDE, 1999).

A implementação das Melhores Práticas de Governança Corporativa é uma ferramenta fundamental na criação de valor para os acionistas, na medida em que ajuda a eliminar a distância entre o valor de mercado e o valor justo da empresa. Numa economia moderna e globalizada, a correta precificação das ações da empresa pelo mercado passa a ser um condicionante fundamental, colocando a empresa numa melhor posição no caso de uma associação, fusão, aquisição ou venda de controle (SILVEIRA, 2002).

Os acionistas são investidores e possuem livre mobilidade de capital, tomando decisões de investimentos a partir dos modelos de avaliação de valor das empresas, dos mais variados tipos (DAMODARAN, 1997), incluindo neste caso, suas percepções sobre as práticas de governança corporativa.

A história da governança corporativa no Brasil é recente. Foi fundamental para o país na década de 90 para a retomada do crescimento econômico em um momento em que a adoção das regras de transparência permitia uma garantia maior para as empresas nacionais na hora de captar investimentos externos (ANDRADE; ROSSETTI, 2006).

Ainda hoje, muitos gestores de empresas nacionais, principalmente as familiares, resistem em romper com o padrão administrativo adotado pelas empresas desde a década de

1930, quando o Estado exercia forte influência na relação industrial nacional (ANDRADE; ROSSETTI, 2006), prejudicando assim o desenvolvimento da GC.

As práticas de GC não poderiam deixar de ser importantes para o setor elétrico. A importância da oferta de energia elétrica para o crescimento econômico brasileiro requer atenção especial aos problemas vividos por este setor de infra-estrutura. As empresas do setor sofrem com regulamentações, com o desenho do setor e com a intervenção do Estado. Urge a necessidade de uma agenda de longo prazo com estratégias definidas para o setor elétrico que comporte o desenvolvimento econômico nacional.

As práticas de GC, em um setor tão complexo e regulamentado, podem ser mais importantes como vantagem competitiva do que em setores tradicionais, onde a iniciativa privada é dominante e onde as empresas do setor são mais pulverizadas (ELETROBRÁS, 1999).

O presente trabalho faz uma análise sobre as práticas de GC no setor elétrico brasileiro a partir da percepção dos acionistas. O estudo em questão procurou avaliar as práticas executadas atualmente pelas empresas do setor elétrico e comparou as atuais práticas com as expectativas dos acionistas. Neste capítulo são apresentadas a importância e as justificativas do estudo na Seção 1.1 a delimitação do tema e a questão de pesquisa são apresentadas na Seção 1.2. Os objetivos e a estrutura de trabalho também estão nesse capítulo, na Seção 1.3 e 1.4 respectivamente.

1.1 IMPORTÂNCIA E JUSTIFICATIVA DO TEMA

As mudanças nos padrões de gestão que interferem na GC podem ocorrer no ambiente interno e externo das empresas. No ambiente interno, destaca-se seu papel no relacionamento entre acionistas e corporações, atuação da diretoria executiva e constituição de conselho de administração. No ambiente externo são esperados efeitos em assuntos como sustentabilidade e responsabilidade social (HITT, 2003).

A GC oferece diretrizes para essas transformações, além de ser definida como um dos mais novos e importantes pilares da arquitetura econômica global (G-8, 1999). A GC consiste no conjunto de regras, procedimentos, atitudes, no sentido de atender aos interesses das partes interessadas na empresa (*stakeholders*). A GC é cada vez mais importante como parte do processo de administração estratégica (WARD, 1997). Nas organizações modernas,

assume o objetivo de garantir que o interesse dos gerentes de alto nível esteja alinhado com os interesses dos acionistas (HITT, 2003). As práticas de GC, quando bem aplicadas, devem corroborar com a estratégia da empresa.

A economia global fomenta e propicia a estrutura de GC relativamente uniforme, a qual pode ser utilizada por empresas no mundo inteiro. Esse processo não é diferente no Brasil. O atual modelo de GC no Brasil está sob intensa pressão. Existem barreiras para a aplicabilidade de um modelo de GC no país, que impactam diretamente na performance das empresas brasileiras e na sua capacidade de competir globalmente (ANDRADE; ROSSETTI, 2006). Isto ocorre devido a problemas com a definição de marcos regulatórios, carga tributária, intervenção do Estado e distinção entre propriedade (donos da empresa) e gestão (executivos) nas organizações.

A GC começa a receber o destaque devido para a decisão de investimentos, em função de suas diretrizes e sustentabilidade, importantes para os novos modelos de avaliação corporativa (DAMODARAN, 1997).

A importância da GC no Brasil vem crescendo. Um dos marcos brasileiros que comprova essa tendência é a criação do Novo Mercado de Governança Corporativa aplicado pela Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA). O Novo Mercado da BOVESPA é um ambiente de negociabilidade em que estão habilitadas a operar nesse sistema apenas empresas que utilizam boas práticas de GC, através de um modelo regulamentado pela própria bolsa, onde as empresas precisam estar de acordo com as políticas exigidas para estarem listadas nesse grupo.

As empresas participantes dos níveis de GC da BOVESPA são de diversos setores da economia. Integram nessa lista empresas do setor siderúrgico, mineração, construção civil, alimentos, transporte aéreo, logística, consumo, petroquímico, petróleo e gás, bancos, telefonia móvel e fixa, tecnologia, agricultura, papel e celulose, saneamento básico, saúde, serviços, têxtil, bens de capital, metal-mecânico, concessões rodoviárias e energia elétrica. O setor elétrico foi estudado nessa pesquisa.

O setor elétrico brasileiro possui importância chave na economia brasileira. É responsável pelo início da cadeia de criação de valor para todos os demais setores da economia que são demandantes de energia para seu próprio processo produtivo (GOMES, *et al.*, 2006). Pelo nível de regulamentação e complexidade, as práticas de GC para esse setor são de interesse para todos os *stakeholders* (partes relacionadas com a empresa), que seriam o governo, fornecedores, sociedade em geral e acionistas.

As práticas de GC aplicadas pelas empresas do setor elétrico possuem diversos benefícios corporativos como: migrações para estruturas mais formais e profissionais nas organizações, comprometimento de todos os envolvidos com os resultados, prestação responsável de contas e uma busca constante de um perfil de excelência na gestão dos negócios (ANDRADE; ROSSETTI, 2006).

Como o foco deste trabalho foi centrado em um grupo específico de *stakeholders*, que são os acionistas, a expectativa destes em relação às prioridades das empresas do setor elétrico no desenvolvimento das práticas de GC, envolve especificamente o retorno do capital investido, que é o objetivo principal do investidor. O estudo é atual para as organizações do setor elétrico que planejam atingir seus objetivos quanto à criação de valor e sustentabilidade aos seus negócios.

1.2 DELIMITAÇÃO DO TEMA E DEFINIÇÃO DO PROBLEMA

O novo paradigma de competitividade nas organizações tem como epicentro a sustentabilidade, a qual está associada a valores, mercados, transparência, ciclos de vida de tecnologias e resoluções de conflitos de interesses. As empresas, mais do que os governos, estarão no comando dessa revolução, a qual se espera que será ditada por princípios sólidos de GC (HITT, 2003).

Na era da globalização, onde os capitais se movimentam com maior velocidade, verifica-se que a atração desses investimentos é concorrida. É fundamental para empresas de países emergentes como o Brasil, possuir princípios governança alinhada com o que há de mais moderno sendo praticado nos mercados desenvolvidos (ANDRADE; ROSSETTI, 2006).

Porém, as práticas de GC não são utilizadas apenas para retenção do capital externo. A concorrência também ocorre entre as empresas brasileiras. A poupança interna, através dos investidores locais, vem crescendo sua participação no mercado de capitais, ano após ano (ASSAF NETO, 2005). Esses investidores nacionais, tal como os estrangeiros, estão preocupados para que sua tomada de decisão de investimentos seja focada em empresas que aplicam práticas de governança que sejam capazes de garantir sustentabilidade e maximização de retorno aos seus investimentos.

A GC tem estado em evidência e ganhou bastante projeção com o escândalo contábil ocorrido em 2001 com a empresa americana de energia *Enron*. Iniciou-se, a partir daí, uma

série de escândalos nos Estados Unidos, Europa e em outras partes do mundo, deixando os investidores e acionistas preocupados e confusos. O caso mais recente ocorreu em Janeiro de 2009 com a *Satyam Computer Services*, a quarta maior companhia de software da Índia admitiu que fraudou seus registros contábeis nos últimos 3 anos. Estes fatos levaram políticos e gestores passassem a pensar em processos mais rígidos para avaliação de resultados de negócios.

Pode-se afirmar com isso que a GC não é um modismo, mas um sistema aperfeiçoado de gestão (ANDRADE; ROSSETTI, 2006). Não é mais suficiente publicar um balanço favorável no final do ano, maximizar os lucros dos acionistas e distribuir dividendos. Atualmente é importante ir além dos desempenhos financeiros tradicionais. Assegurar regras de responsabilidade, garantir divulgação adequada das informações, justificar a composição dos Conselhos de Administração e separar a gestão da propriedade, evitando que a empresa seja gerida apenas a partir dos interesses de determinados grupos (ANDRADE; ROSSETTI, 2006).

A Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) que é uma organização multilateral, com adesão em trinta das mais avançadas economias industriais do mundo, indica que a GC é um dos instrumentos determinantes do desenvolvimento sustentável em suas três dimensões: (i) economia, (ii) ambiental e, (iii) social (OCDE, 2001).

No Brasil, o ambiente regulatório à GC foi instituído pelos níveis de boas práticas de governança corporativa utilizadas pela BOVESPA, categorizando essas empresas em três níveis: nível 1 (N1), nível 2 (N2) e Novo Mercado (NM). Esse modelo institucional foi inspirado no modelo alemão da Bolsa de Frankfurt. As empresas, para serem negociadas no Novo Mercado, precisam aderir a um conjunto de regras societárias, genericamente chamadas de “boas práticas de governança corporativa”, que são mais rígidas do que as regras presentes na legislação brasileira.

Os níveis de GC são regras de conformidade estipuladas pela BOVESPA, de acordo com práticas e políticas pré-estabelecidas. Cada nível possui mais rigidez de informações e de transparência, em caráter evolutivo do nível 1 (N1) até o Novo Mercado (NM), respectivamente.

Desde sua criação em 2001, já existem mais de 100 empresas, de diversos setores, listadas nos três níveis de governança corporativa, e que representam: 47% do valor de mercado das companhias listadas na bolsa paulista; 55% do volume financeiro e; 60% da quantidade de negócios na bolsa paulista, pelos dados de junho de 2007 (BOVESPA, 2007). As companhias assimilaram a idéia de que as boas práticas de GC contribuem de maneira

decisiva para a maximização do valor da companhia para seus acionistas (ASSAF NETO, 2005).

No setor elétrico em específico, alguns marcos regulatórios ainda não foram bem definidos e persistem as dúvidas em relação ao pleno abastecimento de energia no futuro. São exemplos desses imbrólios: (i) a demora em relação à liberação das licenças ambientais, que atrasa o cronograma de obras das hidrelétricas; (ii) a questão de fornecimento de gás, que poderá incorrer em um déficit de energia caso o consumo cresça a taxas de 5% ao ano, conforme é esperado pela Agência Nacional de Energia Elétrica (ANEEL) para os próximos anos; (iii) prorrogação de prazos para reajuste de tarifas; (iv) ausência de precipitações pluviométricas nos últimos dois anos abaixo da média, reduzindo os níveis das hidrelétricas para níveis críticos e (iv) Risco de racionamento de energia a partir de 2009 (ONISHI, 2007).

Existem deficiências no setor de infra-estrutura que são capazes de impedir um crescimento econômico sustentável. Porém, nenhum gargalo é tão preocupante quanto a matriz energética brasileira. Nesse sentido, o Governo necessita ser dinâmico para agilizar a liberação das licenças, investir em gasodutos e atrair capital privado, visando evitar a possibilidade de novo racionamento ao final da década. Com isso, as empresas do setor elétrico necessitam executar boas práticas de GC, ou por exigência do mercado, ou por contraponto ao imbrólio energético nacional oriundo da ineficiência governamental a fim de atrair investimentos (ONISHI, 2007).

Estão inseridas nessas decisões de investimentos as percepções sobre os princípios da governança aplicados nas organizações, que segundo o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), podem ser divididos em quatro práticas: (i) transparência (*disclosure*), (ii) equidade (*fairness*), (iii) prestação de contas (*accountability*) e (iv) responsabilidade corporativa (*compliance*).

O desenvolvimento deste trabalho parte da constatação de que é importante avaliar como as práticas de GC estão sendo aplicadas no setor de energia elétrica no Brasil, considerando as empresas elétricas de geração, distribuição, transmissão e as integradas.

Tendo em vista a importância da GC como estratégia empresarial competitiva para o setor de energia elétrica brasileira, foi identificada a oportunidade de analisar este processo de maneira que seja possível diagnosticar as práticas de governança corporativa utilizadas por essas empresas, e se existe conformidade entre o que os gestores estão fazendo, e o que é importante para os acionistas e investidores nas suas decisões de investimento.

O problema de pesquisa está concentrado nessa relação entre práticas de governança corporativa executadas pelos gestores e a influência dessas com a tomada de decisão de

investimento dos acionistas. Portanto, este trabalho tem como questão de pesquisa: Como as práticas de governança corporativa que estão sendo executadas nas empresas do setor de energia elétrica brasileiro têm sido percebidas pelos acionistas (investidores) para tomada de decisão de investimentos?

1.3 OBJETIVOS

Neste capítulo são apresentados o objetivo geral e os específicos do trabalho.

1.3.1 Objetivo Geral

O objetivo geral deste trabalho é analisar a influência das práticas de governança corporativa executadas pelas empresas do setor de energia elétrica no Brasil nas decisões de investimentos dos acionistas.

1.3.2 Objetivos Específicos

Os objetivos específicos deste trabalho são:

- (i) analisar as práticas de governança corporativa que vêm sendo implementadas pelas empresas do setor de energia elétrica no Brasil como estratégia empresarial;
- (ii) analisar a percepção dos investidores sobre as práticas de governança corporativa que consideram mais importantes para tomada de decisão de investimento no setor elétrico nacional;
- (iii) avaliar a importância que as empresas e demais entidades do setor elétrico estão destacando para os acionistas e investidores na elaboração das práticas de governança corporativa.

1.4 ESTRUTURA DO TRABALHO

A partir do conhecimento teórico e conceitual obtido na revisão de literatura e para o desenvolvimento do tema, o presente trabalho está desdobrado em 6 capítulos, conforme sistematização a seguir:

Capítulo 1 – Introdução: este capítulo contém a parte introdutória do trabalho, a importância, justificativas e delimitação do tema, a questão de pesquisa, o objetivo geral, os objetivos específicos e a própria estrutura do trabalho.

Capítulo 2 – Governança Corporativa: neste capítulo são abordados tópicos relacionados à revisão de literatura sobre o histórico da governança corporativa, os conceitos, as dimensões, os valores, os conflitos de agência e os modelos de governança corporativa que são aplicados nos principais países, assim como as características e aplicações no Brasil.

Capítulo 3 – Setor Elétrico Brasileiro: apresenta o ambiente do setor de energia elétrica brasileiro, incluindo os principais órgãos reguladores e os marcos históricos regulatórios que alteraram ao longo dos anos o desenho do setor. Nesse capítulo são apresentados também os 3 tipos existentes de atividade de energia elétrica (geradora, distribuidora e transmissora) e suas características.

Capítulo 4 – Método de Pesquisa: apresenta o método de trabalho com detalhes sobre o tipo de pesquisa, desenho de pesquisa, unidade de análise e o estudo de caso, incluindo as suas fases de planejamento, coleta e análise de dados. Além do instrumento de pesquisa.

Capítulo 5 – Análise de Resultados: este capítulo apresenta duas seções bem definidas. A primeira seção trata das unidades de análise, a partir de pesquisas documentais e entrevistas com os gestores de GC e a área de Relações com os Investidores sobre as práticas e políticas de GC aplicadas por 15 empresas selecionadas do setor elétrico brasileiro. A segunda seção apresenta a percepção de 9 investidores selecionados, mediante a análise do instrumento de pesquisa, sobre a influência das práticas e políticas de GC na tomada de decisão de investimentos.

Capítulo 6 – Conclusões: este capítulo apresenta as considerações finais da pesquisa, as contribuições, as recomendações e as limitações do estudo.

2 GOVERNANÇA CORPORATIVA

O conceito de governança corporativa envolve práticas e usos de direitos e deveres dentro das organizações, além de viabilizar a gestão de forma transparente e alinhada com a estratégia empresarial, em busca dos objetivos da empresa (ANDRADE; ROSSETTI, 2006). A discussão sobre GC envolve a criação de mecanismos que assegurem que as decisões corporativas serão tomadas no melhor interesse dos investidores e demais *stakeholders* (ANDRADE; ROSSETTI, 2006).

Sobre essa perspectiva, executivos são contratados para tomar decisões no sentido de maximizar o valor da empresa para seus acionistas, com resultados de natureza econômica e financeira. Esse objetivo de maximizar a remuneração do capital investido pode levar a decisões com base na valorização da utilidade pessoal do gestor ou oferecendo soluções de curto prazo, comprometendo a sustentabilidade do negócio (SILVEIRA, 2002). Este problema entre os objetivos de gestores, acionistas e demais *stakeholders* é conhecido como conflito de agência e é a base dos entendimentos do despertar da governança corporativa (ANDRADE; ROSSETTI, 2006).

Cada empresa que compete em uma indústria possui uma estratégia competitiva. Um processo explícito de formulação de estratégias gera benefícios significativos para as empresas (PORTER, 2004). O planejamento estratégico tem como objetivo a melhoria do desempenho dos negócios (HITT, 2003), nesse sentido a GC como parte da estratégia empresarial gera vantagem competitiva à empresa e a todos os *stakeholders*, incluindo os acionistas.

O processo da formação da estratégia se altera pela velocidade das mudanças no macro e micro ambiente (MINTZBERG, et al., 1999). As variáveis ambientais que influenciam na estratégia empresarial são baseadas no processo de transformação e mudanças em diversas frentes, como mudanças econômicas, governamentais, mudanças na competição e na sociedade (MINTZBERG, et al., 1999). As políticas de GC aplicadas como estratégia empresarial contemplam essas variáveis e mudanças no ambiente (ANDRADE; ROSSETTI, 2006).

A fundamentação teórica dessa seção sobre governança corporativa inicia-se com um breve histórico da evolução das corporações, que emerge a partir da necessidade de uma estrutura de proteção e regulamentação das diversas partes envolvidas com a empresa. A seguir são apresentados os conceitos de governança corporativa, as dimensões de análise e

valores, segundo a atual revisão de literatura. Os conflitos de agência e os modelos de Governança Corporativa no mundo e no Brasil encerram este capítulo.

2.1 HISTÓRICO

A evolução empresarial por si só já seria suficiente para motivar novas formas de gestão lastreadas nos pilares da GC (ANDRADE; ROSSETTI, 2006). Além disso, a partir do final da década de 90 foram criados padrões universais baseados em regulamentações que serviram como norteadores para os novos padrões de gestão das empresas. A forma em que ocorreu essa evolução nas corporações globais e as principais medidas criadas para o “despertar” da GC, serão vistos nas seções seguintes (ANDRADE; ROSSETTI, 2006).

2.1.1 O Gigantismo das Corporações

Impulsionado pelo conjunto de processos históricos, o mundo corporativo tem registrado índices de crescimento ao longo de sua formação histórica, principalmente ao longo do século XX (HITT, 2003). Um processo expansionista econômico está sendo verificado, o que acentua a formação de grandes corporações com participação crescente na economia mundial. Andrade e Rossetti (2006) citam 8 fatores determinantes que podem justificar o poder das organizações, que são: (i) avanços tecnológicos; (ii) expansão demográfica, (iii) aburguesamento da sociedade, (iv) economias de escalas e produção em série, (v) evolução do mercado de capitais, (vi) proliferação dos pequenos negócios, (vii) transnacionalização das companhias e (viii) fusões e aquisições.

No período de 1955 a 2005, as receitas operacionais das 500 maiores corporações norte-americanas, em dólares correntes, aumentaram de US\$ 149,1 bilhões para US\$ 7.432,2 bilhões. Esse número que representava 37,7% do PIB americano na década de 50, em 2005 passou a representar 63,7% do produto interno bruto americano (ALCHIAN; DESMETZ, 2005).

Analisando as 500 maiores corporações do mundo, se verifica que 176 são norte-americanas. O resto da lista é composto por diversas empresas de outros 29 países, evidenciando a dispersão global e a expansão demográfica. (ALCHIAN; DESMETZ, 2005)

De acordo com Alchian e Desmetz (2005), de 1990 a 2005, o número de companhias listadas em bolsas de valores ao redor do mundo aumentou expressivamente de 21.585 para 40.527. O valor de mercado dessas companhias cresceu no mesmo período de US\$ 8,9 trilhões para US\$ 40,9 trilhões, ou seja, o crescimento das corporações foi duas vezes superior a expansão do crescimento econômico mundial no mesmo período.

Nota-se com esses números apresentados que as relações de propriedade das corporações tornam-se cada vez mais complexos, assim como o agigantamento das corporações. As empresas estão orientadas para a despersonalização da propriedade, uma vez que o número de acionistas que compõem o capital total da empresa está cada vez mais difuso. O acréscimo na dispersão do capital de controle das companhias possui 5 fatores determinantes (ANDRADE; ROSSETTI, 2006):

- (i) constituição das grandes empresas na forma de sociedades anônimas e o financiamento de seu crescimento pela subscrição pública de novas emissões de capital;
- (ii) abertura do capital de empresas fechadas e o aumento do número de empresas listadas em bolsa de valores;
- (iii) aumento do número dos investidores no mercado de capitais;
- (iv) processos sucessórios;
- (v) processos de fusões das companhias que amplia o número de acionistas, mas reduz a participação no capital total expandido.

A complexidade do novo paradigma corporativo em que o relacionamento do acionista com a corporação recebe destaque, assim como os novos ambientes societários dentro das empresas, urge em novas regras legais de conformidade capazes de servir como norteadores desse paradigma (ANDRADE; ROSSETTI, 2006).

2.1.2 Marcos Históricos da Governança Corporativa

Alguns marcos históricos são importantes na construção legal da governança corporativa na forma como existe hoje. La Porta *et al.* (1998) desenvolveram parâmetros

legais da governança corporativa e a estrutura de propriedade das empresas, afirmando que o sistema de governança da empresa é uma resposta de equilíbrio ao ambiente legal onde as empresas operam (LA PORTA *et al.*, 1998).

Destaca-se também como marco histórico os estudos pioneiros de Monks (2001) que retratam seu ativismo e individualismo como acionista inconformado com a omissão dos proprietários. Segundo Monks (2001), a empresa que conta com o monitoramento eficaz dos acionistas adiciona mais valor e gera mais riqueza que aquela que não dispõe de tal recurso. Diversos foram os estudos de Monks (2001) ao longo da década de 90 que guiaram a construção de sólidas práticas de GC em todo o mundo.

O terceiro marco histórico construtivo da governança corporativa foi apresentado em relatório publicado por Cadbury (1999), representativo da realidade empresarial do Reino Unido. Esse relatório desenvolve pontos novos e importantes para Governança Corporativa tais como ética, transparência, responsabilidades do conselho, dos executivos e das informações prestadas. Demandado por representantes da Bolsa de Valores de Londres, o relatório de Cadbury (1999) desenvolve um código de princípios empresariais, além de incentivar o profissionalismo de conselheiros não executivos.

As recomendações da OCDE também são consideradas como um marco histórico importante para governança corporativa, pois trata dos elos entre os objetivos de desenvolvimento dos mercados, das corporações e das nações. Dentre as principais conclusões do trabalho da organização merece destaque a afirmação de que os princípios de governança corporativa aplicados nas empresas são fatores que asseguram a integridade do mercado e o desempenho econômico dos países (OCDE, 1999).

Considerado como um dos principais pilares das atuais práticas de Governança Corporativa, a Lei Sarbanes-Oxley, conhecida também como SOX, é uma lei norte-americana promulgada em 30/06/2002 pelos Senadores Paul Sarbanes e Michael Oxley. A Lei SOX atualmente deve ser seguida por todas as empresas que possuem capital aberto na Bolsa de Nova York, inclusive várias empresas brasileiras que negociam suas ações em Nova York, já estão preparadas ou estão se adequando a esta Lei.

Um dos motivos que fez a lei entrar em vigor foi a onda de escândalos financeiros envolvendo a *Enron* (empresa do setor de energia), *Worldcom* (empresa de telecomunicações), entre outras empresas, que geraram prejuízos financeiros atingindo milhares de investidores. (ANDRADE; ROSSETTI, 2006).

O objetivo desta lei é aperfeiçoar os controles financeiros e contábeis das empresas e apresentar eficiência na GC, a fim de evitar que aconteçam outros escândalos e prejuízos

conforme os acontecimentos recentes. A lei visa garantir a transparência na gestão financeira das organizações, credibilidade na contabilidade, auditoria e a segurança das informações para que sejam realmente confiáveis, evitando assim novas fraudes (ANDRADE; ROSSETTI, 2006).

Atuar em governança corporativa diante da SOX é apresentar a transparência das áreas fiscais e de controladoria das organizações traçando um paralelo com as prestações de contas. Muitas empresas já estão adequadas a este novo molde regido pela Lei Sarbanes-Oxley, principalmente nos EUA (WAGNER, 2006).

2.2 CONCEITOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

Existe um conjunto de opiniões sobre o conceito de GC disponível na literatura e que por vezes são diferentes e complementares. Na revisão de literatura deste trabalho foram selecionados quatro conceitos básicos que possibilitam uma compreensão do papel da GC (SILVEIRA, 2002). Tais conceitos são apresentados a seguir.

2.2.1 Governança como Guardiã de Direitos

A GC trata do conjunto de leis que visa: (i) assegurar os direitos dos acionistas das empresas, controladores ou minoritários; (ii) disponibilizar informações de forma uniforme; (iii) possibilitar aos diferentes públicos relacionados a observância de seus direitos e (iv) promover a interação dos acionistas, dos conselhos de administração e da direção executiva das empresas (MONKS; MINOW, 2004).

A governança corporativa deve tratar dos meios utilizados pelas corporações para estabelecer processos que ajustem os interesses em conflito entre acionistas das empresas e executivos (BLAIR, 1999). Já para Williamson (1996) a GC está centrada na justiça, na transparência, na responsabilidade das empresas e em questões que envolvem os interesses do negócio e da sociedade como um todo.

A OCDE (1999) acredita que a GC é o sistema segundo o qual as corporações de negócio são dirigidas e controladas. A estrutura da GC especifica a distribuição dos direitos e responsabilidades entre os diferentes participantes da corporação.

Para o setor elétrico, a segurança da conformidade com esse sistema envolve os diversos *stakeholders* das empresas individualmente, garantindo que os direitos de todos os participantes sejam atendidos.

2.2.2 Governança como Sistema de Relações

Shleifer e Vishny (1997) conceituam GC como campo da administração que trata do conjunto de relações entre a direção das empresas, seus conselhos de administração, seus acionistas e outras partes relacionadas. Ficam estabelecidos os caminhos pelos quais os investidores asseguram o retorno do investimento de seu capital.

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) trata GC como um sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os relacionamentos entre acionistas, conselhos de administração, diretoria, auditoria independente e conselho fiscal. As boas práticas de governança corporativa têm por finalidade aumentar o valor da sociedade, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para sustentabilidade (IBGC, 2006).

Como a regulamentação do setor elétrico envolve diversos desdobramentos e boa parte das empresas é estatal, os conselhos de administração das principais empresas do setor são eleitos ou escolhidos por indicações de agentes do governo. Esse fato gera uma responsabilidade ainda maior para que o bom relacionamento com os acionistas e outras partes relacionadas seja preservado.

2.2.3 Governança como Estrutura de Poder

A GC é o sistema e a estrutura de poder que regem os mecanismos através dos quais as companhias são dirigidas e controladas (CADBURY, 1999). A GC gravita em uma estrutura de poder, que envolve questões relacionadas aos processos de tomada de decisões estratégicas, ao exercício da liderança aos métodos com que atendem aos interesses

estabelecidos e aos pleitos emergentes. A GC está fortemente influenciada pelos institutos legais e pelos marcos regulatórios de cada país (BABIC, 2003).

Com relação ao setor elétrico brasileiro, os marcos regulatórios que serão vistos no capítulo 3, definem diretrizes para as diversas empresas do setor seja de distribuição, geração ou transmissão de energia em seu nível estratégico e operacional.

A GC nasceu do divórcio entre a propriedade e a gestão das empresas, seu foco é a definição de uma estrutura que maximize a relação entre propriedade e a gestão das empresas, além de melhorar a relação entre o retorno dos acionistas e os benefícios auferidos pelos executivos (HITT, 2003).

2.2.4 Governança como Sistema Normativo

A GC é um campo de investigação focado em monitorar as corporações, através de mecanismos normativos, definidos em estatutos legais, termos contratuais e estruturas organizacionais que conduzem ao gerenciamento eficaz das organizações (MATHIESEN, 2002).

Para Claessens e Fan (1996) a GC diz respeito a padrões de comportamento que conduzem à eficiência empresarial, ao crescimento e ao tratamento dado aos acionistas e a outras partes interessadas, tendo por base princípios definidos pela ética aplicada à gestão de negócios.

A importância desse conceito da GC ao setor elétrico brasileiro é regulamentada pela Agência Nacional de Energia Elétrica (ANEEL) que tem como missão proporcionar condições favoráveis para que o mercado de energia elétrica se desenvolva com equilíbrio entre os agentes priorizando sempre a sociedade como principal beneficiária (ANEEL, 2008).

2.3 DIMENSÕES DA GOVERNANÇA CORPORATIVA

As dimensões da governança corporativa podem ser exemplificadas com base em uma síntese conceitual conhecida como 5Ps da governança corporativa (GC) (ANDRADE; ROSSETTI, 2006).

2.3.1 Princípios

Os princípios formam a base ética da governança e representam atributos essenciais à universalidade das empresas. São aceitáveis e administráveis diferenças na cultura, nas instituições, nos setores de atuação e nos marcos regulatórios que se observam entre os países. Portanto, tratam de conjuntos diferentes de atributos que podem, a longo prazo, encaminhar para maior homogeneidade nas exigências do processo de globalização.

Existem princípios éticos inegociáveis que estão presentes, explícita ou implicitamente, na definição dos propósitos, nas formas de exercício de poder, na construção e na operação dos processos e nas práticas do dia-a-dia, que se observam no mundo corporativo. Esse é o caso dos quatro valores da governança, que serão analisados na seção seguinte (*fairness, disclosure, accountability e compliance*). Esses valores sistematizam e traduzem muito bem os princípios a que deve atender a alta gestão das companhias.

Pela sua universalidade, eles estão presentes nos códigos de boas práticas hoje editados em todas as partes do mundo e servem de base para os marcos construtivos da GC. Não só as empresas do setor elétrico brasileiro, como as empresas dos demais setores, formulam suas práticas de GC a partir desses 4 princípios.

2.3.2 Propósitos

O propósito fundamental da governança corporativa é de contribuir para o máximo retorno do capital investido de longo prazo dos acionistas (*shareholders*). Esse objetivo deve ser claro e harmonizável com outros interesses dos demais *stakeholders*.

Os investidores querem que as empresas atendam estrategicamente os principais objetivos, estabelecendo assim uma validação e reputação das corporações em função dos elementos econômico-financeiros, sociais e ambientais.

2.3.3 Poder

As formas como se articulam as negociações e se estabelecem as relações entre os órgãos de governança definem a estrutura de poder no interior das organizações. A definição e a constituição desta estrutura é prerrogativa dos acionistas (*shareholders*), independente do grau em que o capital de controle esteja fracionado. O poder efetivamente assumido pelos gestores, resultante da dispersão e da passividade dos proprietários é fonte de conflitos e de disfunções.

A estrutura de poder legitimamente definida pelos proprietários é que leva maior clareza na separação de funções e de responsabilidades dos conselhos corporativos e da direção executiva. No exercício do poder assim constituído, decisões corporativas de alto impacto são necessariamente compartilhadas.

As estruturas de poder no interior das organizações do setor elétrico brasileiro ganham destaque, pois as práticas que são utilizadas pelas empresas do setor, em alguns casos, não contemplam esse compartilhamento de decisão, uma vez que certas decisões estratégicas são tomadas por atos normativos impostos pelo Governo que não contemplam a maximização da eficiência e da gestão. A GC a partir dessa dimensão tem por objetivo combater tais práticas.

2.3.4 Processos

Os processos de GC iniciam pela constituição e pela força (*empowerment*) dos conselhos de administração, da direção executiva e do sistema de auditoria, considerados como órgãos-chave da GC. A partir da construção dessas estruturas, se estabelecem relações funcionais entre elas, centradas nos processos de formulação, homologação e monitoramento das estratégias corporativas, além das políticas operacionais e dos resultados gerados.

São implementadas paralelamente a estas relações funcionais, sistemas de controle com foco nos riscos (externos e internos) que possam afetar os resultados e a própria sobrevivência das empresas.

Os processos, como dimensão da GC, têm como fim programar formalmente as intenções das empresas para utilização das práticas e políticas de transparência e gestão. Estes

processos também se aplicam à realidade de empresas do setor elétrico, pois estão sujeitas as mesmas regras de mercado.

2.3.5 Práticas

As boas práticas de governança corporativa são estabelecidas no interior de cada um dos processos definidos e seu foco é a gestão de conflitos de agência (mais detalhes na seção 2.5) decorrentes de oportunismo de gestores quanto de grupos majoritários de controle.

Uma vez expostos os conflitos, as duas questões-chave passam a ser a minimização dos custos de agência e a gestão estratégica de relacionamentos internos e externos.

Para o setor elétrico, em que existem diversas empresas públicas, a gestão desses conflitos como prática de GC merece importante destaque no controle e monitoramento da aderência das práticas dos acionistas e dos gestores, que em alguns casos são indicados politicamente. A resolução desses conflitos foi um das principais necessidades do surgimento da GC (LA PORTA *et al.*, 1999).

2.4 VALORES DA GOVERNANÇA CORPORATIVA

Os 4 valores da governança corporativa na forma conceitual foram criados por Monks (2001). São eles: (i) Senso de justiça (*fairness*), (ii) Transparência (*disclosure*), (iii) Prestação de contas (*accountability*), (iv) conformidade legal (*compliance*). Os valores ganharam destaque na literatura sobre GC e estão contemplados na Lei Sarbanes-Oxley (SOX). Existem recomendações da própria lei para as práticas a serem utilizadas em cada valor (SILVEIRA, 2004). Os valores e as recomendações, tal como dispostas na SOX, estão apresentadas a seguir.

2.4.1 Senso de Justiça (*Fairness*)

Diz respeito à equidade do tratamento dos acionistas, assim como o respeito aos direitos dos minoritários, por participação equânime com a dos majoritários, tanto no aumento da riqueza corporativa, quanto nos resultados das operações, e ainda na presença ativa em assembleias gerais, além de monitorar as práticas de gestão dos executivos.

Recomendações da SOX para este valor:

- (i) a remuneração do executivo principal deverá ser aprovada pelo conselho de administração;
- (ii) aprovação pelos acionistas dos planos de bônus corporativos (*stock options*);
- (iii) vedação de empréstimos pessoais a diretores executivos;
- (iv) devolução de bônus e de lucros distribuídos no caso de a companhia retificar demonstrações financeiras em decorrência de descumprimento relevante das normas estabelecidas;
- (v) restrições sobre negociação durante períodos de troca de administradores de fundos de investimentos;
- (vi) definições de penas historicamente inusitadas para fraudes. Entende-se por fraudes corporativas a alteração, destruição, mutilação, ocultação e a falsificação de documentos ou informações com a intenção de impedir, obstruir ou influenciar o conhecimento e a análise do desempenho e da situação dos negócios e da gestão.

2.4.2 Transparência das informações (*Disclosure*)

Divulgação de forma igualitária das informações, especialmente as de alta relevância, que impactam os negócios e que envolvem resultados, oportunidades e riscos.

Recomendações da SOX para este valor:

- (i) detentores de informações privilegiadas deverão seguir as exigências da lei nos casos de mudanças em suas participações acionárias;
- (ii) redução de prazos para que informações internas de resultados sejam comunicadas aos órgãos competentes fiscalizadores de negociações envolvendo valores mobiliários da companhia;

- (iii) quaisquer informações complementares aos relatórios exigidos pela lei, relativas às condições financeiras e operacionais da companhia, deverão ser divulgadas com rapidez;
- (iv) contingências não incluídas no balanço patrimonial devem ser divulgadas.

2.4.3 Prestação de Contas (*Accountability*)

A prestação responsável de contas deve ser fundamentada nas melhores práticas contábeis e estar de acordo com as auditorias.

Recomendações da SOX para este valor:

- (i) as empresas devem revisar os relatórios e certificar-se de que não há falsas declarações ou omissões de fatos relevantes;
- (ii) as demonstrações financeiras devem revelar adequadamente a posição financeira, os resultados das operações e os fluxos de caixa;
- (iii) as empresas devem divulgar aos auditores e ao comitê de auditoria todas as deficiências significativas que eventualmente existam nos controles internos, bem como quaisquer fraudes evidenciadas, ou mudanças significativas ocorridas após a sua avaliação;
- (iv) as empresas devem possuir responsabilidades pelo estabelecimento de controles internos, pelos seus desenhos e processos e pela avaliação e monitoramento de sua eficiência.

2.4.4 Conformidade Legal (*Compliance*)

Conformidade no cumprimento de normas reguladoras, expressas nos estatutos sociais, nos regimes internos e nas instituições legais do país.

Recomendações da SOX para este valor:

- (i) adoção pelas corporações de um código de ética para seus principais executivos, que deverá conter formas de encaminhamento de questões

relacionadas a conflitos de interesse, divulgação de informações e cumprimento das leis e regulamentos;

- (ii) as corporações que não adotarem a explicação de condutas em um código de ética deverão explicar as razões da não-adoção.

As recomendações da Lei Sox, mesmo que não sejam obrigatórias para as empresas, ilustra a responsabilidade das corporações com os valores da GC. Tais recomendações foram testadas para identificar sua aplicação no setor elétrico brasileiro.

2.5 CONFLITOS DE AGÊNCIA

Os conflitos de agência na GC utilizam uma idéia central da administração financeira que trata exclusivamente a questão do “Custo de agência” que da forma original em inglês (*agency cost*) denomina um tipo especial de gasto que decorre de conflitos existentes numa organização entre os interesses divergentes dos *satakeholders* (ROSS, 2002).

A maximização dos lucros dos acionistas é um objetivo divergente do recolhimento de impostos ao governo, por exemplo. Quanto mais tributos são recolhidos em prol do governo, menor é o lucro do acionista. Ou seja, os objetivos dos acionistas e do governo são divergentes. Outro exemplo que pode ser ilustrado trata dos programas e das campanhas que são realizados em prol do meio ambiente. Quanto maior a despesa com esses programas, menor é o bônus dos funcionários. Ou seja, os objetivos da sociedade e dos funcionários, eventualmente também podem ser divergentes. Os conflitos de agência tratam exclusivamente da resolução das divergências dos *stakeholders* entre si.

Berle e Means (1932) indicam três aspectos sobre a influência dos conflitos de agência no mundo corporativo, que são: (i) o afastamento entre a propriedade e o controle das grandes corporações; (ii) as mudanças no comando das companhias e (iii) a inadequação das concepções tradicionais sobre o controle das sociedades abertas e sobre o objetivo clássico de maximização de lucro.

La Porta *et al.* (1999) descreve sobre os relacionamentos entre os verdadeiros proprietários das empresas e como eles estão estruturados e organizados entre grupos econômicos para garantir que seus interesses sejam atendidos. Silveira (2004) afirma que a GC nasceu para resolver tais conflitos de agência.

Os conflitos potenciais de agência gravitam sobre as várias hipóteses de conflitos potenciais entre acionistas e gestores ou entre acionistas majoritários e minoritários. Muito da literatura sobre GC baseia-se no princípio de que as empresas pertencem aos acionistas e que, portanto, sua administração deve ser feita em benefício deles (CARVALHO, 2002).

Segundo Bertolucci *et al.* (2006), o grande problema de agência era visto como o conflito entre os administradores (agentes executivos) e acionistas (agentes principais). O oportunismo consistiria de decisões dos administradores que não visassem à maximização do valor das ações. Dentro desse paradigma, boa governança empresarial significa a adoção de mecanismos que forçassem os administradores (não acionistas) a proteger os interesses dos acionistas. A origem desses conflitos, segundo Schleifer e Vishny (1997), está na dispersão do capital das empresas e na conseqüente separação entre a propriedade e gestão.

Existem dois axiomas elaborados por Klein (1985) e Jensen e Meckling (1994) respectivamente, que evidenciam a importância dos conflitos de agência dentro da Teoria da GC. O primeiro axioma trata da inexistência do “contrato completo”, originalmente apresentado em Klein (1985). Seus fundamentos justificam-se pelas próprias características dos ambientes de negócios que estão cada vez mais sujeitos a turbulências. Diante desse cenário de risco e incertezas, a gestão corporativa passou a exigir respostas flexíveis e rápidas aos sinais de mudança. A inexistência do contrato completo proposto por Klein (1985) propõe uma condição de juízo gerencial. Como os objetivos das partes relacionadas são conflitantes, tal contrato deve estar a serviço dos objetivos dos gestores, e também a serviço dos objetivos dos acionistas, minimizando assim os conflitos de agência. Em um jogo de interesses, não é possível que os objetivos de todos os *stakeholders* sejam contemplados simultaneamente.

O segundo axioma de Jensen e Meckling (1994) trata da inexistência do agente perfeito, pois fica evidenciada a falta de alinhamento dos interesses dos gestores com os dos acionistas. A suposição é de que a cooperação desinteressada dificilmente prevalece em relação ao jogo de interesses. Conseqüentemente, o agente executor estará propenso à tomada de decisões que fortaleçam a sua posição e que beneficiem seus propósitos.

Esse axioma é definido mais claramente a partir do estudo do comportamento humano, utilitarista e racional que conduz os indivíduos a uma função de utilidade voltada para suas preferências e para seus objetivos. Dificilmente, objetivos alheios movem as pessoas a serem tão eficazes quanto o são para a consecução de seus próprios interesses. Logo, se houvesse um agente perfeito, esse seria indiferente entre maximizar seus próprios objetivos e os de terceiros (JENSEN; MECKLING, 1994).

Como inexiste o contrato completo e o agente perfeito, a GC controla questões como utilização de informações, tomada de decisões estratégicas, utilização de decisões para benefício próprio e ainda recomenda o monitoramento e punições por parte do conselho de administração aos gestores que agirem de má fé. As políticas de GC têm a obrigação de proibir tais práticas quando julgar que algum *stakeholder* está sendo lesado.

2.6 MODELOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA NO MUNDO

O sistema de GC adotado pelas empresas depende, em grande parte, do ambiente institucional no qual está inserida a companhia. O Estado, através da definição dos sistemas financeiros e legais, modela a formação do mercado de capitais local e do grau de proteção aos investidores, influenciando o modelo de governança das empresas. Desta forma, os países apresentam diferenças significativas entre os sistemas de governança corporativa das suas empresas (ANDRADE; ROSSETTI, 2006).

Entretanto, conforme evidência dos problemas de governança no mercado acionário norte-americano em 2002, como o caso da *Enron* e da *Worldcom*, isto não significa que as economias desenvolvidas resolveram o problema da GC de forma definitiva, adotando medidas e práticas locais baseadas em marcos e teorias globais (SHEIFFER; VISHNY, 1997).

Existem diferenças acentuadas entre os melhores sistemas de governança corporativa do mundo, como o norte-americano, o inglês, o alemão e o japonês. As diferenças entre eles são provavelmente maiores do que as diferenças entre os demais países (SENHORAS *et al.*, 2006). Os demais modelos de GC aplicados em outros países, inclusive no Brasil, são baseados nos ideais dos modelos tradicionais de GC, conforme apresentados a seguir.

2.6.1 Estados Unidos

A pulverização do controle acionário é uma característica das grandes empresas americanas. Assim, os acionistas possuem poucos incentivos ou capacidade para afetar as políticas corporativas definidas pelos gestores, resultando em uma situação na qual os executivos são fortes e os proprietários são fracos (SENHORAS *et al.*, 2006).

O movimento em torno da GC surgiu nos EUA em meados da década de 80, como resposta a diversos casos de abuso de poder e expropriação de riqueza dos acionistas por parte dos executivos, que naquela época dominavam os Conselhos de Administração (SENHORAS *et al.*, 2006). Além disso, os investidores passaram a concentrar mais seus votos nas assembleias gerais dos acionistas, elegendo maior número de conselheiros independentes.

O ativismo de diversos investidores institucionais resultou em mudanças nas práticas de GC de boa parte das empresas americanas durante a década de 90, ocasionando, por exemplo, o aumento da proporção de membros independentes nos conselhos e o surgimento do monitoramento das práticas de governança corporativa, expondo na mídia as empresas que apresentavam deficiências, como conselhos passivos ou pagamento de salários excessivos aos executivos.

Como forma de mostrar aos investidores o cumprimento de algumas práticas de governança corporativa, as próprias empresas americanas começaram a elaborar suas diretrizes (SILVEIRA, 2004).

Os problemas de governança de empresas como a *Enron*, *Tyco*, *Worldcom* e *ImClone Systems* tornaram-se clássicos e atraiu atenção não apenas da academia, mas também do mundo corporativo. Tais casos devem ser analisados a fim de que novos casos não voltem a ocorrer, prejudicando todas as partes envolvidas. Problemas decorrentes do conflito de interesses, como o uso de informações privilegiadas e a manipulação de resultados devem ser evitados. A falência de uma empresa por má gestão e sem a utilização dos princípios de ética é responsabilidade dos gestores de GC (SILVEIRA, 2004).

As práticas GC do setor elétrico brasileiro em 2001 esteve bastante em evidência, uma vez que a empresa originária dos escândalos contábeis nos Estados Unidos era uma companhia de energia. A *Enron* empregava por volta de 21.000 pessoas e foi uma das companhias líderes no mundo em distribuição de energia. Seu faturamento atingia 101 bilhões de dólares em 2000, pouco antes do escândalo financeiro que ocasionou sua falência (KLIMT; YANG, 2004). Tais escândalos foram suficientes para alertar os analistas do mercado financeiro para as práticas utilizadas por empresas do setor elétrico no Brasil.

2.6.2 Reino Unido

Assim como nos EUA, a pulverização do controle acionário também é uma característica da grande maioria das companhias abertas do Reino Unido (ANDRADE; ROSSETTI, 2006).

Devido a uma série de escândalos nos mercados corporativos e financeiros no final dos anos 80, a bolsa de valores de Londres, em conjunto com diversas entidades formou em 1992 um grupo de trabalho destinado a elaborar padrões de GC ao mercado britânico. Um comitê foi formado destinado a revisar os aspectos de GC relacionados às práticas contábeis (CARLSON, 2001).

Este grupo de trabalho, denominado Comitê *Cadbury*, publicou em dezembro de 1992 um relatório que constituiu o marco inicial do movimento da GC na Inglaterra. O relatório *Cadbury* (1992) é apontado como um dos marcos históricos da governança corporativa e foi apresentado na seção 2.1.2.

Em novembro de 1995 a bolsa de valores de Londres, formou outro grupo de trabalho destinado a elaborar novos padrões de GC. Este grupo, denominado Comitê *Hampel*, tinha como objetivo fazer uma revisão do relatório do Comitê *Cadbury*, 3 anos depois (CADBURY, 1999).

Além dos aspectos contábeis, já tratados no Relatório *Cadbury*, o Comitê *Hampel* incluiu questões de responsabilidade e remuneração dos gestores e conselheiros. O Comitê *Hampel* também discutiu a principal responsabilidade do Conselho de Administração, definindo-o como órgão que deve promover o aumento da prosperidade das empresas no longo prazo. Desta forma, a GC estava enquadrada dentro de uma dupla perspectiva, de responsabilidade e prosperidade do negócio. O relatório do Comitê *Hampel* foi finalizado e publicado em janeiro de 1998. Este código de GC foi incorporado como uma das exigências da bolsa de valores de Londres para listagem das companhias (SENHORAS *et al.*, 2006).

2.6.3 Alemanha

O sistema de governança corporativa alemão possui 3 características distintas: (i) o modelo de equilíbrio dos interesses dos *stakeholders* como objetivo primordial das empresas, ao invés da maximização da riqueza dos acionistas; (ii) o papel limitado do mercado de

capitais no fornecimento de capital de risco e (iii) a gestão coletiva das empresas (CARLSON, 2001).

A busca pelo equilíbrio dos interesses dos *stakeholders* como objetivo das empresas é consequência do modelo alemão de industrialização, muito regulamentado e controlado pelo Estado. A lei exige a presença de representantes dos empregados nos conselhos das empresas alemãs (SENHORAS *et al.*, 2006).

Durante os anos 90, o processo de globalização forçou as empresas alemãs a adotarem os padrões internacionais de GC em razão da abertura de capital em outras praças globais e bolsas do mundo, que exigem diferentes regras de transparência e divulgação de informações (SILVEIRA, 2002).

O fortalecimento do mercado de ações alemão teve grande impulso em 97 com a criação no Novo Mercado (*Neuer Market*) da bolsa alemã de Frankfurt, ajudando na captação de capital de risco. Por meio de regras mais rígidas de proteção e transparência aos investidores, o *Neuer Market* auxiliou as empresas alemãs se estruturarem dentro de padrões internacionais de GC (CARLSON, 2001).

Andrade e Rossetti (2006) ilustram as recomendações diferenciadas adotadas pelo *Neuer Markt*: (i) apenas uma classe de ações e todas com direito a voto; (ii) transparência nos atos de gestão; (iii) Publicação trimestral de resultados, em alemão e inglês, seguindo normas internacionais de contabilidade e (iv) Código de conduta.

A influência do modelo de GC alemão para o mercado brasileiro é apresentada na seção 2.7.3, a partir da criação do Novo Mercado de GC da Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA), o qual foi baseado no modelo alemão.

2.6.4 Japão

Como decorrência da cultura coletivista da sociedade japonesa, o objetivo das empresas no Japão tem sido a busca pelo equilíbrio dos interesses dos *stakeholders* e a garantia de emprego vitalício para seus funcionários. Uma consequência dessa garantia é a priorização, por parte das empresas, de metas de crescimento absoluto e de participação no mercado ao invés da maximização dos lucros. Entretanto a pressão internacional por maior competitividade vem fazendo com que, como forma de sobrevivência, muitas empresas japonesas tenham que abandonar a política do emprego vitalício (CARLSON, 2001).

O sistema corporativo japonês é marcado pelos *keiretsu* (conglomerados de várias empresas, principalmente de base familiar, e bancos unidos por redes de participações cruzadas entre eles). Os bancos são a principal fonte de recursos para as empresas, exercendo o papel de financiadores dos conglomerados. Como as taxas de juros no Japão são muito baixas, reduzindo o custo dos recursos, a priorização pela lucratividade não se torna prioritária, até mesmo pela falta de alternativas de investimento aos acionistas que desejam rentabilizar o seu capital de forma apropriada (SENHORAS *et al.*, 2006).

A influência das políticas macroeconômicas de um país para os moldes dos modelos de GC, como visto no caso japonês, foi uma novidade na criação do modelo. Coincidentemente, a influência de tais políticas econômicas também é percebida como uma característica e um motivador para o caso brasileiro, que nesse sentido recebe influência do modelo japonês. Uma vez que as taxas de juros no Brasil estão em processo de queda desde 2001, o mercado de capitais brasileiro começa a ganhar destaque na poupança interna da população, obrigando às empresas a adotarem práticas de GC em busca de investimentos.

As empresas japonesas utilizam o conceito de um único Conselho de Administração, que tipicamente é composto exclusivamente por executivos da companhia, que são indicados como recompensa por serviços prestados. Conselhos grandes, com cerca de 50 membros são comuns nas grandes companhias japonesas, mas quase sempre o homem forte é o presidente da companhia, que é responsável pela seleção dos novos conselheiros e possui mais poderes que o presidente do conselho. Portanto, um conselho típico japonês tem funções meramente cerimoniais, sem a devida relevância (CARLSON, 2001).

Tendo em vista a necessidade de aprimoramento dos mecanismos de governança no país, a Federação Japonesa das Organizações Econômicas publicou em 1997 um relatório reconhecendo a necessidade de adaptação das empresas japonesas aos padrões internacionais de GC, como forma de manutenção da competitividade do país no século XXI (CARLSON, 2001).

Em 1998 foi a vez do Fórum de Governança Corporativa do Japão estabelecer um comitê de GC que elaborou um relatório denominado Princípios de Governança Corporativa - Uma Visão Japonesa. Este relatório elaborou diretrizes políticas, como a necessidade de explicação formal das empresas em caso de unificação dos cargos de presidente do conselho e presidente da companhia e a recomendação para diminuição do tamanho dos atuais conselhos de Administração (CARLSON, 2001). Algumas empresas, como a Sony, já se anteciparam, reduzindo seu Conselho de Administração de 50 para 10 membros, se tornando um exemplo que pode ser seguido por outras corporações (SILVEIRA, 2002).

2.7 GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL

A partir da década de 1990, com a abertura da economia brasileira, investidores estrangeiros começam a participar em proporção cada vez maior do capital das empresas brasileiras, inicialmente através de investimentos realizados dentro do país e depois através da aquisição de ações brasileiras negociadas nas bolsas norte-americanas, as chamadas ADR's (*American Depositary Receipts*). O processo de globalização também colaborou com o surgimento da GC no Brasil em virtude da visibilidade das empresas brasileiras no exterior e pelos processos de fusões e aquisições (ANDRADE; ROSSETTI, 2006).

Ao listar suas ações nas bolsas americanas, as companhias abertas brasileiras foram obrigadas a seguir diversas regras impostas pela SEC (*Securities and Exchange Commission*), órgão regulador do mercado de capitais norte-americano, relacionadas a aspectos contábeis, de transparência e divulgação de informações, que nada mais são do que regras baseadas em princípios de GC (SILVEIRA, 2004).

As companhias brasileiras passaram a ter contato com práticas avançadas de relação com investidores, acionistas minoritários e analistas de mercado aplicadas no mercado americano, que obrigaram as empresas a aperfeiçoar suas políticas de divulgação de informações. A partir daí, as empresas brasileiras começam a ter contato com acionistas mais exigentes e sofisticados, acostumados a investir em mercados com práticas de GC mais avançadas que as aplicadas no mercado brasileiro. Ao número crescente de investidores estrangeiros soma-se uma maior participação de investidores institucionais brasileiros de grande porte e mais conscientes de seus direitos (GARCIA, 2005).

As práticas de GC vêm ganhando forma no Brasil, contando com aspectos legais e institucionais a serem mais detalhadamente discutidos nas seções seguintes, mas que vem auxiliando a atingir o objetivo de assegurar a melhoria das práticas de governança corporativa das empresas brasileiras. Os marcos da GC no Brasil estão listados a seguir por ordem de importância (ANDRADE; ROSSETTI, 2006).

2.7.1 Lei nº 10.303/01 (Lei das S/A)

A nova lei das Sociedades Anônimas (Lei das S/A), promulgada no final de 2001 visa, por meio de estabelecimento de novas regras de funcionamento para as sociedades anônimas, promover maior proteção aos acionistas (SILVEIRA, 2004). Segue abaixo as principais alterações da lei (GORGA, 2004):

- (i) obrigatoriedade de oferta pública de aquisição de ações pelo valor econômico aos ordinaristas minoritários, em caso de: cancelamento do registro da companhia aberta, elevação da participação acionária à porcentagem que impeça a liquidez de mercado das ações remanescentes, ou em caso de fusão e aquisição;
- (ii) obrigatoriedade do adquirente do controle da companhia aberta realizar oferta pública de aquisição de ações ordinárias dos demais acionistas da companhia, em caso de alienação direta ou indireta do controle, assegurando aos acionistas minoritários o preço equivalente de suas ações a um mínimo de 80% do valor pago às ações pelo bloco de controle. Essa obrigatoriedade é chamada de “*tag along*” para ordinaristas (ANDRADE; ROSSETTI, 2006).
- (iii) direito dos preferencialistas a eleger um membro para o conselho de administração, desde que representem, no mínimo, 10% do capital social da companhia;
- (iv) limitação da emissão de ações preferenciais a 50% do total de ações emitidas, ao invés dos 67% anteriores, para as sociedades anônimas instituídas após a publicação da lei;
- (v) possibilidade do estatuto social prever a arbitragem como mecanismo de soluções das divergências entre acionistas e a companhia, ou entre acionistas controladores e minoritários, propiciando uma forma mais rápida para resolução de conflitos.

Com relação à adequação do setor elétrico brasileiro à Lei das S/A, boa parte das empresas do setor elétrico brasileiro está adequada aos padrões da Lei de 2001. O setor pode ser considerado como um modelo aos demais setores negociados na Bolsa de Valores pela aderência e cumprimento da Lei das S/A. Como exemplo, atualmente 9 das 15 empresas que são objetos de estudo nesse trabalho, possuem o direito de *tag along* aos acionistas ordinários (BOVESPA, 2007).

2.7.2 Código de Governança do IBGC

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) foi fundado em novembro de 1995 com o objetivo de melhorar a GC no Brasil, sendo a primeira organização da América Latina totalmente focada na discussão sobre o tema. Em 1999 o IBGC lançou o primeiro código de Governança Corporativa do país, abordando temas como o relacionamento entre colaboradores e minoritários e diretrizes para o funcionamento do conselho de administração. O código foi revisado duas vezes, como versão mais recente do início de 2004, sendo dividido em seis temas: propriedade, conselho de administração, gestão, auditoria independente, conselho fiscal e conflito de interesses (IBGC, 2006).

O setor elétrico está em concordância com o guia das melhores práticas de GC criado pelo IBGC. Como exemplo disso, podemos citar a indicação constante das empresas do setor de energia elétrica ao Prêmio IBGC das Melhores Práticas de Governança Corporativa. Criado em 2005, para ressaltar o destaque e a importância da utilização de políticas de GC ao mercado financeiro, nos 3 anos de existência (2005, 2006 e 2007), pelo menos 3 empresas do setor foram indicadas ao prêmio em cada ano. Destaque para o ano de 2006, que foram indicadas 5 empresas do setor e uma das empresas, a Energias do Brasil, holding do setor elétrico, recebeu a premiação do Instituto naquele ano.

2.7.3 Novo Mercado da BOVESPA

No final dos anos 90 era traçado um cenário turbulento para o mercado de ações no país. A título de exemplo, o número de companhias listadas na BOVESPA tinha caído de 550 em 1996 para 440 em 2001. O volume negociado após atingir US\$ 191 bilhões em 1997, recuara para US\$ 101 bilhões em 2000 e US\$ 65 bilhões em 2001. Além disso, a proporção de companhias que fechavam o capital era maior do que as companhias que abriam listagem na Bolsa de Valores de São Paulo (GARCIA, 2005).

Foi nesse cenário que a BOVESPA procurou uma medida com o objetivo de reanimar o mercado. Foi criado então o Novo Mercado, como um segmento especial de

listagem de ações de companhias que se comprometam voluntariamente a adotar as boas práticas de governança corporativa (ANDRADE; ROSSETTI, 2006). O modelo é baseado no *Neuer markt* da Bolsa de Frankfurt, como foi apresentado na seção 2.6.3.

Numa necessária adaptação à realidade do mercado de ações brasileiro, foram criados dois estágios intermediários (Níveis I e II) que, juntos com o Novo Mercado, estabelecem compromissos crescentes de adoção de melhores práticas de GC (BOVESPA, 2007).

A idéia que norteou a criação do Novo Mercado tem seu fundamento na constatação de que entre os diversos fatores que contribuem para a fragilidade do mercado de capitais brasileiro está a falta de proteção aos acionistas minoritários. Dessa forma, a valorização e a liquidez das ações de um mercado são influenciadas positivamente pelo grau de segurança que os direitos concedidos aos acionistas oferecem e pela qualidade das informações prestadas pelas empresas (TERRA, 2006).

A ausência de regras adequadas de defesa dos interesses dos acionistas minoritários acarreta a exigência, por parte dos investidores, de um deságio sobre o preço da ação, causando uma desvalorização no valor de mercado das companhias. Dessa forma, é esperado que as empresas cujas ações estejam listadas em algum dos segmentos diferenciados de governança corporativa, nas quais os riscos envolvidos são minimizados, apresentem prêmios de risco consideravelmente reduzidos, implicando valorização do patrimônio de todos os acionistas (SILVEIRA, 2003).

A seguir são relacionadas as principais características dos segmentos de negociação de empresas com boas práticas de governança corporativa (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado). (BOVESPA, 2007).

(i) Nível 1 (N1)

As Companhias Nível 1 se comprometem, principalmente, com melhorias na prestação de informações ao mercado e com a dispersão acionária. As principais práticas agrupadas no Nível 1 são:

- manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações, representando 25% do capital;
- realização de ofertas públicas de colocação de ações por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital;
- melhoria nas informações prestadas trimestralmente, entre as quais a exigência de consolidação e de revisão especial;

- prestação de informações sobre negociações de ativos e derivativos de emissão da companhia por parte de acionistas controladores ou administradores da empresa;
- divulgação de acordos de acionistas e programas de *stock options* (Forma de remuneração de executivos de uma companhia, em função de resultados obtidos ou desempenho pessoal, o executivo tem a opção de adquirir ações da companhia);
- disponibilização de um calendário anual de eventos corporativos;
- apresentação das demonstrações do fluxo de caixa.

(ii) Nível 2 (N2)

Para a classificação como Companhia Nível 2, além da aceitação das obrigações contidas no Nível 1, a empresa e seus controladores adotam um conjunto bem mais amplo de práticas de governança e de direitos adicionais para os acionistas minoritários. Resumidamente, os critérios de listagem de Companhias Nível 2 são:

- conselho de Administração com mínimo de cinco membros e mandato unificado de um ano;
- disponibilização de balanço anual seguindo as normas do US GAAP (padrões contábeis internacionais);
- extensão para todos os acionistas detentores de ações ordinárias das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia e de, no mínimo, 70% deste valor para os detentores de ações preferenciais;
- direito de voto às ações preferenciais em algumas matérias, como transformação, incorporação, cisão e fusão da companhia e aprovação de contratos entre a companhia e empresas do mesmo grupo;
- obrigatoriedade de realização de uma oferta de compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação neste Nível;
- adesão à Câmara de Arbitragem para resolução de conflitos societários.

(iii) Novo Mercado (NM)

Para a classificação como Companhia do Novo Mercado, além da aceitação das obrigações contidas no Nível 1 e no Nível 2, a empresa e seus controladores adotam um conjunto bem mais amplo de práticas de governança e de direitos adicionais para os acionistas minoritários. Resumidamente, os critérios de listagem de Companhias do Novo Mercado são:

- Extensão para todos os acionistas das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia (*Tag Along*);
- Introdução de melhorias nas informações prestadas trimestralmente, entre as quais a exigência de consolidação e de revisão especial.

Se for considerado que o setor de energia elétrica brasileiro já é um setor consolidado na Bolsa de Valores de São Paulo, onde as principais empresas do setor já possuíam suas ações listadas na Bolsa antes do *boom* de abertura de capital ocorrido em 2004, onde a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) recomenda que as empresas que venham a abrir capital na bolsa, contemplem algum dos níveis de Governança Corporativa, o setor elétrico é modelo para os demais setores da bolsa.

Das 15 companhias em estudo nesse trabalho, 4 empresas integram o Novo Mercado, 4 empresas estão listadas no Nível 2, 4 empresas contemplam práticas de GC de acordo com as recomendações do Nível 1 e apenas 3 empresas não fazem parte de nenhum nível de GC (BOVESPA, 2007), conforme tabela a seguir.

NOVO MERCADO	NÍVEL 2	NÍVEL 1	NÍVEL 0
CPFL ENERGIA	CELESC	CEMIG	AES TIETÊ
ENERGIAS BRASIL	ELETROPAULO	CESP	COELCE
TRACTEBEL	EQUATORIAL	ELETROBRÁS	COPEL
LIGHT	TERNA	TRANSM. PAULISTA	

Tabela 1: Divisão entre os níveis de GC das empresas do setor elétrico brasileiro

Fonte: Elaborado pelo autor.

2.7.4 Novas regras para Fundos de Pensão

Os fundos de pensão, assim como os investidores estrangeiros, é um nicho do mercado financeiro que atua como um dos principais *players* desse mercado. Por isso, as empresas necessitam dar atenção especial a esse tipo de investidor. Os limites de investimento para os fundos de pensão, segundo a resolução 3.121 de 2003 do Conselho Monetário Nacional (CMN), permite a essa classe de investidor alocar uma parte maior das suas carteiras

em empresas participantes dos níveis diferenciados de governança da BOVESPA (ANDRADE; ROSSETTI, 2006).

A medida é importante por permitir aos fundos investirem uma proporção maior das suas carteiras em empresas de boa governança, atraindo uma visibilidade maior por parte das empresas que integram os níveis de GC da BOVESPA (SILVEIRA, 2004).

2.7.5 Incentivos do BNDES

O programa de incentivo à Adoção de práticas de GC do Banco Nacional de Desenvolvimento (BNDES) lançado em 2002 visa a fomentar a adoção de melhores práticas de governança no Brasil, oferecendo condições diferenciadas às empresas que aderirem aos pacotes do programa (SILVEIRA, 2004).

Entre os benefícios para empresas que aderirem ao programa incluem a redução na taxa de juros, o aumento do nível de participação do banco e o alongamento do prazo de financiamento (SILVEIRA, 2004).

Se o banco fornecer recursos de longo prazo sem exigir que as empresas adotem melhores práticas de governança corporativa, as mesmas terão poucos incentivos para mudarem seus modelos de GC e acessarem o mercado de capitais. Por outro lado, se o banco passar a exigir contrapartidas na forma de melhores práticas de governança para liberação de recursos, pode ser um propulsor do movimento em torno do tema (ELETROBRÁS, 1999).

Empresas como ELETROBRAS e CEMIG já se beneficiaram publicamente dos incentivos do BNDES em 2006. Em função das práticas de GC, a CEMIG e a ELETROBRÁS receberam investimento para participação em leilão da Usina Santo Antonio. A COPEL, outra empresa participante do consórcio que estava na disputa pela usina, não recebeu nenhum auxílio financeiro do BNDES. Publicamente o BNDES afirmou que não foi repassado fontes de financiamento à COPEL, pois a empresa paranaense não integrava nenhum nível de GC da BOVESPA (ONISHI, 2007).

2.7.6 Plano Diretor do Mercado de Capitais

O plano diretor do mercado de capitais aprovado em 2002 possui uma série de ações específicas destinadas a fomentar melhores práticas de governança, como o estabelecimento de normas e regulamentos para bancos oficiais favorecerem empréstimos para empresas com padrões de GC (SILVEIRA, 2004).

O plano diretor recomenda aos analistas financeiros para incorporarem a análise de GC em suas recomendações de investimento e o estímulo para as empresas desenvolverem seus próprios códigos de governança corporativa. (SILVEIRA, 2004).

Foi constatado que as recomendações do Plano Diretor aos analistas do mercado financeiro em relação à GC ainda não é seguido conforme orientação. Como exemplo disso, foi identificada uma falta de relação à “cobertura de análise” pelas instituições financeiras (bancos e corretoras) e os níveis de GC para todos os setores negociados na bolsa (ECONOMÁTICA, 2008).

No caso específico do setor elétrico, essa falta de relação não é diferente. Por exemplo, das 4 empresas integrantes do Novo Mercado da BOVESPA, na média, são feitas coberturas e análises por 16 instituições financeiras com carta patente (autorizadas para emissão de parecer e para negociação de títulos das companhias listadas) na BOVESPA. Já para o Nível 2, das 4 empresas integrantes, na média, 9 instituições financeiras fazem a cobertura das empresas listadas nesse nível. Já para o Nível 1, são 17 as instituições financeiras que cobrem as 4 empresas do setor listado nesse nível na média. E por último, das 3 empresas que não integram nenhum nível de GC, na média, 14 instituições financeiras fazem a cobertura das ações dessas empresas (ECONOMÁTICA, 2008). Ou seja, ainda existe uma incoerência entre a recomendação do plano diretor e o que está sendo feito pelas instituições do mercado financeiro.

2.7.7 Recomendações da CVM

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) possui missão e objetivos relacionados com o desenvolvimento, a regulação e a fiscalização do mercado de capitais. Em 2002, a CVM lançou uma cartilha com as principais recomendações centradas em questões como

assembléias, estruturas acionárias, proteção a minoritários, conselho de administração, conselho fiscal, auditoria independente, dando uma clara sinalização do reconhecimento desse órgão regulador quanto os benefícios que a boa GC pode trazer para o desenvolvimento do mercado de capitais e para o crescimento econômico do país, via expansão da poupança interna e externa aplicada na capitalização das empresas (ANDRADE; ROSSETTI, 2006).

O setor elétrico, em termos de GC, a partir da revisão de literatura das práticas e recomendações brasileiras como: a Lei das S/A, Novo Mercado da BOVESPA, Incentivos do BNDES, Plano Diretor do Mercado de Capitais e Novas Regras para os Fundos de Pensão mostra sinais de que está bem posicionado e consolidado frente aos outros setores. Resta identificar se as práticas realizadas estão de acordo com o que é desejado pelos acionistas e se são suficientes e relevantes a ponto de ganhar destaque para a tomada de decisão de investimentos, o que é o objetivo deste trabalho.

3 SETOR ELÉTRICO BRASILEIRO

A importância da oferta de energia elétrica para o crescimento econômico brasileiro requer atenção especial aos problemas vividos por este setor de infra-estrutura (GOMES *et al.*, 2006). O marco inicial do setor elétrico brasileiro ocorre em 1879, quando foi inaugurado no Rio de Janeiro, o serviço permanente de iluminação elétrica interna da Ferrovia Dom Pedro II (GOMES *et al.*, 2006). A população brasileira cresceu de 17 milhões de habitantes para 31 milhões entre 1900 e 1920. O aumento populacional pressionou a demanda por serviços urbanos e fez surgir um mercado interno que justificava o fornecimento de energia (GOMES *et al.*, 2006).

A crise de 29 deixou claro o esgotamento do modelo agroexportador vigente até então no Brasil e a urgência de redefinir o papel do Estado no processo de industrialização (GOMES *et al.*, 2006). O primeiro código de regulamentação do setor elétrico ocorreu em Julho de 1934, onde materializava o projeto estatal e intervencionista no setor de energia elétrica (GOMES *et al.*, 2006).

A Light, primeira e maior companhia brasileira da época, já começava centrar suas críticas na questão tarifária. O modelo brasileiro já nasceu com uma disparidade entre a oferta e a demanda de energia (GOMES *et al.*, 2006). Em 1946, o governo federal apresentou um programa de concentração de investimentos em usinas elétricas de pequeno e médio porte para tentar solucionar a demanda por eletricidade. Cabendo ao Estado, o papel de coordenador (GOMES *et al.*, 2006).

A década de 50 pode ser considerada um momento de mudanças na industrialização brasileira. Desse modo, o novo estágio dependia de mudanças estruturais que viabilizassem a implantação da indústria pesada, da indústria de bens de capital e de bens de consumo. Pela primeira vez foi negociado aportes de capitais estrangeiros para financiamentos de projetos no setor de energia elétrica no Brasil (GOMES *et al.*, 2006).

No início da década de 60, o projeto de desenvolvimento do setor elétrico sob o comando da empresa pública, cria a maior parte das companhias estaduais de energia elétrica e de geradoras federais, como a Central Elétrica de Furnas no estado de Minas Gerais (GOMES *et al.*, 2006). Entre 1952 e 1962, foram aprovadas 141 operações de crédito para projetos no setor elétrico. Em 1962, o desenho do setor é novamente alterado com a criação das Centrais Elétricas do Brasil (ELETROBRÁS) (GOMES *et al.*, 2006).

No final da década de 60, ocorre um novo ciclo de expansão da economia brasileira. O governo militar retoma fortemente os investimentos do governo e das empresas estatais em obras de infra-estrutura capazes de manter o bom atendimento da demanda por energia. Cada concessionária possuía certa liberdade para negociação de suas tarifas (GOMES *et al.*, 2006).

Em 1974, o governo federal instituiu a equalização tarifária buscando estabelecer tarifas iguais em todo o território nacional, gerando muito desconforto entre as diversas concessionárias estaduais (GOMES *et al.*, 2006). A partir de 1979, o apoio do Banco Nacional do Desenvolvimento (BNDES) e a entrada de capital privado foram responsáveis pela continuidade do bom serviço de distribuição e geração de energia elétrica. O modelo estatal elétrico, no início da década de 80, começava dar sinais de enfraquecimento (GOMES *et al.*, 2006).

O sistema BNDES continuava dando seu apoio a projetos das empresas públicas e privadas de energia elétrica. Na década de 80 foram financiados pelo governo diversas usinas hidrelétricas. Nessa época houve problemas técnicos na construção dessas usinas que resultou em problemas de fornecimento de energia, uma vez que a capacidade instalada para geração de energia sempre operava com ociosidade (GOMES *et al.*, 2006).

O fornecimento de energia só não ficou mais comprometido no início da década de 90, pois ocorreu um ciclo hidrológico amplamente favorável (GOMES *et al.*, 2006). A situação de falência do modelo de financiamento estatal gerou debates na tentativa de superar a crise e eliminar os problemas institucionais. Os resultados desses debates foram a aprovação de modificações nas regras de funcionamento do setor em Março de 1993 (GOMES *et al.*, 2006).

O marco regulatório de 1993 em conjunto com o Plano Nacional de Desestatização (PND), desverticaliza a cadeia produtiva do setor elétrico separando as atividades de geração, transmissão, comercialização e distribuição, tal como é atualmente (GOMES *et al.*, 2006).

As empresas do setor sofrem em função das regulamentações, com o desenho do setor e também pela intervenção do Estado. Desde a década de 30 existe um conflito entre os interesses do governo, que regulamenta e fiscaliza o setor, e as empresas que ofertam energia no mercado livre (GOMES *et al.*, 2006). Em 1995, sem marcos regulatórios que garantissem alguma condição de qualidade na prestação do serviço, as empresas estatais começam a ser vendidas para grupos privados. Os marcos regulatórios referentes ao processo de privatização só entram em vigor em 1997 (GOMES *et al.*, 2006), conforme apresentado na seção 3.1.

As práticas de governança corporativa, em um setor tão complexo e regulamentado, podem ser mais importantes como vantagem competitiva do que em setores tradicionais, onde a iniciativa privada é dominante (ELETROBRÁS, 1999). A necessidade do serviço como bem

público, justifica a regulamentação e a intervenção do Estado. Mesmo assim a partir de 1997, o setor começa a ganhar um novo desenho baseado no que vinha se aplicando no resto do mundo. As privatizações ocorridas em 1997 não foram suficientes para garantir uma prestação de serviço de qualidade por parte das empresas (PIRES, 2000).

Um bom exemplo sobre a má administração e má gestão dos serviços que evidencia a crise de oferta de energia foi o evento do racionamento ocorrido em 2001 (ARAÚJO, 2001). As empresas começaram a ser fiscalizadas pelas agências reguladoras e pelo próprio Ministério de Minas e Energia, forçando tais companhias a adotarem diversas práticas de boa gestão, incluindo políticas de GC. As causas e a condução desse programa também são apresentadas nesse capítulo.

Os marcos regulatórios posteriores ao racionamento, através da Lei 10.848 de 2004 que alterou o desenho do setor, retirando boa parte da viabilidade e da competitividade das empresas do setor, também serão apresentados nesse Capítulo 3, assim como as diversas instituições públicas que regem, regulamentam e fiscalizam o setor.

Em razão da crise fiscal que se abateu sobre o Estado brasileiro no final dos anos 80 e esgotou as possibilidades do modelo vigente, caracterizado pelo controle estatal, as necessidades de expansão da oferta passaram a ser postergadas, elevando os riscos de déficit de energia e ocasionando deterioração na qualidade dos serviços. A dimensão do problema do setor elétrico pode ser obtida com a comparação das necessidades de expansão da capacidade instalada de geração do país e com o nível de investimentos realizados nos últimos anos (ELETROBRÁS, 1999).

Para o período 1999/2008 estava previsto o crescimento da capacidade instalada de 61.300 MW para 104.600 MW, criando uma necessidade de novos projetos de oferta de geração de energia da ordem de 4.330 MW por ano, e exigindo, nos primeiros cinco anos, investimentos totais da ordem de R\$ 8,5 bilhões por ano (ELETROBRÁS, 1999). No entanto, o ritmo de aumento da capacidade de geração de energia vem reduzindo-se gradualmente ao longo das décadas por falta de investimentos na área e em detrimento de estudos para geração de energia através de fontes alternativas que ainda não estão consolidadas (ELETROBRÁS, 1999).

Em virtude da impossibilidade das empresas estatais sustentarem os investimentos necessários, o setor de energia elétrica brasileiro vem sendo alvo de um processo de reformas, desde meados dos anos 90, ainda não concluídos, em razão de uma série de dificuldades políticas e institucionais, com ênfase na entrada da iniciativa privada e privatização dos ativos existentes (OLIVEIRA, 1999).

Essas mudanças vêm sendo inspiradas na experiência internacional, marcada por políticas regulatórias. A especificidade do caso brasileiro e dos países em desenvolvimento é que, além de objetivarem reduzir os custos de produção, aumentar a eficiência energética e encontrar alternativas para a mitigação dos riscos ambientais, as reformas do setor elétrico têm que encontrar rápidas respostas para as necessidades de expansão dos sistemas elétricos (PINHEIRO, 1999).

A Seção 1 do presente capítulo trata do processo de privatização iniciado em 1997. Da seção 2 a 5 são apresentados os principais órgãos reguladores do Estado, as instituições e as agências que regulamentam e fiscalizam o setor. A Seção 6 evidencia a experiência brasileira do racionamento de energia ocorrido em 2001, assim como suas causas, suas lições e conseqüências. E por último, a Seção 7 trata sobre o Novo Marco Regulatório de 2004 que modificou as regras de comercialização, distribuição, geração e transmissão do setor de energia elétrica.

3.1 MARCO REGULATÓRIO DE 1997

O processo de privatização do setor elétrico foi iniciado com a venda da Ecelsa em julho de 1995 e em maio de 1996 com a venda da Light. Essas privatizações ocorreram sem que uma regulamentação de regras setoriais tivesse sido previamente elaborada. Apenas em agosto de 1996 este trabalho foi iniciado, sendo contratada pelo Estado uma agência de consultoria internacional para sugerir um modelo compatível com a privatização desejada pelo governo brasileiro (LONGO; BERMANN, 2003).

Desde 1997 o governo brasileiro vem implementando a reforma do setor elétrico através de medidas provisórias, reeditadas sucessivamente, que vem sendo consideradas e acrescentadas novas sugestões, oferecidas por outros consultores na área (LONGO; BERMANN, 2003). As regras setoriais estabelecem mecanismos de regulação técnico-econômicas; entretanto, o setor se ressentido do fato do processo de privatização ter sido iniciado de forma paralela ao novo modelo e que o estabelecimento das novas regras não foram suficientemente discutidas (OLIVEIRA, 1999).

O Ministério de Minas e Energia (MME) e a ELETROBRÁS escolheram em 1996 um Consórcio de empresas para atribuir a tarefa de desenvolver estudos e propor uma reforma para o setor elétrico brasileiro; sendo conhecido como: “Projeto de Reestruturação do Setor

Elétrico Brasileiro–RESEB”. O objetivo inicial era permitir ao governo brasileiro concentrar-se mais em suas funções políticas e de regulamentação do setor elétrico, possibilitando a transferência da responsabilidade sobre a operação e realização de novos investimentos para o setor privado (PIRES, 2000). O Relatório Consolidado foi elaborado entre agosto de 1996 e abril de 1997, tendo sido divulgado somente em junho de 1997 com a formulação das principais diretrizes a serem adotadas pelo governo brasileiro e com alterações nas principais áreas de energia (geração, transmissão e distribuição) (LONGO; BERMANN, 2003).

Os processos de privatização do setor elétrico já estavam ocorrendo na Europa desde meados da década de 80 e nos Estados Unidos no início da década de 90. No caso brasileiro, as privatizações acompanharam uma tendência global e foram motivadas pela falência do Estado brasileiro (ABREU, 1999).

Os moldes que foram realizados, criticados até hoje em função de medidas provisórias contínuas, pouco teve de influência na competitividade empresarial e mesmo com as políticas de GC começando a ganhar atenção de acadêmicos do mundo empresarial no final da década de 90, o modelo de privatização brasileiro não vislumbrou essas práticas (ABREU, 1999).

As privatizações foram realizadas através de leilões, onde os requisitos eram apenas o preço de compra. As habilitações das empresas para participação dos leilões, feitas pelo Estado, considerava a expertise da empresa candidata e uma superficial intenção de garantias de otimização dos serviços prestados (LONGO; BERMANN, 2003). Ficando aquém de qualquer instrumento de GC, como as práticas apresentadas no capítulo anterior.

3.2 MINISTÉRIO DE MINAS E ENERGIA (MME)

O Ministério de Minas e Energia (MME) foi criado em 1960 pela Lei nº 3.782, de 22 de julho de 1960. Anteriormente, os assuntos de minas e energia eram de competência do Ministério de Agricultura (MME, 2008).

Em 6 de agosto de 1997, a Lei nº 9.478 criou o Conselho Nacional de Política Energética (CNPE), vinculado à Presidência da República e presidido pelo Ministro de Minas e Energia, com a atribuição de propor ao Presidente da República políticas nacionais e medidas para o setor (MME, 2008).

Em 2003, a Lei nº 10.683/2003 definiu como competências do MME as áreas de geologia, recursos minerais e energéticos, além do aproveitamento da energia hidráulica e hidrelétrica e nuclear. A estrutura do Ministério foi regulamentada pelo decreto nº 5.267, de 9 de dezembro de 2004, que criou as secretarias de Planejamento e Desenvolvimento Energético; de Energia Elétrica; de Petróleo, Gás Natural e Combustíveis Renováveis; e Geologia (MME, 2008).

Em 15 de março de 2004, por meio da Lei nº 10.847, foi autorizada a criação da Empresa de Pesquisa Energética (EPE). Vinculada ao Ministério de Minas e Energia, a EPE tem por finalidade prestar serviços na área de estudos e pesquisas destinadas a subsidiar o planejamento do setor energético (MME, 2008). Entre as autarquias vinculadas ao Ministério estão as agências nacionais de Energia Elétrica (ANEEL), a Câmara de Comercialização de Energia Elétrica (CCEE) e o Operador Nacional do Sistema (ONS) (MME, 2008).

Pela parte que envolve as empresas do setor, o Ministério de Minas e Energia define estratégias e diretrizes como a necessidade de licitações e privatizações, seja de energia comercializada ou de privatização de algum sistema que o próprio ministério não julgue mais adequado manter o controle (ABREU, 1999). Essas definições são importantes para definição das estratégias das companhias.

A GC recebeu relevância do ministério apenas em fevereiro de 2008, quando pela primeira vez em um leilão de uma usina, o Ministério estabeleceu a obrigatoriedade de constituição de Sociedade de Propósito Específico – SPE com limite de participação acionária direta de fornecedores e construtores, bem como critérios mínimos de governança compatíveis com o Novo Mercado da BOVESPA.

Pela primeira vez, o Ministério de Minas e Energia privilegiava para o leilão empresas com critérios de governança corporativa. Essas informações foram divulgadas na Portaria nº 36 de 13.02.2008 no Diário Oficial da União e a energia em questão era proveniente da Usina Hidrelétrica de Jirau.

Sem definições de que esses requisitos se transformem em pré-condições de futuras habilitações em leilões, a sinalização do ministério, mesmo que tardia, ratifica a importância da GC pela ótica do Estado.

3.3 AGÊNCIA NACIONAL DE ENERGIA ELÉTRICA (ANEEL)

A Agência Nacional de Energia Elétrica (ANEEL) foi criada pela Lei Nº 9.427 de 1996. Essa autarquia é vinculada ao Ministério de Minas e Energia e tem como atribuições regular e fiscalizar a geração, a transmissão, a distribuição e a comercialização da energia elétrica (ANEEL, 2008). Cabe a ANEEL também mediar os conflitos de interesses entre os agentes do setor elétrico e entre estes e os consumidores. Além de conceder, permitir e autorizar instalações e serviços de energia e garantir tarifas justas, zelando pela qualidade do serviço (OLIVEIRA, 1999). A ANEEL possui liberdade para exigir investimentos às empresas quando julgar necessário. Estimular a competição entre os operadores e assegurar a universalização dos serviços também são funções da agência (ANEEL, 2008).

Os maiores destaques sobre a influência das práticas de GC nas estratégias e operações da ANEEL, dizem respeito: (i) aos conflitos de interesse entre os *stakeholders*, onde a ANEEL opera como “juiz de valor”; (ii) novas metodologias de cronogramas de revisão tarifárias às empresas do setor elétrico, no qual os níveis de GC servem como balizadores para agendamento das revisões tarifárias desde 2006 (Nota Técnica nº 262/2006). Ou seja, quanto melhor o nível de governança corporativa, com base nos critérios da BOVESPA, mais rápida ocorre a revisão tarifária, quando não compromete a política monetária no controle da inflação, e por último; (iii) o tratamento regulatório para perdas não técnicas de energia elétrica, a ANEEL privilegia abertamente as empresas com melhores níveis de GC (Nota Técnica nº 348 / 2007), onde as multas e penalizações para não utilização da energia gerada é inversamente relacionada com os níveis de governança corporativa (ANEEL, 2008).

A relevância da GC, segundo a ANEEL é representada nos três pontos apresentados. O primeiro possui impacto em todas as empresas do setor. O segundo ponto, que trata das tarifas possui influência nas empresas de distribuição. E o terceiro ponto que trata sobre perdas de energia, possui impacto direto nas empresas geradoras. A ANEEL procura com essas medidas, difundir a GC entre todas as empresas de energia elétrica.

3.4 CÂMARA DE COMERCIALIZAÇÃO DE ENERGIA ELÉTRICA (CCEE)

A Câmara de Comercialização de Energia Elétrica (CCEE) foi criada pela lei 10.848 de 15 de março de 2004 e regulamentada pelo Decreto Nº 5.177, de 12 de agosto de 2004. Pessoa jurídica de direito privado sem fins lucrativos e sob regulação e fiscalização da Agência Nacional de Energia Elétrica (ANEEL), a CCEE tem por finalidade viabilizar a comercialização de energia elétrica no Sistema Interligado Nacional (SIN). A CCEE sucedeu ao Mercado Atacadista de Energia Elétrica (MAE), criado pela Lei nº 10.433 de 24 de abril de 2002 (ANEEL, 2008).

Dentre as principais atribuições da CCEE, pode-se destacar: (i) Promoção de leilões de compra e venda de energia elétrica, (ii) Manutenção de todos os Contratos de Comercialização de Energia no Ambiente Regulado; (iii) Manter o registro dos montantes de potência e energia objeto de contratos celebrados; (iv) Promover a medição e o registro de dados relativos às operações de compra e venda e outros dados inerentes aos serviços de energia elétrica; (v) Apurar o Preço de Liquidação do mercado de curto prazo e (vi) Efetuar a contabilização dos montantes de energia elétrica comercializados e a liquidação financeira dos valores decorrentes das operações de compra e venda de energia elétrica realizadas no mercado de curto prazo (ANEEL, 2008).

Como a CCEE é uma autarquia mais recente, em comparação com a ANEEL, e com o Operador Nacional do Sistema (ONS), a própria autarquia nas bases de sua criação e no início de sua vigência já nasceu com bases em práticas de GC, semelhantes às utilizadas pelas empresas do setor.

As notas técnicas definidas a partir dos Diários Oficiais da União com as propostas dos modelos de leilões, que substituíram o Mercado Atacadista desde 2004, contemplam, em pelo menos um parágrafo, as condições e requisitos exigidos com relação aos níveis de GC proposto pela BOVESPA (ANEEL, 2008).

Como critério, a CCEE definiu que a energia comercializada não pode retroceder em termos de níveis de GC. Por exemplo, se a energia comercializada no mercado atacadista é proveniente de uma empresa de Nível 2, são candidatas habilitadas a compra de tal energia, apenas empresas do Nível 2 e do Novo Mercado. Empresas que não integram nenhum nível de governança corporativa da BOVESPA e empresas do Nível 1, estão automaticamente inabilitadas para participação dessa comercialização.

3.5 OPERADOR NACIONAL DO SISTEMA ELÉTRICO (ONS)

O Operador Nacional do Sistema Elétrico (ONS) foi criado em 1998, com a finalidade de operar o Sistema Interligado Nacional e administrar a rede básica de transmissão de energia em nosso país (ONS, 2008).

A sua missão institucional é assegurar aos usuários a continuidade, a qualidade e a economicidade do suprimento de energia elétrica. De acordo com a lei 10.484/04, também são atribuições do ONS: (i) propor ao Poder Concedente as ampliações das instalações da rede básica, bem como os reforços dos sistemas existentes a serem considerados no planejamento da expansão dos sistemas de transmissão e (ii) propor regras para a operação das instalações de transmissão da rede básica a serem aprovadas pela ANEEL (ONS, 2008).

Com relação à GC, o ONS trabalha em parceria com a sociedade e com as diversas empresas do setor. A priorização da prestação e da qualidade do serviço é o que o ONS pretende assegurar.

Para as empresas geradoras, o ONS busca o uso otimizado de seus recursos na geração de energia. Para as empresas transmissoras, a administração e a remuneração às empresas pelo serviço de transmissão de energia. Para as empresas distribuidoras, a garantia da qualidade e continuidade da energia que lhes é entregue. Para os consumidores livres, condições técnicas para livre escolha de seus fornecedores. Para a sociedade, assegurar energia elétrica, econômica, contínua e segura. (ONS, 2008).

3.6 O RACIONAMENTO DE ENERGIA DE 2001

O Brasil atravessa um momento no qual o debate sobre o futuro do setor de energia elétrica é intenso (ONISHI, 2007). Um dos motivos é o fato do país ter acabado de superar uma crise energética importante, que castigou os estados das Regiões Sudeste e Nordeste e despertou profunda reflexão a respeito dos rumos desse setor (PIRES; GAMBIAGI; SALES, 2002).

Em termos gerais, as raízes da crise de oferta de energia estão inter-relacionadas com quatro motivos principais: (i) esgotamento do modelo estatal, responsável pela expansão do setor desde os anos 1960; (ii) falhas no planejamento da transição do modelo estatal para o

modelo privado; (iii) problemas contratuais e regulatórios; e (iv) falta de coordenação entre os órgãos governamentais (ARAÚJO, 2001).

Diante do cenário de escassez que se observava, o governo federal decidiu criar, em maio de 2001, a Câmara de Gestão da Crise de Energia Elétrica (GCE) que teve o objetivo de propor e implementar medidas para solucionar a crise do setor no curto prazo e criar as condições para o desenvolvimento sustentado do setor elétrico brasileiro no futuro (PIRES; GAMBIAGI; SALES, 2002).

Em maio de 2001, cálculos do ONS indicavam a necessidade de redução imediata de 20% do consumo de energia elétrica no País como única forma de impedir o completo esvaziamento dos reservatórios e de assegurar a passagem pelo grave período de estiagem (SAUER, 2002).

O governo estava diante de duas alternativas. A primeira seria a imposição de um racionamento por cortes de cargas gerais, setoriais ou regionais. A segunda, que foi implementada, foi menos traumática, pois atribuiu aos consumidores de energia a tarefa de reduzir seu consumo segundo critérios próprios (PIRES; GAMBIAGI; SALES, 2002).

O programa de racionamento foi “autogerido”. Cada consumidor teve direito de decidir quando e como cumpriria suas metas de redução do consumo. As metas foram também flexíveis, como forma de, em primeiro lugar, proteger o pequeno consumidor, e, em segundo lugar, atenuar a crise no setor produtivo, para que a produção e o emprego não fossem prejudicados além do estritamente necessário (ARAÚJO, 2001).

As metas de redução de consumo foram baseadas no consumo individual para os meses de maio, junho e julho do ano anterior (2000). Para estimular o atendimento das metas, a GCE estabeleceu um regime de “sobretarifa”, para aqueles que ultrapassassem suas metas, e de bônus, para aqueles que economizassem mais (PIRES; GAMBIAGI; SALES, 2002).

O programa de racionamento foi bem-sucedido. Não obstante, a taxa de crescimento da economia foi comprometida, pois o PIB do país cresceu 1,5% no ano de 2001. No dia 28 de fevereiro de 2002, por sugestão do ONS, foi encerrado o racionamento (PIRES; GAMBIAGI; SALES, 2002).

O programa de redução da demanda, promovido entre maio de 2001 e fevereiro de 2002, permitiu a recuperação dos reservatórios em níveis adequados, de forma que o racionamento de energia foi abolido a partir de março de 2002 com base em critérios de segurança de que o setor não enfrentaria o mesmo problema nos próximos dois anos, mesmo que os cenários hidrológicos fossem os piores das séries históricas disponíveis (SAUER, 2002).

Em junho de 2001, a GCE criou o Comitê de Revitalização do modelo do setor elétrico, com a missão de encaminhar propostas para corrigir as disfuncionalidades e propor aperfeiçoamentos para o modelo (PIRES; GAMBIAGI; SALES, 2002).

Com essa missão, o comitê teve o objetivo de promover a retomada dos investimentos privados, a implementação da competição plena no setor, a normalização do funcionamento do mercado e a garantia de oferta confiável de energia, com atenuação dos impactos tarifários.

O governo procurou adotar um conjunto de medidas que permitissem ao modelo do setor elétrico recuperar os níveis de investimentos necessários para a expansão de oferta compatível com as necessidades do país, em bases competitivas, e tendo como suporte o investimento privado.

As reformas institucionais requerem constante aprendizado e aperfeiçoamento, o Brasil vem se beneficiando e poderá se beneficiar ainda mais em função das lições do racionamento vivido pelo país em 2001. Dentre os problemas contratuais e regulatórios, pode-se destacar a falta de um planejamento de longo prazo com os pilares na GC fundamentado como causas do racionamento.

Os processos de privatização de 1997 foram feitos sem atentar para práticas de boa gestão. Não houve discussões sobre as intenções das companhias compradoras (parte explicada pela falência do Estado e parte explicada pela pressa em vender as companhias, para aproveitar o aquecimento da economia mundial do final da década de 90) (PIRES, 2000).

Estas práticas motivaram o racionamento de energia em 2001, que possui suas causas na falta de planejamento, oriundo de um modelo de privatização, editado a partir de medidas provisórias feitas de acordo com a necessidade do Estado. Obviamente que a privatização do setor elétrico trouxe diversos benefícios à sociedade, porém o agente principal e o grande beneficiador foi o Estado (SAUER, 2002).

Cenário diferente poderia ter sido traçado no passado caso as políticas e práticas de GC tivessem ganhado destaque no marco regulatório de 1997. Já em 2004, o novo marco regulatório do setor elétrico, tenta corrigir tais falhas.

3.7 NOVO MARCO REGULATÓRIO – LEI 10.848/2004

A lei 10.848 de 15 de março de 2004 teve impacto direto nas empresas do setor e nos consumidores de energia elétrica em geral, alterando basicamente as principais regras no qual

o setor vinha operando. Regras de comercialização, de distribuição e de geração foram alteradas (ONISHI, 2007).

A proposta foi aprovada pelo Congresso Nacional e editada pela então ministra de Minas e Energia, Dilma Rousseff. A nova lei despertou indignação na classe empresarial brasileira e também pelos acionistas das empresas do setor elétrico. O que era indagado na ocasião era a falta de viabilidade econômica que afetava geração de lucros às empresas do setor, prejudicando o retorno do investimento do acionista (MARTINS; CELESCUEKCI, 2004).

No que tange a parte da comercialização de energia, a nova lei alterou profundamente as regras até então existentes. A energia somente poderá ser contratada sob duas formas: de acordo com as regras do Ambiente de Contratação Regulada (ACR) ou de acordo com as regras do Ambiente de Contratação Livre (ACL) (MARTINS; CELESCUEKCI, 2004).

No ACR, comercializa-se a energia elétrica utilizada pelas companhias distribuidoras para atender a seus respectivos consumidores finais. As distribuidoras não podem adquirir energia elétrica fora do ACR. A venda de energia no ACR será realizada através de licitações promovidas pela ANEEL (que pode delegar essa função à Câmara de Comercialização de Energia Elétrica - CCEE) (MARTINS; CELESCUEKCI, 2004).

No ACL, comercializa-se a energia elétrica para atender aos consumidores livres, por intermédio de contratos bilaterais livremente negociados. Com isso, uma nova dificuldade ocorre para empresas que possuem sobras de energia que não podem comercializar diretamente sem o aval da ANEEL, que sempre baliza os preços da energia cedente (MARTINS; CELESCUEKCI, 2004).

Com relação à área de distribuição, a nova Lei 10.848/2004 promulga que as companhias distribuidoras deverão, obrigatoriamente, adquirir a totalidade de suas necessidades de energia elétrica através de: (i) contratos regulados, firmados no ACR, e (ii) contratos de compra e venda de energia proveniente de geração (MARTINS; CELESCUEKCI, 2004). As companhias distribuidoras deverão informar “o poder concedente” sobre a quantidade de energia necessária para atendimento de seu mercado futuro e estarão sujeitas às penalidades por eventuais desvios (DOU, 2004).

A nova lei também determina a desverticalização das companhias distribuidoras, que não mais poderão: (i) desenvolver atividades de geração e transmissão, (ii) vender energia para consumidores livres fora de sua área de concessão, (iii) participar em outras sociedades e (iv) praticar atividades estranhas ao objeto da concessão (DOU, 2004).

As companhias distribuidoras que não recolherem os encargos tarifários, nem efetuarem o pagamento devido sob os contratos regulados e contratos com Itaipu, perderão o direito à revisão tarifária e ao reajuste de seus níveis de tarifas (DOU, 2004).

Para as empresas geradoras, a Lei de 2004 afirma que as empresas geradoras podem vender energia tanto no ACR quanto no ACL. A venda no ACR será feita por licitações. Haverá licitações distintas para contratação de energia proveniente de: (i) empreendimentos de geração existentes e (ii) novos empreendimentos de geração (MARTINS; CELESCUEKCI, 2004).

As licitações de geração existente, (chamada “energia velha”) atenderão ao mercado presente das companhias distribuidoras. Os contratos terão duração de 3 a 15 anos, com entrega a partir do ano seguinte à licitação. A contratação será realizada em “quantidade de energia”, na qual os riscos hidrológicos serão assumidos pelos geradores (ONISHI, 2007).

As geradoras estatais poderão vender sua energia elétrica diretamente aos consumidores finais, e também, sob condições menos restritas que as impostas às geradoras privadas (MARTINS; CELESCUEKCI, 2004). Tanto as geradoras estatais quanto às privadas passam a editar os atuais contratos iniciais, bem como participar de leilões que vierem a ser promovidos por companhias distribuidoras, nesse último caso até a implementação do novo modelo (ONISHI, 2007).

Os riscos hidrológicos são assumidos pelo gerador ou pelas companhias distribuidoras, com repasse às tarifas dos consumidores finais. Em caso de racionamento de energia, os contratos de quantidade de energia terão seus volumes ajustados na mesma proporção da redução do consumo verificado (MARTINS; CELESCUEKCI, 2004).

Passado mais de dez anos dos processos de privatizações, as regras do setor sempre foram “costuradas” desde 1997, evidenciando falta de transparência com a sociedade. O país sofreu em 2001 com o racionamento de energia as mazelas dessa falta de planejamento. As lições retiradas do racionamento foram percebidas nas ações das empresas do setor e no comportamento da classe empresarial e da sociedade em geral que se sensibilizaram e foram as responsáveis pelo sucesso do Programa de racionamento de energia.

O Governo, por sua vez, identificou a necessidade de criar em 2004 um marco regulatório (a partir da Ministra Dilma Rousseff) com um caráter social, que altera as regras do setor prejudicando as empresas e seus acionistas, que ficam com o retorno do seu investimento afetado. As empresas do setor e inclusive o Governo admitem que, com a atual estrutura da matriz energética brasileira, o país corre o risco de um novo racionamento de energia a partir de 2010.

O novo marco regulatório de 2004 alterou os padrões operacionais em diversas áreas do setor (geração, comercialização, distribuição e transmissão), modificando a configuração da matriz elétrica brasileira e reduzindo as margens das empresas do setor, assim como o poder de negociação das mesmas. Uma vez que as margens das empresas são reduzidas, o retorno do investimento do acionista começa a ser prejudicado. O retorno do investimento do capital, como foi visto no capítulo 2 é o principal objetivo que a GC pode oferecer à esse grupo de *stakeholders*.

As áreas de atuação das empresas do setor (geração, distribuição e transmissão) e suas principais características são apresentadas nas seções seguintes.

3.8 EMPRESAS DE GERAÇÃO DE ENERGIA

Existem basicamente 4 formas de geração de energia no Brasil que são: (i) hidráulica, (ii) térmica, (iii) nuclear e (iv) eólica (ONS, 2008). A forma de mensuração da energia gerada é feita através do GWh (Gigawatt-hora) que equivale a 10^3 quilo-watt hora (KWh) ou MWh (Megawatt-hora) que equivale a 10^2 KWh (ONS, 2008). O quilowatt-hora (kWh) é a medida de energia usualmente utilizada em eletrotécnica. Um kWh é a quantidade de energia utilizada para alimentar uma carga com potência de 1.000 watt pelo período de uma hora. 1 kWh é equivalente a 3.600.000 joules.

A geração hidráulica é responsável por 90% da geração de energia brasileira (ANEEL, 2008). As fontes geradoras são as usinas hidrelétricas. Estima-se que atualmente o Brasil possua 1.429 usinas, das quais 1.035 estão em operação atualmente (ANEEL, 2008).

As capacidades de produção de energia de forma hidráulica no Brasil são provenientes das usinas hidrelétricas (ANEEL, 2008). As maiores usinas hidrelétricas brasileiras, com capacidade de produção superior a 3.000 MWh, segundo dados da ANEEL para 2007, são:

- (i) Usina Hidrelétrica de Itaipu - Rio Paraná – 14.000 MWh
- (ii) Usina Hidrelétrica de Tucuruí – Rio Tocantins – 7.960 MWh
- (iii) Usina Hidrelétrica de Belo Monte – Rio Xingu – 5.000 MWh
- (iv) Usina Hidrelétrica de Ilha Solteira – Rio Paraná – 3.444 MWh
- (v) Usina Hidrelétrica de Jirau – Rio Madeira – 3.300 MWh

- (vi) Usina Hidrelétrica de Xingó – Rio São Francisco – 3.162 MWh
- (vii) Usina Hidrelétrica de Santo Antonio – Rio Madeira – 3.058 MWh

As hidrelétricas com energia vendida através do novo marco regulatório possuem elevada previsibilidade de fluxo de caixa (contratos de venda de 30 anos), que se reduz para aquelas geradoras que venderam sua energia através de contratos bilaterais e que possuem prazo de vencimento inferior aos contratos inferior aos contratos de leilão de energia nova. A variabilidade do fluxo de caixa aumenta para as empresas que direcionam parte de sua energia a consumidores livres, visto que não existe nenhuma garantia de renovação nem de preço quando ocorre o vencimento dos contratos. Finalmente, empresas com usinas com vencimento da renovação do contrato de concessão no médio prazo têm maior risco em relação ao fluxo de caixa porque dependem de alterações regulatórias para manter os ativos sob seu controle (CLAUDIO, 2008).

Devido à escassez de oferta no médio prazo, o preço da energia tem apresentado uma tendência crescente. Recentemente, algumas empresas têm informado preços têm informado preços de venda com clientes livres em valores superiores a R\$ 135,00 por MWh. No entanto, a tendência de crescimento de médio prazo não pode ser extrapolada para o longo prazo, devido à entrada de nova capacidade e possibilidade de migração do cliente livre para o mercado cativo, e que os preços não serão uniformes para todas as distribuidoras, com preço superior para aquelas com estratégia mais clara em relação ao direcionamento de sua energia no futuro (CLAUDIO, 2008).

No presente trabalho, 4 empresas são unicamente de geração de energia: AES Tietê, Companhia Energética de São Paulo (CESP), Centrais Elétricas Brasileiras (ELETROBRÁS) e Tractebel Energia.

As empresas que possuem como atividade mais de um serviço, seja de geração, distribuição e /ou transmissão são chamadas de “empresas integradas”. Dentre as empresas integradas que foram objetos de estudo nesse trabalho e que desenvolvem atividades de geração de energia, pode-se citar 5: Companhia Energética de Minas Gerais (CEMIG), Companhia Paranaense de Energia (COPEL), CPFL Energia, Energias do Brasil e Light.

3.9 EMPRESAS DE DISTRIBUIÇÃO DE ENERGIA

A distribuição de energia é um serviço garantido e fiscalizado pela Agência Nacional de Energia Elétrica (ANEEL). Quando a ANEEL foi criada cada consumidor brasileiro ficava sem energia elétrica, em média, 21 vezes por ano, num total de quase 26 horas. Hoje, esses números caíram para 14,8 interrupções, num total de 18 horas. A queda revela o êxito da orientação aos agentes do setor para garantir a segurança da energia fornecida, dentro do propósito fiscalizador, mais preventivo que punitivo (ANEEL, 2008).

Incentivar a melhoria da prestação dos serviços de energia elétrica é parte da missão da ANEEL. Fazer isso a partir da visão e satisfação do consumidor residencial é um compromisso da agência, que desde 2002 premia às melhores concessionárias avaliadas por seus consumidores (ANEEL, 2008). O Prêmio “Índice ANEEL de Satisfação do Consumidor – IASC” é disputado por 64 concorrentes, agrupadas por critérios regionais e número de consumidores. As concessionárias melhor avaliadas em cada categoria receberão, além do troféu, o Selo IASC – marca que poderá ser utilizada nas contas de luz e material institucional da empresa (ANEEL, 2008). Um diferencial para estimular o setor a melhorar os serviços prestados ao consumidor residencial e indiretamente a ANEEL contribui para que as empresas de distribuição possuam deveres a cumprir, semelhantes às boas práticas de GC.

A maturidade das empresas de distribuição pode ser percebida uma vez que as notas de avaliação dos consumidores vêm atingindo patamares maiores, ano a ano desde 2002 até 2007 (ANEEL, 2008).

As concessionárias de distribuição de energia questionam junto ao Ministério de Minas e Energia e à ANEEL, sobre os preços de tarifa aplicados à distribuição e a entrega de energia à sociedade. A ANEEL desenvolveu uma metodologia para determinação da taxa de retorno para concessionárias de distribuição (COUTINHO, 2006). Todavia, a metodologia apresenta várias inconsistências técnicas que fornece subsídios para aprimoramentos e questionamentos das próprias concessionárias (COUTINHO, 2006).

Propostas de novas metodologias devem ser repensadas, pois as distribuidoras de energia não vêm conseguindo operar a uma taxa de retorno viável do capital investido ao longo dos anos, penalizando assim seus acionistas (COUTINHO, 2006). Segundo Coutinho, um modelo alternativo deveria abordar uma discussão do modelo geral e de cada variável que o compõe, para que haja uma melhor estimativa da taxa de retorno adequada para a análise de investimentos em distribuição de energia elétrica no Brasil. Não existe interesse para que o

modelo alternativo proposto seja colocado em prática uma vez que o modelo atual precifica o serviço de uma maneira institucionalmente política e com pouca relevância técnica (COUTINHO, 2006).

Como forma de exemplificação de que a política de preços da distribuição de energia não é feita de forma técnica, como argumenta Coutinho (2006), outro estudo do mesmo ano ratifica tais informações. A política de preços no setor elétrico possui um viés cíclico (MOITA, 2006). Utilizando informações trimestrais das empresas e das políticas de preços aplicadas para as concessionárias e distribuidoras de energia no período de 1978 a 2004, em 35 países Moita (2006) percebe que existe uma relação inversa entre os preços das concessionárias e os anos de eleição.

Dentro do setor elétrico, as empresas de distribuição de energia são as que possuem maior relacionamento com os consumidores e com a sociedade em geral, por esse motivo, uma política de preços aplicados abaixo de um nível satisfatório da taxa interna de retorno, garante ao governo níveis de satisfação da sociedade mais altos (MOITA, 2006). O comportamento do governo procura maximizar o bem-estar social em um mercado regulado por ele próprio que objetiva suas decisões em prol das eleições (MOITA, 2006).

Em países onde existem agências de distribuição de eletricidade controladas pelo setor privado, a relação inversa entre preços de distribuição de energia e anos de eleição são menos sensíveis do que em países que não possuam tais agências, havendo assim um obstáculo para as decisões políticas sobre preços e tarifas de energia (MOITA, 2006). No Brasil, a agência é controlada pelo próprio Ministério de Minas e Energia que é controlado pelo Governo Federal, ou seja, existem evidências de que em anos de eleição, os reajustes dos preços e tarifas das distribuidoras são operados politicamente, sem viés técnico, havendo assim impactos negativos para as empresas de distribuição de energia.

Para o estudo em questão, dentro das empresas que compõe o IEE, 4 empresas são exclusivamente de distribuição de energia: Centrais Elétricas de Santa Catarina (CELESC), Companhia Elétrica do Ceará (COELCE), Equatorial Energia e Eletropaulo. 5 empresas integradas desempenham a atividade de distribuição de energia, são elas: Companhia Energética de Minas Gerais (CEMIG), Companhia Paranaense de Energia (COPEL), CPFL Energia, Energias do Brasil e Light.

3.10 EMPRESAS DE TRANSMISSÃO DE ENERGIA

Transmissão de energia elétrica é o processo de transportar energia entre dois pontos. O transporte é realizado por linhas de transmissão de alta potência, geralmente usando corrente alternada, que de uma forma mais simples conecta uma usina ao consumidor (ANEEL, 2008).

A produção de energia elétrica no Brasil é realizada por um sistema hidro térmico de grande porte, com ampla predominância hidrelétrica e múltiplos proprietários, sendo que 96,6% dessa produção integra o Sistema Interligado Nacional (SIN).

O SIN é um sistema de geração e transmissão de energia elétrica de grande porte, formado por empresas das regiões Sul, Sudeste, Centro-Oeste, Nordeste e parte da região Norte, responsável pelo atendimento de 98% do mercado brasileiro de energia elétrica (ONS, 2008). Apenas os Estados do Amazonas, Roraima, Acre, Amapá, Rondônia e parte do Pará ainda não fazem parte do SIN. Nesses Estados, o abastecimento é feito por pequenas usinas termelétricas ou por hidrelétricas situadas próximas às suas capitais (ONS, 2008). Já existe um compromisso informal do Ministério de Minas e Energia que o SIN atingirá 100% do mercado brasileiro em 2011 (CLAUDIO, 2008).

Em 2007, a capacidade instalada do SIN alcançou a potência total de 84.177 MW, dos quais 70.014 MW correspondem a usinas hidrelétricas (incluindo 7.000 MW referentes a 50,0% da capacidade instalada de Itaipu destinada ao mercado brasileiro) e 14.163 MW a usinas termelétricas e nucleares (ONS, 2008). Considerando o acréscimo de geração e a desativação de usinas térmicas emergenciais, a capacidade total instalada do SIN cresceu 2,5% em relação a 2006. A capacidade de produção total disponível totalizou 90.477 MW em 2005, em virtude da agregação de 2.192 MW de disponibilidade de importação da Argentina e 4.078 MW de Itaipu, contratados junto ao Paraguai (ONS, 2008).

Integram o SIN as instalações de transmissão de energia elétrica que utilizam o transporte dos grandes blocos de energia dos centros de produção até os centros de consumo. Essas instalações são: (i) linhas de transmissão, barramentos, transformadores de potência e equipamentos de subestação em tensão igual ou superior a 230 kV e (ii) transformadores de potência com tensão primária igual ou superior a 230 kV e tensões secundária e terciária inferiores a 230kV (ONS, 2008).

A remuneração dos sistemas de transmissão é definida pela ANEEL e o serviço é pago pela empresas de distribuição (ANEEL, 2008). A operação e administração das redes de

transmissão é atribuição do ONS que ainda tem a responsabilidade de gerenciar o despacho de energia elétrica das usinas em condições otimizadas, envolvendo o uso dos reservatórios das hidrelétricas e o combustível das termelétricas do sistema interligado nacional (ONS, 2008).

As tarifas de uso do sistema de transmissão são calculadas através de uma metodologia desenvolvida pela própria ANEEL, baseada na locação das redes de transmissão conforme preconizado em lei e são reajustadas anualmente (ONS, 2008)

Com o Marco Regulatório de 2004, que foi visto no Capítulo 3, foram introduzidos aperfeiçoamentos nas regras de tarifas de transmissão, que contemplava que as empresas de transmissão deveriam prestar seus serviços única e exclusivamente às empresas de distribuição e não mais para os consumidores livres, prejudicando assim a viabilidade econômica (CLAUDIO, 2008). Anteriormente ao Marco Regulatório de 2004, uma empresa de transmissão poderia instalar uma rede de transmissão em função da demanda um grande cliente final que detinha porte e demanda suficiente para ser atendido (CLAUDIO, 2008).

Na atualidade, 40 concessionárias integram o sistema de transmissão brasileiro, sendo 17 delas empresas privadas. O setor de transmissão é concentrado, principalmente no que diz respeito à participação da União que, através de empresas controladas pela ELETROBRÁS, detém 32% do total das linhas de transmissão (CLAUDIO, 2008). As linhas de transmissão restantes são de propriedade de empresas privadas que as adquiriram por meio de leilões e de empresas públicas estaduais através dos programas de privatização (CLAUDIO, 2008).

Das 40 concessionárias, apenas duas empresas assumem exclusivamente a área de transmissão de energia e compõem o IEE, condições necessárias para estarem listadas nesse trabalho. São elas: Transmissão Paulista e Terna. Dentre as empresas integradas, 3 atuam na área de transmissão: Companhia Energética de Minas Gerais (CEMIG), Companhia Paranaense de Energia (COPEL) e Light.

4. MÉTODO DE PESQUISA

Este capítulo descreve os procedimentos utilizados no presente trabalho, com o intuito de estruturar os processos de seleção, obtenção e análise dos dados, viabilizando o alcance dos objetivos propostos. O estudo de método é útil para orientar a resolução de problemas e superar obstáculos presentes no âmbito da pesquisa. O método de pesquisa deve estar sob o embasamento de técnicas científicas que orientem esse processo. Três fatores estimulam esse interesse (COOPER; SCHINDLER, 2003):

- (i) a necessidade crescente por informações;
- (ii) a disponibilidade de técnicas e ferramentas para atender essa necessidade; e
- (iii) evitar a sobrecarga de informações, caso não se empregue disciplina no processo.

O presente capítulo está apresentado da seguinte forma: Na Seção 1 é apresentado o tipo de pesquisa que o trabalho se caracteriza, a partir de sua natureza e abordagem. Na Seção 2 é apresentado o desenho de pesquisa, onde a partir dele se torna mais prática a visualização da estrutura do trabalho. Na Seção 3, é apresentada a estratégia de pesquisa, e as características do estudo de caso.

Na Seção 4 a unidade de análise é apresentada. O critério de seleção das empresas é justificado nessa parte. As três fases propostas por Yin (2005) do estudo de caso estão nas Seções 5, 6 e 7 que são: planejamento, coleta e análise de dados. Por último, na Seção 8 é elaborado o instrumento de pesquisa.

A partir da apresentação do presente capítulo, se consegue definir as diretrizes e os meios para o alcance dos objetivos propostos no Capítulo 1.

4.1 TIPO DE PESQUISA

O tipo da pesquisa é descritivo. As pesquisas descritivas permeiam características de um fenômeno ou população e a relação entre as variáveis (GIL, 1999). Já se conhecendo o fenômeno em estudo, consegue-se relacionar com outras variáveis e identificar as características dentro do próprio contexto do fenômeno (YIN, 2005).

A classificação descritiva foi adotada por apresentar resultados dentro dos acontecimentos estudados sem viés de interpretação, de forma bruta, histórica e determinada (MALHOTRA, 2006). A descrição sobre as práticas de GC que as empresas do setor elétrico brasileiro estão utilizando deve responder o objetivo geral do estudo a partir das respostas dos acionistas.

A pesquisa descritiva envolve a escolha de um método de levantamento em que cada entrevistado esteja desejoso de cooperar e seja capaz de fornecer informações completas e precisas de forma eficiente (MALHOTRA, 2006). Os métodos de levantamento para a pesquisa descritiva em questão foram basicamente dois: (i) métodos pessoais, onde os participantes são entrevistados pessoalmente e (ii) métodos eletrônicos onde os participantes realizam parte da pesquisa através de correio eletrônico (MALHOTRA, 2006).

O tipo de pesquisa que se classifica como descritiva, tem por premissa buscar a resolução de problemas melhorando as práticas por meio da observação, análise e descrições objetivas, através de entrevistas com peritos para a padronização de técnicas e validação de conteúdo (WEBER, 1990). A pesquisa descritiva tem por finalidade observar, registrar e analisar os fenômenos sem, entretanto, entrar no mérito de seu conteúdo. Na pesquisa descritiva não há interferência do investigador, que apenas procura perceber, com o necessário cuidado, a frequência com que o fenômeno acontece (WEBER, 1990).

A natureza do trabalho é qualitativa, uma vez que há ênfase nos processos e significados da pesquisa de forma a serem examinados sem mensuração em termos de quantidade, intensidade ou frequência. O objetivo qualitativo procura fazer análises em profundidade, obtendo-se percepções sobre os elementos pesquisados (GARCIA; QUEK, 1997).

De acordo com Malhotra (2006), a pesquisa qualitativa oferece a possibilidade de se obter amplo conhecimento sobre o tema ou problema em foco, favorecendo a compreensão de conceitos. A pesquisa qualitativa pode descrever a complexidade de um determinado problema, analisar a interação das variáveis e possibilitar, em maior nível de profundidade, o entendimento das peculiaridades do comportamento de um fenômeno.

A pesquisa qualitativa proporciona melhor visão e compreensão do contexto do problema, além de facilitar a obtenção de informações dos respondentes (MALHOTRA, 2006). A abordagem qualitativa não se caracteriza como uma proposta rigidamente estruturada, afirmando que estudos desse tipo diferem entre si quanto ao método, à forma e aos objetivos (GODOY, 1995).

4.2 DESENHO DE PESQUISA

O desenho de pesquisa demonstra a seqüência dos passos no desenvolvimento da pesquisa. Com o desenho procura-se esclarecer de forma direta e visual a metodologia adotada e as principais características de cada etapa do estudo (HOPPEN; LAPOINTE; MOREAU, 1996).

Este projeto está sendo sugerido para ser elaborado nas seguintes etapas (YIN, 2005; GIL, 1999):

- (i) identificação da situação problemática e definição de objetivos gerais e específicos;
- (ii) revisão de literatura pertinente ao tema do trabalho (fundamentação teórica): governança corporativa, setor elétrico, e revisão de literatura sobre o método de pesquisa: natureza, tipo e abordagem de pesquisa e também uma revisão sobre estudo de caso e suas fases de pesquisa;
- (iii) planejamento da pesquisa: identificação das dimensões da governança corporativa em relação ao processo de tomada de decisão de investimento, avaliação de especialistas, revisão por informantes chaves e ajustes, assim como elaboração do instrumento de pesquisa;
- (iv) aplicação do instrumento nas 15 empresas selecionadas do setor e nos 9 acionistas selecionados;
- (v) resultados: análise dos resultados obtidos;
- (vi) conclusões finais frente aos objetivos propostos, assim como contribuições, limitações e sugestões para trabalhos futuros.

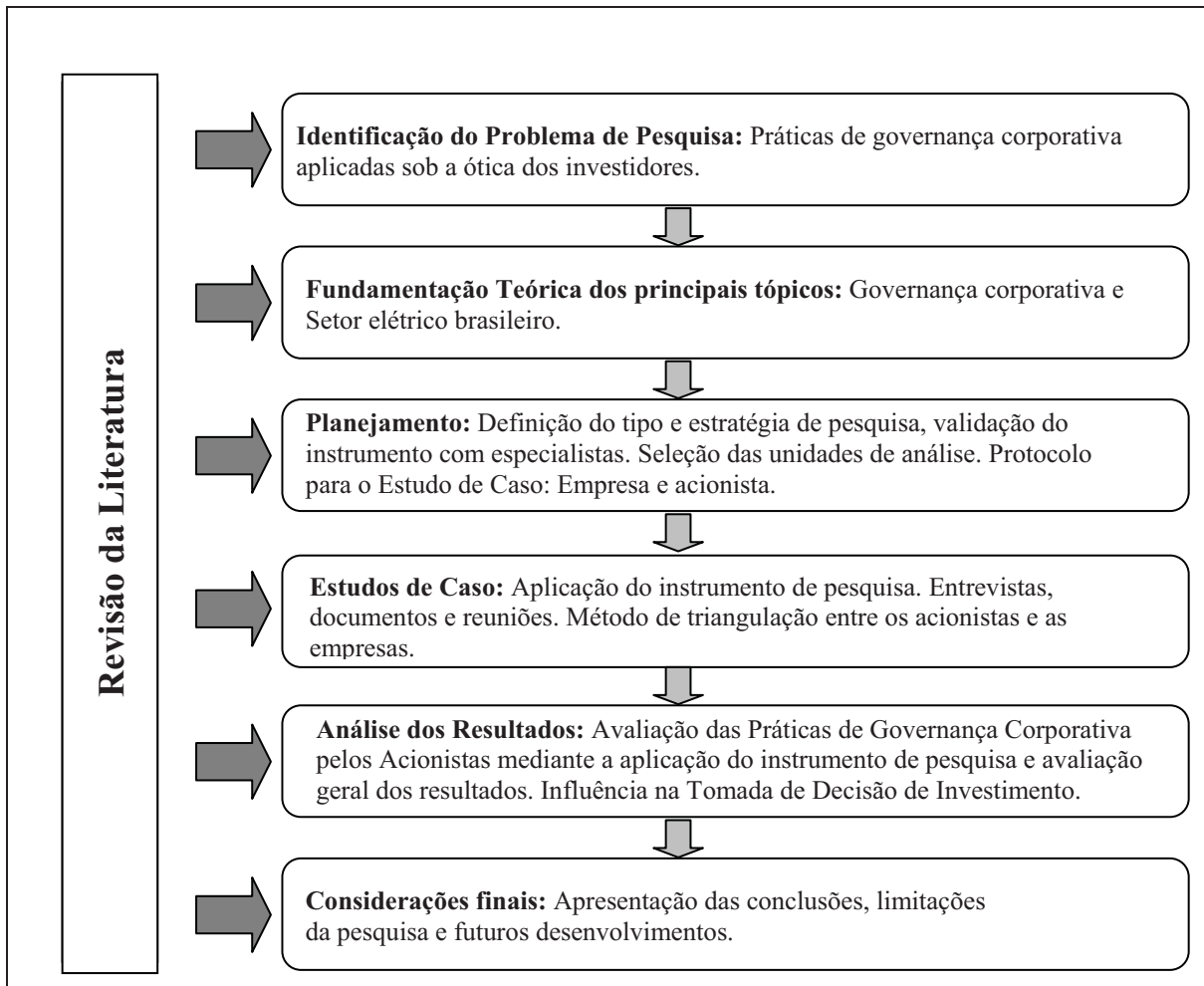


Figura 1: Desenho de pesquisa
 Fonte: Elaborado pelo autor.

4.3 ESTRATÉGIA DE PESQUISA

A estratégia central de pesquisa é o estudo de caso, que é uma investigação empírica de determinado fenômeno da atualidade dentro de seu contexto da vida real, principalmente quando os limites entre o fenômeno e o contexto não estão nitidamente definidos (YIN, 2005). O estudo de caso na pesquisa em administração vem sendo utilizado e tem se tornado freqüente para pesquisadores que procuram saber como e por que certos fenômenos acontecem (GODOY, 1995).

A investigação do estudo de caso depara-se com uma situação onde haverá outras variáveis de interesse. Essa estratégia baseia-se em diversas fontes de evidências,

beneficiando-se do desenvolvimento da fundamentação teórica para conduzir o planejamento, a coleta e a análise de dados (YIN, 2005). Trata-se de uma pesquisa empírica onde o conhecimento é obtido pelas observações (OLIVEIRA; MAÇADA; GOLDONI, 2006).

O estudo de caso é a estratégia de pesquisa que visa o aprofundamento dos objetivos, no intuito de compreender detalhadamente os mesmos. A maior indicação do estudo de caso ocorre em pesquisas exploratórias e descritivas, em função da flexibilidade para contribuir no atingimento de outros interesses que venham a surgir no decorrer da pesquisa (GIL, 1999). O valor do estudo de caso está na oportunidade de aprimorar uma teoria e provocar abordagens alternativas de estudo do fenômeno que poderão ser investigados posteriormente (STAKE, 1994).

O presente trabalho procurou identificar se a GC é considerada como uma premissa na tomada de decisões de investimentos com o objetivo da obtenção de um retorno do capital investido e de que forma as práticas de GC influenciam nessas decisões. Para isso, o estudo de caso tentou, a partir do caso específico do setor elétrico, identificar algum padrão sobre a influência da GC na tomada de decisões de investimentos aos demais setores da economia.

A definição do número de casos e a seleção dos mesmos são fundamentais para o estudo (YIN, 2005). O presente trabalho possui 15 unidades de análise, (apresentadas na seção seguinte) por isso é considerado um estudo de caso múltiplo. A comparação dos casos individualmente é um mecanismo relevante e útil para atender os objetivos gerais e específicos do trabalho (STAKE, 1994). O estudo de caso múltiplo, diferente do estudo de múltiplos casos ocorre quando existe um estudo de caso (análise das práticas de GC para tomada de decisão de investimentos) aplicado em mais de uma unidade de análise (15 empresas do setor elétrico brasileiro).

A estrutura de pesquisa centrada no estudo de caso pode ser dividida em 3 fases: planejamento, coleta e análise de dados (YIN, 2005). O planejamento é a primeira parte do estudo de caso (YIN, 2005). Nessa fase será feita toda a estrutura da pesquisa a ser realizada, além de elaborar estudos preliminares necessários para o atingimento dos objetivos (YIN, 2005). Essa etapa está na Seção 4.5.

Os respondentes da pesquisa foram 9 investidores selecionados por critérios que são apresentados na Seção 4.6. A coleta de dados com tais investidores foi feita através de questionários. A elaboração do instrumento de pesquisa aos investidores está apresentada na Seção 4.8. Porém os estudos preliminares da pesquisa foram realizados com as empresas através de participações em congressos e seminários específicos e com entrevistas junto aos responsáveis pela “Relação com os Investidores” (RI) dentro de cada uma das 15 empresas.

Essa etapa também é apresentada na Seção 4.6. Ou seja, 9 investidores respondem a partir de suas observações das práticas das 15 unidades de análise de forma global.

A última etapa do estudo de caso é análise de dados (YIN, 2005), que está apresentada no trabalho na Seção 4.7. Nessa parte, foi feita a escolha das técnicas de análise para interpretar os resultados que foram auferidos.

Anterior a essas 3 etapas, são apresentados os critérios de seleção das unidades de análise da pesquisa. Os quinze sujeitos da pesquisa que serviram para análise no trabalho são selecionados a partir das empresas do setor de energia elétrica que constam no IEE (Índice de Energia Elétrica) da BOEVSPA. Os critérios de seleção estão apresentados na Seção 4.4.

4.4 UNIDADES DE ANÁLISE

O entendimento de um fenômeno pode depender da correta escolha dos sujeitos, buscando-se aqueles com os quais se pode aprender mais ao realizar o estudo (STAKE, 1994). A definição e relevância das unidades de análise estão vinculadas à forma como a questão de pesquisa foi formulada (YIN, 2005). No caso específico da pesquisa, por exemplo, a seleção das unidades de análise deve apresentar relevância com as empresas do setor elétrico que possuam maior visibilidade aos investidores.

Como os acionistas foram os respondentes da pesquisa, foi necessária a utilização de algum indicador que esteja no campo da tomada de decisão desses investidores. Atualmente na BOVESPA existem quase 30 empresas registradas do setor de energia elétrica que possuem capital aberto para investimentos. Além de ser considerado um número grande para análise, são incluídas nessa lista empresas com pouca representatividade e pouco interesse por parte dos investidores. Os investidores não demandam interesse em tais empresas, porque suas ações não apresentam liquidez suficiente para negociabilidade.

A seleção das unidades de análise foi feita a partir das empresas do setor de energia elétrica que compõe 100% a Carteira Teórica do IEE (Índice de Energia Elétrica) da Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) de maio a agosto de 2007, conforme pode ser observado na Tabela 2. O IEE é um índice composto pelas mais representativas ações do setor elétrico da BOVESPA.

Código da BOVESPA	Empresa
GETI4	AES TIETE
CLSC6	CELESC
CMIG4	CEMIG
CESP6	CESP
COCE5	COELCE
CPLE6	COPEL
CPFE3	CPFL ENERGIA
ELET6	ELETROBRAS
ELPL6	ELETROPAULO
ENBR3	ENERGIAS BR
EQTL11	EQUATORIAL
LIGT3	LIGHT S/A
TRNA11	TERNA
TBLE3	TRACTEBEL
TRPL4	TRAN PAULIST

Tabela 2: Índice de Energia Elétrica (IEE) da Bovespa – Carteira teórica de Maio a Agosto de 2007.
Fonte: Bovespa, adaptada pelo Autor.

Os sujeitos foram escolhidos a partir do IEE em função de serem as ações com maior negociabilidade no setor na BOVESPA. O interesse dos acionistas pelas ações das empresas, além do próprio retorno sobre o investimento, está baseado em parâmetros de liquidez das ações e grau de negociabilidade, a fim de que o investimento realizado seja de fácil mobilidade, requisitos fundamentais para o mercado de ações que é bastante dinâmico (ROSS, 2002).

As empresas foram divididas em quatro grupos, de acordo com a sua atividade, totalizando 15 empresas a serem analisadas:

- (i) Geração (GER): 4 empresas (AES Tietê, CESP, ELETROBRÁS e Tractebel);
- (ii) Distribuição (DIS): 4 empresas (CELESC, COELCE, Equatorial e Eletropaulo);
- (iii) Transmissão (TRA): Duas empresas (Terna e Transmissão Paulista);
- (iv) Integradas (INT): 5 empresas (CEMIG, COPEL, CPFL, Energias do Brasil e Light).

Cada empresa possui práticas de GC diferentes entre si. Tais práticas foram comparadas não apenas dentro do mesmo grupo, mas também de forma cruzada por ramo de atuação (geração, distribuição, transmissão e integradas). A representatividade das 15 empresas selecionadas na amostra possui uma participação de 90% da população (total do

setor elétrico brasileiro), pelo critério de energia comercializada (ONS 2008). Já com relação ao faturamento das 15 empresas, a representatividade com a população é ainda maior, na faixa de 98% de todo o faturamento do setor elétrico brasileiro (população) (ECONOMÁTICA, 2008). A representatividade com a população corrobora com os critérios de seleção para unidade de análise.

4.5 PLANEJAMENTO DO ESTUDO DE CASO

O planejamento para realizar o estudo de caso envolve habilidades do pesquisador, treinamento, preparação, desenvolvimento de protocolo, estudo de campo e seleção de estudo-piloto para o caso, além da utilização de um pré-teste no instrumento (YIN, 2005).

4.5.1 Preparação

Antes da coleta de dados com os acionistas e investidores, foi realizado um estudo a partir de documentos disponíveis nas empresas e, através de participação em seminários e em associações corporativas nas empresas para verificar como as práticas da GC nessas empresas estão sendo aplicadas. Essa verificação também foi realizada com profissionais responsáveis pela área de relacionamento com investidores das empresas.

A pesquisa documental é constituída pelo exame de materiais que ainda não receberam um tratamento analítico ou que podem ser reexaminados com vistas a uma interpretação nova ou complementar (WEBER, 1990). Além disso, os documentos são uma fonte não-reativa e especialmente propícia para o estudo de caso (GODOY, 1995).

Quando o estudo sobre o que vem sendo desenvolvido pelas empresas do setor de energia elétrica no Brasil estiver pronto, os resultados foram confrontados com a percepção dos acionistas para verificar como essas influências são importantes para tomada de decisão de investimento. Após essa análise, o segundo objetivo específico está respondido.

A partir das duas análises, o terceiro objetivo específico foi respondido. Nessa etapa foi feita uma triangulação entre os sujeitos e os respondentes da investigação (empresas e acionistas, respectivamente) para avaliar a importância que vem sendo despendida aos

acionistas na realização das práticas da GC por parte das empresas. A triangulação é um fundamento lógico para utilizar fontes múltiplas de evidências, pois permite ao pesquisador a análise de linhas convergentes de investigação (YIN, 2005).

Após a análise das empresas, dos investidores e após a triangulação, o objetivo geral foi respondido. Uma vez que trata sobre a importância da governança corporativa para tomada de decisão dos investimentos dos acionistas. Estas análises foram feitas a com o auxílio do desenvolvimento de um protocolo.

Dentre as habilidades pretendidas para preparação do estudo de caso, é necessário que o pesquisador seja bom ouvinte, capaz de fazer boas perguntas, adaptável e flexível para o surgimento de oportunidades de “*insights*” e percepções. Além de possuir bom entendimento do assunto e imparcialidade em relação às noções preconcebidas para não aplicar nenhum viés na pesquisa (YIN, 2005).

4.5.2 Protocolo para um Estudo de Caso

O protocolo para um estudo de caso deve conter os procedimentos e as regras gerais que devem ser seguidas para utilização do instrumento (YIN, 2005). Como função principal, o protocolo aumenta a confiabilidade da pesquisa de estudo de caso, pois fornece informações para que o estudo, caso seja repetido, obtenha resultados similares. Um protocolo é desejável para um estudo de caso em qualquer circunstância (YIN, 2005).

Não existe um conteúdo rígido para o protocolo, porém Yin (2005) sugere os seguintes tópicos: visão geral de pesquisa (objetivo, questão de pesquisa, modelo teórico), procedimentos para coleta de dados (imprevistos, recursos necessários, agenda de atividades), questões do estudo de caso e um guia para o relatório (inclui esboço e formato).

Quando a pesquisa tiver como base um projeto de caso simples, que envolvem várias unidades de análises e mais de um respondente, ou ambas, é desejável desenvolver protocolos de estudo de caso (YIN, 2005). As informações necessárias e as variáveis para a coleta de dados para a formulação do estudo de caso constam no protocolo de pesquisa que está apresentado no Apêndice A, tendo como base o setor elétrico como um todo.

4.5.3 Estudo de Caso Piloto

O Estudo de caso piloto é uma técnica que prepara a realização da coleta de dados, tanto em conteúdo quanto nos procedimentos a serem seguidos (YIN, 2005). O caso piloto pode ser escolhido por várias razões não relacionadas com os critérios usados para selecionar os casos finais no projeto de estudo de caso. Pode ser escolhida por acessibilidade dos informantes, localização geográfica, conveniência e riqueza dos documentos (OLIVEIRA; MAÇADA; GOLDONI, 2006).

Mesmo com a interpretação de que o teste piloto auxilie e aprimore o estudo propriamente dito, Yin (2005) alerta que esse teste não pode ser confundido com um pré-teste. O teste-piloto é utilizado formativamente, possivelmente providenciando algumas elucidações e correções para o projeto. Já o pré-teste é a ocasião para um ensaio que antecede a rodada final da pesquisa.

O estudo piloto foi feito com analistas e profissionais do mercado financeiro e as entrevistas foram estruturadas a partir de uma análise de conteúdo sobre quais seriam os motivadores das próprias empresas para utilização das práticas de GC no Brasil, segundo a percepção desses profissionais do mercado financeiro.

O teste-piloto do projeto foi submetido ao Simpósio de Gestão e Tecnologia (SEGET) em 2007 e aprovado como pôster. Foi de grande importância tal estudo para a pesquisa, pois ajudou a estruturar as entrevistas finais com os acionistas e elaboração do instrumento de pesquisa, uma vez que os profissionais de mercado deram sugestões sobre as percepções das práticas de GC a partir dos “motivadores” que serviram como base para algumas das dimensões em análise dos questionários. Mesmo assim, o escopo do instrumento de pesquisa foi realizado com o auxílio dos pré-testes, que serão analisados na seção seguinte.

4.5.4 Pré-Teste

Antes da aplicação final, o pré-teste foi utilizado com o intuito de treinar o pesquisador e revisar a estrutura e conteúdo do instrumento de pesquisa. O pré-teste ocorre de duas formas (COOPER; SCHINDLER, 2003):

- i. pré-teste do pesquisador: ocorre de maneira mais informal, mas é possível obter sugestões de melhoria. Três especialistas foram consultados antes da aplicação e redação final do instrumento
- ii. pré-teste do respondente: neste caso é testado por respondentes substitutos (indivíduos com o perfil semelhante aos dos respondentes desejados). Um investidor pessoa física foi selecionado como pré-teste do respondente.

No intuito de aperfeiçoar o instrumento para a aplicação nas unidades de análise, foram feitos encontros com 3 especialistas e com um investidor pessoa física (respondente) como pré-testes. O pesquisador procurou orientar as pessoas envolvidas no pré-teste de especialistas a seguir uma estrutura de instrumento de pesquisa proposta por Cooper e Schindler (2003). O questionário possui três tipos de questões de mensuração: questões gerenciais (fase introdutória), questões de classificação (Diferenciação) e questões de direcionamento (Aprofundamento).

Optou-se por aplicar o pré-teste nos 3 especialistas, para que a partir dessas avaliações preliminares, o instrumento de pesquisa seja elaborado e revisado. Posteriormente, o pré-teste foi realizado em um respondente, investidor pessoa física, com as devidas alterações no instrumento.

4.5.4.1 Especialista 01

O especialista 1 é operador de renda variável de um banco de investimentos estrangeiro com filial no Brasil. Foi selecionado como especialista nessa pesquisa, pois além de trabalhar em uma área em que há contatos diretos com empresas que praticam políticas de GC, está em andamento com a dissertação no mestrado na PUC-RJ, cujo tema é “A relação entre a contratação de um formador de mercado e a valorização de suas ações”.

A conversa foi feita informalmente e foi encaminhada anteriormente à entrevista, via correio eletrônico, uma estrutura de questionário baseado no modelo de Cooper e Schindler (2003). O próprio especialista já conhecia tal estrutura, tornando a conversa mais objetiva e mostrou interesse com a relação a ser testada: (Práticas de Governança Corporativa x Decisões de Investimento). Segundo o especialista: “associar GC com os acionistas é um estudo bastante importante. Já tinha visto associações da GC com valor de mercado e com indicadores financeiros, porém com decisões de investimento é a primeira vez que tenho conhecimento”.

O especialista acredita que as empresas procuram mecanismos de visibilidade e liquidez (governança e contratação de um formador de mercado, respectivamente), pois os investidores são avessos aos ativos dessas empresas e alertou que isso também pode estar ocorrendo com a GC. Para o especialista: “Se a Petrobrás e a Vale do Rio do Doce não aplicassem nenhuma prática de GC, a percepção da empresa segundo o investidor não iria mudar, já para empresas menos conhecidas, isso muda”.

O especialista 1 recomendou que na realização das entrevistas será importante quantificar e situar qual o nível de conhecimento dos acionistas com relação as práticas de GC executadas pelas empresas do setor elétrico, como sugestão, uma escala de *Lickert* pode ser utilizada ainda nas mensurações de classificação. “Tente dar maior ênfase ao investidor que tenha maior conhecimento sobre GC.”

As entrevistas devem sempre estar munidas com material de apoio para apresentar aos investidores as práticas de GC aplicadas pelas empresas, pois ele acredita que “os investidores não saberão distinguir de forma exata o que é realizado pela empresa X ou pela empresa Y”.

O operador de renda variável alertou para a dificuldade de se gerar resultados acadêmicos satisfatórios e se mostrou preocupado com o nível gerencial do trabalho. “Estou com um dilema na minha pesquisa, pois o trabalho é muito bom para o mercado e para as empresas, porém não pode ser menos importante para a academia.”

4.5.4.2 Especialista 02

O especialista 2 foi DRI de uma empresa petroquímica brasileira entre 2002 e 2007. Atualmente ainda atua na área como consultor.

A conversa ocorreu no escritório do próprio pesquisador, com sugestões importantes para o instrumento de pesquisa. Houve comprometimento do especialista e a conversa se alongou por duas horas.

O ex-DRI começou a conversa afirmando que o *stakeholder* que menos valoriza as práticas de GC, ao menos no setor petroquímico, onde o especialista possui experiência, é o acionista. Segundo o consultor, as práticas de GC são feitas para se conseguir melhores negociações com bancos e com o governo, além de motivar e mostrar comprometimento com

o pessoal interno. “Os funcionários se sentem orgulhosos quando a sua própria empresa aplica práticas de responsabilidade corporativa”, afirma o consultor.

O especialista observou a necessidade de deixar os fatores de análise mais claros para os respondentes, além da revisão do português, no que se referiu à semântica, vocabulário e estrutura. Ele acredita que a estrutura do instrumento de pesquisa e a condução da entrevista podem alterar todos os resultados. “Já que vais fazer entrevistas com investidores estrangeiros, muito cuidado com a tradução da entrevista para a língua inglesa”, afirmou o ex-DRI.

4.5.4.3 Especialista 03

Após alguns contatos via correio eletrônico, o 3º especialista que é professor de Finanças da Faculdade de Economia e Administração da Universidade de São Paulo (FEA-USP), aceitou colaborar como especialista para a pesquisa. O contato foi feito eletronicamente e foi solicitado pelo próprio especialista, o envio do instrumento provisório de pesquisa. Após isso, foi feito um contato telefônico de 10 minutos, apenas para ajustar alguns pontos ainda considerados dúbios pelo pesquisador.

O professor possui bastante conhecimento não apenas na área de GC, mas também na área de administração financeira. O professor da USP recomendou que o número de questões no terceiro módulo de direcionamento não seja composto por uma quantidade muito grande de perguntas, sem a necessidade de que os investidores precisem falar das 15 empresas individualmente, sem tornar o instrumento extenso e cansativo.

Outra recomendação do especialista foi para que depois de que o instrumento de pesquisa tenha sido passado ao investidor, se desenvolva uma conversa por mais alguns 10 / 15 minutos sem um instrumento de pesquisa rígido e com gravação para futura análise de conteúdo com o objetivo de analisar as dimensões do instrumento de pesquisa de forma conjunta. Essa sugestão foi aceita e está discriminada na Seção 4.8.

Por fim, os especialistas de forma geral contribuíram para a melhoria do instrumento de forma que seja facilitada sua aplicação e entendimento para obtenção dos resultados esperados. A próxima etapa do pré-teste foi aplicá-lo em um investidor, a fim de verificar a aplicabilidade do instrumento de pesquisa e aprimorá-lo antes das aplicações finais.

4.5.4.4 Respondente 01

O investidor selecionado atua no setor de bancos, siderurgia, petróleo, mineração, energia e bens de capital. O investidor, mesmo sendo brasileiro, atua nos mercados globais. No mercado brasileiro, o investidor mantém 50% de seu *portfólio*.

Conforme o investidor, "essa estratégia não é uma decisão acertada, mas o mercado está muito amplo e a dificuldade de se especializar em diversas regiões torna a alocação no Brasil como a preferida na América Latina por uma questão de comodidade e conhecimento".

O investidor respondeu o instrumento de pesquisa e suas contribuições sobre GC convergem com o teste piloto realizado com os analistas de mercado, apresentados na Seção 4.5.3. O respondente selecionado mostrou sua preferência com as “velhas empresas” do setor elétrico, onde o histórico de rentabilidade e os múltiplos dos valores de mercado já são conhecidos pelos analistas. O respondente afirma e acredita que as práticas de GC é um certificado para empresas que não possuem dados históricos para modelos de avaliação, também corroborando com os resultados do teste piloto aplicado anteriormente.

Conforme o respondente:

a BOVESPA, através dos níveis de GC, “abençoa” as empresas que não possuem padrões comparativos setoriais com as demais empresas já conhecidas. Isso está ocorrendo porque setores como o de saúde, educação e construção civil, por exemplo, são setores estreatantes na Bolsa em que os analistas não possuem históricos de comparação.

Os resultados obtidos nesse pré-teste também confirmaram a suspeita do especialista 01 de que os investidores do setor elétrico possuem outras formas prioritárias de definir a decisão do investimento que não simplesmente os níveis de GC, principalmente para um setor tão regulado como o setor elétrico brasileiro. Segundo ele “existem critérios de decisão de investimento que são anteriores à GC, um deles são os múltiplos e os indicadores econômicos-financeiros”.

Em função dessas afirmações do respondente e do especialista 1 que convergem inclusive com o Caso Piloto, uma nova dimensão de “Análise de Investimentos” foi acrescentada no instrumento de pesquisa, mesmo que não esteja evidenciado de forma mais abrangente na revisão de literatura, pois não é objetivo do estudo avaliar os indicadores econômicos-financeiros das empresas do setor elétrico. Mesmo assim, a dimensão foi

selecionada para analisar as formas alternativas e/ou prioritárias à GC para tomada de decisão de investimento. A terceira dimensão também possui como base teórica o Caso Piloto, embora não seja apresentada na revisão de literatura pois o trabalho não possui como objetivo a análise econômica-financeira das empresas em questão.

4.6 COLETA DE DADOS

Em estudos de caso, várias são as formas de dados que podem ser coletadas, tais como documentos, registros em arquivos, entrevistas, observação direta, observação participante e artefatos físicos (YIN, 2005). Para a credibilidade dos resultados, na presente pesquisa foram utilizadas: (i) entrevistas com os acionistas selecionados e (ii) documentos corporativos selecionados entregues em comum acordo pelos gerentes das empresas, a fim de que a triangulação seja realizada como uma ferramenta para cruzar as informações do que vem sendo feito pelas empresas e a percepção dos investidores sobre o estudo de caso.

A documentação pode assumir diversas formas e deve ser o objeto de planos explícitos da coleta de dados. Os documentos podem ser exemplificados como: cartas, memorandos, correio eletrônico, documentos administrativos, como relatórios de avaliação ou outros documentos gerenciais internos. Além de avaliações formais feito pelo “local” de estudo, recortes de jornais, revistas e artigos que apareceram na mídia, entre outros (YIN, 2005).

A utilidade desses documentos deve ser cuidadosamente avaliada em função de seu viés. Os documentos nos estudos de casos servem principalmente para valorizar as evidências oriundas de outras fontes (YIN, 2005).

As entrevistas foram a principal técnica utilizada de coleta de dados no trabalho. Esta pode ser uma das mais importantes fontes de dados para estudos de caso em geral (YIN, 2005). As mesmas passaram pela validação em formas diversas, tais como foi realizado após o pré-teste validado por especialistas acadêmicos e do meio financeiro para garantir credibilidade e aderência.

No que diz respeito aos dados que foram coletados a partir das empresas, foram utilizadas fontes de evidências como: (i) Entrevista pessoal com o responsável na empresa pelo RI; (ii) Questionário respondido via correio eletrônico com o responsável pelo RI; (iii) Apresentação de resultados em reuniões da APIMEC (Associação dos Profissionais e

Investidores do Mercado de Capitais) ou teleconferências sobre os resultados trimestrais; (iv) Relatórios de Ética e/ou Sustentabilidade entregue pela companhia; (v) Análise da página da empresa na Internet (*homepage*) e verificação da relevância à GC e (vi) Pesquisas e estudos anteriores sobre as práticas de GC nas empresas.

Yin (2005) também sugere a criação de um banco de dados que auxilie no relatório da pesquisa e para que as respostas sejam confrontadas com a teoria. Por último, a fim de aumentar a confiabilidade dos dados, Yin (2005) aconselha a manter um encadeamento de evidências, indo das questões iniciais da pesquisa até as conclusões finais do estudo de caso.

A revisão de literatura auxiliou na construção de entrevistas e questionários para aplicação. O principal método qualitativo utilizado foi a entrevista em profundidade que é “uma entrevista não-estruturada, direta, pessoal em que um único respondente é testado por um entrevistador altamente treinado, para descobrir motivações, crenças, atitudes e sentimentos sobre um tópico” (MALHOTRA; 2006, p. 163).

A coleta dos dados foi preparada e validada antes dos estudos de campo. O questionário é “uma técnica estruturada para coleta de dados que consiste em uma série de perguntas, escritas ou orais, que um entrevistado deve responder” (MALHOTRA; 2006, p. 290).

As repostas para a questão de pesquisa não foram respondidas pelas próprias unidades de análise. Foram informadas por investidores e acionistas, selecionados por critérios de proporcionalidade, de acordo a participação do volume da BOVESPA. Os investidores foram os respondentes.

O volume de negociação da BOVESPA está representado na Tabela 3, referente ao total do volume negociado na BOVESPA nos diversos mercados (à vista, opções, termo, exercício e outros). Esses dados são referentes à maio de 2007 e ilustram que a BOVESPA negociou acima de R\$ 100 bilhões dentro desse mês. Acionistas e investidores nesse estudo foram divididos, em quantidade, conforme regras de proporcionalidade de movimentação desse mês de maio/2007, com a confirmação de que não houvesse nenhuma discrepância nas proporcionalidades verificadas nesse mês. A primeira coluna apresenta os tipos de investidores, a segunda coluna a participação relativa na compra de ações no mês de maio e a terceira coluna a participação em volume financeiro em (R\$ mil).

Tipos de Investidores	Total	Total
	Compra (%)	R\$ Mil
Pessoa Física	23,92%	R\$ 24.212.478,00
- Inv Individuais	20,32%	R\$ 20.571.873,00
- Clubes de Inv	3,60%	R\$ 3.640.605,00
Institucional	31,00%	R\$ 31.380.911,00
Inves. Estrangeiro	35,01%	R\$ 35.438.900,00
Emp. Priv/Publ.	1,20%	R\$ 1.218.525,00
Instit. Financeiras	8,76%	R\$ 8.870.217,00
Outros	0,11%	R\$ 110.030,00
Total	100,00%	R\$ 101.231.061,00

Tabela 3: Participação periódica dos Investidores nos diversos mercados da Bovespa (maio/2007)

Fonte: Bovespa, adaptado pelo autor.

Como forma de qualificar ainda mais o estudo, a seleção dos investidores foi feita através dos critérios da Instrução nº 409 da Comissão de Valores Mobiliários que na instrução normativa 109 define os investidores qualificados como:

- (i) instituições financeiras;
- (ii) companhias seguradoras e sociedades de capitalização;
- (iii) entidades abertas e fechadas de previdência complementar;
- (iv) pessoas físicas ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 300.000,00 (trezentos mil reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor qualificado mediante termo próprio;
- (v) fundos de investimento destinados exclusivamente a investidores qualificados;
- (vi) administradores de carteira e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, em relação a seus recursos próprios; e
- (vii) regimes próprios de previdência social instituídos pela União, pelos Estados, pelo Distrito Federal ou por Municípios.

A fim de manter credibilidade e validade ao estudo, todos os acionistas selecionados estarão enquadrados nos critérios de Investidor Qualificado e respeitando a proporcionalidade da participação do mercado.

Os acionistas selecionados para respostas foram nove no total. Respeitando a proporção do volume negociado da BOVESPA, os acionistas foram divididos em: duas pessoas físicas, três investidores institucionais, três investidores estrangeiros e uma instituição

financeira, que possua alocação de parte de seu *portfólio* de ações no setor de energia elétrica na ocasião da entrevista. Foi mantido o sigilo em relação a suas identidades, conforme solicitação dos mesmos.

4.7 ANÁLISE DE DADOS

Segundo Yin (2005, p.137) “a análise de dados consiste em examinar, categorizar, classificar em tabelas, testar, ou do contrário recombina as evidências”. Normalmente não há uma maneira específica ou precisa para estabelecer os critérios e interpretar as descobertas de uma pesquisa.

Não há orientações detalhadas sobre os critérios para interpretação das descobertas, mas é esperado que o projeto de pesquisa deva apresentar o que será feito após a coleta dos dados (YIN, 2005). Para interpretar as descobertas desta pesquisa foi utilizado uma análise de conteúdo, que confronta com a literatura existente, através do instrumento de pesquisa e do protocolo do estudo de caso.

As investigações dos estudos de caso podem ficar estancadas na etapa analítica do estudo porque não há fórmulas ou receitas fixas para dar subsídios às respostas conseguidas pelos informantes. (YIN, 2005). O processo de entrevista pode ser dividido em duas partes (YIN, 2005): (i) utilização da linha de investigação através do protocolo do estudo de caso e (ii) desenvolver a entrevista para questões reais, de uma forma não tendenciosa.

No presente estudo, o tipo de entrevista que foi desenvolvido é a entrevista focada e semi-estruturada. Diferente de uma entrevista espontânea, na entrevista focada o respondente é entrevistado de modo informal, porém o pesquisador teve como base o instrumento de pesquisa e o protocolo (MALHOTRA, 2006). Esse tipo de entrevista é adequada ao trabalho, pois certos fatos que já parecem estar estabelecidos como a influência da GC na tomada de decisão de investimento, podem se revelar desafiadores, permitindo que o informante-chave faça novos comentários sobre o tema.

Quanto mais o respondente auxiliar na entrevista, mais se aproximará de um informante, deixando de ser um mero respondente (YIN, 2005). Porém, é necessário ao pesquisador se precaver para não se tornar excessivamente dependente do informante-chave, em especial devido a influências interpessoais, que podem ocorrer nesse tipo de entrevista focada (YIN, 2005).

Foi realizada a coleta de materiais, documentos e entrevistas das 15 unidades de análise em questão, a fim de comparar, corroborar, identificar e propor práticas de GC que estão sendo adotadas pelas empresas de energia elétrica no Brasil através de uma análise de conteúdo de 9 entrevistas com os acionistas selecionados. A partir dessa triangulação foi feita uma análise geral e resumida sobre as práticas de GC aplicadas pelas empresas e percebidas pelos investidores.

A análise de conteúdo é uma “descrição objetiva, sistemática e quantitativa do conteúdo manifesto de uma comunicação” (MALHOTRA; 2006, p. 202). Essa análise inclui tanto observação quanto análise apropriada quando o fenômeno a ser utilizado se baseia na comunicação. A análise de conteúdo abrange as iniciativas de explicação, sistematização e expressão do conteúdo das mensagens, com a finalidade de se efetuarem deduções lógicas e justificadas a respeito da origem dessas mensagens (sobre quem as emitiu e seu contexto) (BARDIN, 1979).

O tipo de análise de conteúdo aplicada na pesquisa foi a análise temática. Na análise de conteúdo temática, o ponto de partida é a mensagem, mas deve ser considerado as condições contextuais de seus produtores e assenta-se na concepção crítica e dinâmica da linguagem (PUGLISI; FRANCO, 2005). Deve ser considerado, não apenas a semântica da língua, mas também a interpretação do sentido que um indivíduo atribui às mensagens. A análise do conteúdo temática, em suas primeiras utilizações, assemelha-se muito ao processo de categorização e tabulação de respostas a questões abertas sobre um determinado tema ou a tabulação e correlação entre temas diferentes (PUGLISI; FRANCO, 2005), que foi o caso da pesquisa (tabulação e correlação entre dois temas: GC e tomada de decisão de investimentos)

Após a validade do construto com as unidades de análise foram aplicadas as entrevistas focadas com os acionistas e se pretende desenvolver dimensões responsáveis na tomada de decisão de investimento associada à GC, respondidas pelos 9 investidores.

Os resultados obtidos na análise dos dados devem ser aderentes às teorias existentes, mas também mostrar o que é conflitante e buscando assim razões para as diferenças (OLIVEIRA; MAÇADA; GOLDONI, 2006). Para isso, após a entrevista realizada, foi realizada uma conversa informal com cada um dos investidores, procurando relacionar as dimensões mais importantes da pesquisa, procurando melhores evidências para os resultados.

Por último, com os resultados obtidos dos acionistas pela análise de conteúdo em sua forma codificada, o resultado passou por um processo de revisão pelo informante-chave (YIN, 2005). Essa última etapa da análise de dados garantiu que as conclusões do pesquisador estão

de comum acordo com a revisão do próprio acionista, eliminando assim dificuldades de interpretação e o viés do pesquisador.

4.8 ELABORAÇÃO DO INSTRUMENTO DE PESQUISA

Os instrumentos de pesquisa são utilizados para representar e oferecer entendimento a uma realidade bem definida. Por isso, o esforço do pesquisador está vinculado à produção de resultados verdadeiros, ou seja, aproximar-se ao máximo da realidade (HOPPEN; LAPOINTE; MOREAU, 1996).

A estrutura do instrumento de pesquisa foi desenvolvida tendo como base a estratégia proposta por Cooper e Schindler (2003). A escolha pela aplicação desse instrumento ocorreu pela divisão em mensurações que aprofunda temas de conhecimento dos entrevistados ordenando temas simples até temas mais complexos respectivamente. No instrumento de pesquisa proposto por Cooper e Schindler (2003) existe um nível hierárquico de perguntas, motivando o entrevistado a se sentir mais a vontade para contribuir com a análise. O questionário possui três tipos de questões de mensuração: questões gerenciais, questões de classificação e questões de direcionamento conforme tabela a seguir:

Mensuração gerencial	
Objetivos	Identificar o respondente, o local e as condições da entrevista, traçar o perfil do investidor, além de promover uma aproximação entre o pesquisador e o investidor.
Número de questões	10 questões
Tipo de questões	Abertas / Fechadas
Forma de mensuração	Descritiva
Mensuração de classificação	
Objetivo	Identificar a percepção do acionista sobre (i) governança corporativa, (ii) setor elétrico e (iii) análise de investimentos, permitindo que as respostas sejam agrupadas, de forma que padrões possam ser revelados e estudados.
Número de questões	9 questões
Tipo de questões	Abertas / Fechadas
Forma de mensuração	Descritiva / Qualitativa
Mensuração de direcionamento	
Objetivo	Investigar as 3 dimensões de investigação da pesquisa (Governança Corporativa, Setor Elétrico, Análise de Investimentos) de forma bastante detalhada
Número de questões	40 questões + Conversa Informal
Tipos de questões	Abertas
Forma de mensuração	Descritiva / Qualitativa

Tabela 4: Tipos de mensuração

Fonte: Elaborado pelo pesquisador.

- (i) Questões Gerenciais: identificam dados cadastrais dos investidores como: ramo de atividade, idade/data de fundação, patrimônio, origem do capital, composição da sociedade, perfil dos entrevistados e perfil de propensão ao risco, composição do *portfólio* de investimento, alocação no setor elétrico.

Questionamentos
Identificação (nome do entrevistado e cargo):
1) Razão Social / Nome:
2) Endereço / Telefone:
3) Idade / Data de Fundação:
4) Ramo de Atividade:
5) Patrimônio total:
6) Origem do Capital:
7) Estrutura Societária (Composição do Capital):
8) Propensão ao risco: a) Conservador; b) Moderado; c) Arrojado
9) Origem do Patrimônio:
10) Alocação do Patrimônio no setor elétrico brasileiro:

Tabela 5: Questionamentos referentes à mensuração gerencial

Fonte: Elaborado pelo pesquisador.

- (ii) Questões de Classificação: identificam a percepção do investidor em relação ao atual momento do mercado financeiro, da governança corporativa e do setor elétrico, além do nível de seu entendimento sobre tais tópicos. Identificar também a satisfação com as políticas existentes de governança corporativa, a estratégia utilizada para tomada de decisão de investimento e papel da governança corporativa para a decisão de investimento.

Questionamentos
11) Como é feita a tomada de decisão de investimento?
12) Com que frequência as estratégias de investimento (<i>portfólio</i>) são revistas?
13) Qual a sua percepção sobre o mercado financeiro e o cenário atual?
14) Qual a sua percepção sobre o setor elétrico e o cenário atual?
15) Qual a sua percepção sobre a governança corporativa e o cenário atual?
16) Qual a sua percepção sobre as políticas e práticas de governança corporativa no setor elétrico brasileiro?
17) Qual o seu grau de satisfação com as práticas e políticas de GC adotadas pelas empresas do setor?
a) Muito satisfeito; b) Satisfeito; c) Neutro; d) Insatisfeito; e) Muito Insatisfeito
18) Especificamente para o setor elétrico, a GC possui relevância para a tomada de decisão de investimento?
19) Acha que essa relação possui importância?

Tabela 6: Questionamentos referentes à mensuração de classificação

Fonte: Elaborado pelo pesquisador.

- (iii) Questões de Direcionamento: compõem o aprofundamento das 3 dimensões de análise do instrumento de pesquisa: governança corporativa, setor elétrico e a análise de investimentos especificamente do setor elétrico brasileiro. Após o roteiro de entrevista, foi feita uma conversa informal de aproximadamente 10 minutos com tópicos livres.

A construção do instrumento de pesquisa nas 3 dimensões foram categorizados de acordo com a revisão de literatura. Especificamente na primeira dimensão, também foram utilizados os resultados do Estudo de Caso Piloto para contribuir com o instrumento, misturando os principais pontos aplicados no Brasil e no resto do mundo e até mesmo os marcos históricos da GC.

Na dimensão da GC, os atributos mais citados no Estudo de Caso Piloto serviram como parâmetro para construção do questionário. Para cada uma das dimensões, inicialmente procura-se classificar e aprofundar de forma que os respondentes são convidados a descrever sobre sua experiência, suas opiniões sobre a importância e a posição brasileira frente aos demais mercados mundiais para cada dimensão de análise, como se fossem 3 questões introdutórias.

Para a primeira dimensão de análise (Governança Corporativa), além das 3 questões introdutórias foram realizadas mais 13 questões específicas sobre a área de forma aberta e qualitativa. Para a dimensão do setor elétrico, foram realizadas 11 questões no total. E por último, para a dimensão de Análise de Investimentos, foram elaboradas 10 questões, além das 3 introdutórias.

A Tabela 7 apresenta os questionamentos da mensuração do direcionamento, separados pelas 3 dimensões em análise.

Dimensão: Governança Corporativa
20) A quanto tempo conhece as práticas de governança corporativa?
21) O que é considerada importante para analisar sobre as políticas e práticas de governança corporativa?
22) Como estão as empresas brasileiras comparadas às demais empresas globais no que tange a parte da governança corporativa? Qual o destaque brasileiro nessa área?
Transcorra suas idéias sobre: (relacionando com a decisão de investimentos e o setor elétrico)
23) Relação da GC com a Globalização
24) Recomendações da OCDE
25) Relação da GC com a liquidez internacional
26) Lei SOX
27) Relação GC com Fontes de Financiamento para as empresas

-
- 28) Relação GC com a Geração de Valor de Mercado
-
- 29) Relação da GC com a visibilidade da empresa
-
- 30) Responsabilidades Sócio-Ambientais
-
- 31) Conselho de Administração
-
- 32) Relação da GC com os Direitos do Acionista
-
- 33) Relação da GC com a Responsabilidade na Gestão
-
- 34) Relação da GC com as Diretrizes Contábeis (Transparência e prestação de contas)
-
- 35) Relação da GC com o profissionalismo.
-

Dimensão: Setor Elétrico Brasileiro

- 37) A quanto tempo atua como investidor no setor elétrico?
-
- 38) O que é relevante no setor elétrico?
-
- 39) Como está a competitividade do setor elétrico brasileiro em comparação com o mesmo setor em outros lugares do mundo? Como o Brasil está posicionado e quais os destaques na área?
-
- Transcorra suas idéias sobre: (relacionando com governança corporativa e a decisão de investimentos)
-
- 40) O negócio em si
-
- 41) Marcos regulatórios
-
- 42) Ministério de Minas e Energia
-
- 43) ANEEL
-
- 44) ONS
-
- 45) Gestão Empresarial
-
- 46) Viabilidade econômica
-
- 47) Retorno do Investimento.
-

Dimensão: Análise de Investimentos

- 47) A quanto tempo é investidor?
-
- 48) O que é importante analisar em uma empresa para a tomada de decisão de investimentos?
-
- 49) Como está inserido o Brasil com relação ao mercado financeiro global? Qual o destaque do nosso país nesse mercado?
-
- Transcorra suas idéias sobre: (relacionando com governança corporativa e o setor elétrico)
-
- 50) Análise de Conjuntura Econômica (Construção de Cenários)
-
- 51) Valuation da Empresa
-
- 52) Análise das Demonstrações Econômicas e Financeiras
-
- 53) Análise dos Indicadores Econômicos e Financeiros
-
- 54) Análise dos Riscos
-
- 55) Histórico de Rentabilidade
-
- 56) Gestão e Estratégias Empresariais
-
- 57) Papel do Diretor de Relações com Investidores (DRI)
-
- 58) Recomendações das Empresas e o consenso de avaliação do mercado financeiro
-
- 59) Relação da Valorização das ações e a GC
-

Conversa Informal

Aproximadamente 10 minutos. Tópicos livres.

Tabela 7: Questionamentos referentes à mensuração de direcionamento

Fonte: Elaborado pelo pesquisador.

Para as entrevistas, a partir do instrumento de pesquisa, a variável do atual momento do mercado financeiro não consegue ser isolada, podendo assim comprometer os resultados, de tal forma que nesse ponto ocorre uma limitação do estudo.

5. ANÁLISE DE RESULTADOS

O Capítulo 5 apresenta os resultados da pesquisa sobre GC das empresas de energia elétrica, sejam elas geradoras, distribuidoras, transmissoras e integradas. No total são 15 empresas. 4 empresas de geração: AES Tietê, CESP, ELETROBRÁS e Tractebel. 4 empresas de distribuição de energia: CELESC, COELCE, Equatorial e Eletropaulo. 2 empresas de transmissão de energia: Terna e Transmissão Paulista. Ao final estão as empresas que desempenham mais de uma atividade, ou seja, empresas integradas, tais como: CEMIG, COPEL, CPFL, Energias do Brasil e Light. Cabe destacar que a seleção das empresas ocorreu com base na listagem das 15 empresas que integram o Índice de Energia Elétrica (IEE) da BOVESPA.

As análises das empresas do setor de energia elétrica no Brasil estão apresentadas a partir de: (i) reuniões de associações, participações em congressos e seminários (ii) materiais disponíveis nas empresas e (iii) entrevistas com as pessoas responsáveis pelas divulgações de informação para o mercado financeiro e com a área de Relações com Investidores (RI). O resumo dos resultados do setor, assim como uma análise das principais recomendações sobre as políticas e práticas de GC de cada empresa analisados individualmente são apresentados na Seção 5.1.

Na Seção 5.2 serão apresentados os resultados das entrevistas com os 9 investidores selecionados a partir do instrumento de pesquisa, apresentado na Seção 4.8.

5.1 EMPRESAS

O objetivo da Seção 5.1 é identificar se as práticas realizadas estão de acordo com o que é desejado pelos acionistas e se são suficientes e relevantes para a tomada de decisão de investimentos.

No que diz respeito aos dados coletados das empresas, foram utilizadas 6 fontes de evidências para análise dos resultados das empresas conforme descrito na Seção 4.6:

- (i) Entrevista pessoal com o responsável na empresa pelo RI;

- (ii) Questionário respondido via correio eletrônico com o responsável pelo RI;
- (iii) Apresentação de resultados em reuniões da APIMEC (Associação dos Profissionais e Investidores do Mercado de Capitais);
- (iv) Relatórios de Sustentabilidade entregue pela companhia;
- (v) Análise da página da empresa na Internet (*homepage*) e verificação da relevância à GC;
- (vi) Pesquisas e estudos anteriores sobre as práticas de GC nas empresas.

A fim de agendar uma entrevista pessoal e formal com cada responsável pela área de RI das 15 empresas, foi enviado um convite para participação na pesquisa, incluindo uma breve apresentação do projeto de pesquisa, identificação do pesquisador e da instituição de ensino, via correio eletrônico. O convite está disponível no Apêndice B, da presente pesquisa.

Foi solicitado ao executivo responsável da Área de GC que participasse da pesquisa, da forma que julgasse mais conveniente e de acordo com a disponibilidade em atender o pesquisador. O convite foi enviado para o Departamento de Relações com Investidores de cada empresa a fim de ser respondido pelo funcionário mais qualificado para a tarefa.

Foram respondidas 10 das 15 solicitações de tal forma que foram realizadas 4 entrevistas pessoais e houve 7 questionários respondidos, sendo que a COELCE foi a única empresa que se prontificou a responder ao questionários e ainda agendou uma entrevista pessoal com o pesquisador.

A fim de tentar reduzir o viés das análises das empresas, uma vez que as análises foram coletadas a partir de 6 fontes de evidências, foi feita uma análise com pelo menos 3 fontes de coleta para cada empresa, conforme Tabela 8 a seguir. Vale ressaltar que mesmo empresas que comparem mesmas fontes de evidências há um viés pela qualidade de cada material analisado, além do próprio viés das entrevistas que também prejudicam as análises.

Empresa	Nº Fontes	i	ii	iii	iv	v	vi
AES TIETÊ	4		X	X	X	X	
CESP	3		X			X	X
ELETROBRÁS	4			X	X	X	X
TRACTEBEL	4	X				X	XX
CELESC	4			X		X	XX
COELCE	4	X	X		X	X	
EQUATORIAL	3		X	X		X	
ELETROPAULO	4		X		X	X	X
TRANSMISSÃO PAULISTA	3			X	X	X	
TERNA	3		X			X	X
CEMIG	4	X		XX		X	
COPEL	3		X			X	X
CPFL	4			X	X	X	X
ENERGIAS DO BRASIL	4	X		X	X	X	
LIGHT	4		X	X		X	X

Tabela 8: Forma de Coleta de dados das empresas

Fonte: Elaborado pelo pesquisador.

O “Nº de fontes” representa a quantidade de formas de coleta de informações das práticas de GC das empresas. Os números de (i) a (vi) representam o tipo de fonte de coleta (conforme especificação anteriormente demonstrada) que foi disponibilizado ao pesquisador para avaliação e análise das práticas de GC. Nos casos em que ocorrem “XX” marcados na Tabela 8, significa que foram reunidos 2 tipos de material da mesma fonte.

A partir das 6 fontes de coletas para cada empresa, nas Seções 5.1.1 até 5.1.15 são apresentadas as práticas e as políticas de GC de cada uma das empresas que compõem as 15 unidades de análise. E por último, na Seção 5.1.16 são apresentados os resultados gerais das empresas de forma consolidada.

5.1.1 AES Tietê

A AES Tietê é uma geradora que possui um parque de usinas composto por 10 hidrelétricas e tem capacidade instalada de 2,65 mil megawatts (MW) e responde por cerca de 20% da energia gerada no Estado de São Paulo e de 2% da produção nacional (AES, 2008b).

A AES Tietê está autorizada a atuar como concessionária na produção de energia elétrica na condição de produtor independente de energia. O contrato de concessão foi assinado com a ANEEL em 1999 e possui validade de vigência de 30 anos (CLAUDIO, 2008).

Foi coletado da empresa, como forma de análise dos resultados, material proveniente de uma apresentação da APIMEC realizada em Maio de 2008 que teve a participação do pesquisador, uma análise da *homepage* da empresa, ressaltando os destaques na área de GC, além de um questionário respondido pelo Departamento de RI por correio eletrônico, no qual foi enviado em conjunto o Relatório de Sustentabilidade da empresa.

Embora não integre nenhum Nível de GC da BOVESPA, a empresa tem preocupações com as boas práticas dessa prática de gestão. A ação da empresa integra o ISE (Índice de Sustentabilidade Empresarial) (AES, 2008b).

A AES Tietê tem como foco da GC a criação de valor ao acionista, conforme apresentação do Sr. Britaldo Soares (DRI da empresa) aos investidores em Porto Alegre em evento patrocinado pela APIMEC (Associação em 08/05/2008. (AES, 2008a).

Na apresentação o DRI destacou que *“a empresa possui preocupação nos mecanismos para garantir que o comportamento dos responsáveis pela gestão da empresa reflita os interesses dos acionistas”*. Entre os instrumentos de fiscalização e controle da gestão das companhias, podem ser citados: (i) deveres legais atribuídos aos administradores e acionistas controladores, (ii) atuação independente do conselho de administração e (iii) um sistema de informações eficiente (AES, 2008a). A adoção de tais práticas assume como linhas mestras de conduta: a ampla transparência, a prestação de contas e a equidade. Para tal, o conselho de administração deve exercer seu papel de estabelecer estratégias para a empresa, eleger Diretoria, fiscalizar e avaliar o desempenho da gestão e escolher a auditoria independente (AES, 2008b).

A área de RI da empresa afirmou que os compromissos com a GC ocorrem através da Política de Divulgação de Informações e Manutenção de Sigilo de Informações relevantes da AES. Tais políticas de GC estão baseadas em: (i) objetivos, (ii) definições, (iii) responsabilidades das partes, (iv) procedimentos de comunicação, (v) exceções, (vi) políticas de sigilo, (vii) procedimentos de comunicação de negociações dos administradores, (viii) procedimentos de comunicação referente a aquisições, alienações e alterações relevantes na participação acionária, (viii) remuneração do conselho de administração e (ix) vedações de negociação (AES, 2008a). Segundo a área de RI que respondeu o correio eletrônico, *“algumas das seções definidas nessa “Política de Divulgação da Companhia” integram inclusive no Estatuto Social da empresa”* e para a área de RI a Política de Divulgação da Companhia possui uma relevância maior aos acionistas do que se a empresa integrasse os níveis de GC da BOVESPA. (AES, 2008c).

5.1.2 Companhia Energética de São Paulo (CESP)

A Companhia Energética de São Paulo (CESP) é a maior companhia de geração de energia do Estado de São Paulo, segundo dados de 2006 da Secretaria de Saneamento e Energia (CESP, 2008). É também a quarta maior companhia de geração de energia do Brasil em potência instalada e a terceira maior com base em energia efetivamente produzida (CESP, 2008). A Companhia possui seis usinas de geração hidrelétrica com um total de 57 unidades geradoras, que possuem capacidade instalada de 7.456 MW representando 8% da capacidade instalada brasileira (CESP, 2008).

A CESP foi constituída em 1966 pelo Governo do Estado, mediante a fusão de 11 empresas paulistas. Até o fim dos anos 1990, a Companhia era verticalmente integrada, atuando nas atividades de geração, transmissão e distribuição de eletricidade no Estado de São Paulo (CESP, 2008).

Dentre as fontes de evidência para análise de resultados da CESP, foi coletado material disponível na *homepage* da empresa, com ênfase na área de GC, foi utilizado também um relatório setorial realizado por um profissional do mercado financeiro que analisa a dificuldade do exercício das práticas de GC em uma empresa estatal em vias de ser privatizada. O autor de relatório acredita que quando existe uma falta de estratégia definida na empresa, as políticas de GC ficam comprometidas (CLAUDIO, 2008). Além disso, um questionário foi respondido pelo Departamento de RI da empresa por correio eletrônico pelo assessor de comunicação da CESP.

A CESP já passou por 4 tentativas de privatização. Em 1º de novembro de 2000, o Governo do Estado publicou edital estabelecendo as condições para a venda de sua participação na Companhia da totalidade das ações ordinárias com direito a voto. A alienação foi suspensa quando nenhuma das seis empresas pré-qualificadas apresentou lance (CLAUDIO, 2008).

Em maio de 2001, houve nova tentativa de privatização, que foi posteriormente suspensa pelo Governo do Estado. Isso ocorreu anteriormente à data proposta para o leilão em função, dentre outros fatores, da incerteza gerada pela iminente crise energética (CLAUDIO, 2008).

Em Maio de 2006 e em Maio de 2008, duas novas rodadas de tentativa de privatização foram feitas. Porém, nenhuma empresa pré-qualificada apresentou lance novamente. É notório e plenamente divulgado ao mercado que existe interesse na venda do

Governo do Estado de São Paulo de sua atual participação no controle acionário da companhia, porém novos leilões serão estudados em oportunidades futuras e oportunas. A falta de interesse do Governo do Estado gera uma falta de estratégia empresarial que afeta negativamente os direitos dos acionistas da empresa (CLAUDIO, 2008).

O assessor de comunicação da empresa respondeu o questionário enviado pelo pesquisador e afirmou que a empresa integra o N1 da BOVESPA, porém oferece voluntariamente dois direitos adicionais: (i) a adesão à Câmara de Arbitragem e (ii) *Tag Along* integral para as ações preferenciais da classe B (CESP6). Esses 2 direitos dados aos acionistas não são práticas obrigatórias às empresas do N1, mas obrigatórias no N2 e no NM, respectivamente (NUNES, 2008).

5.1.3 Centrais Elétricas Brasileiras (ELETROBRÁS)

A ELETROBRÁS é uma empresa de economia mista, controlada pelo governo federal que detém 53,99% de suas ações. Maior holding do setor elétrico da América Latina, a ELETROBRÁS tem suas ações negociadas na BOVESPA, onde integra o N1 de GC, na Bolsa de Madri e no mercado americano na Bolsa de Nova York, onde integra o *Dow Jones Sustainability Index* (DJSI) (ELETROBRÁS, 2008). O objetivo da ELETROBRÁS, desde sua criação em 1962 é a realização de estudos, projetos, construção, operação de usinas produtoras e geração de energia elétrica (ELETROBRÁS, 2006).

Sob o controle da ELETROBRÁS estão as seguintes empresas de energia: Companhia Hidrelétrica do São Francisco (CHESF), Furnas, Eletronorte, Eletronuclear, Eletrosul e a Light. O sistema ELETROBRÁS, que reúne as empresas controladas, possui uma capacidade instalada de 39.753 MW, ou seja, 39,6% de toda a geração de energia no Brasil é produzida pela ELETROBRÁS, a partir de suas 30 usinas hidrelétricas, 15 termelétricas e duas usinas nucleares (ELETROBRÁS, 2008).

Dentre as fontes de evidência para análise de resultados da ELETROBRÁS, foi coletado material disponível na *homepage* da empresa, com ênfase na área de RI, foi utilizado também relatório da apresentação ocorrida em Porto Alegre na APIMEC em 12/07/2006. O relatório de sustentabilidade cedido pela empresa é de 1999, uma vez que os planos e projetos de sustentabilidade e de expansão são decenais e deve sofrer alguma alteração em 2009, porém ainda não está disponível. Por último, foi utilizado como fonte de evidência a o

relatório da análise contábil e das demonstrações financeiras, elaborado em 2008, referente ao exercício de 2007. O relatório em questão apresenta idéias importantes sobre as práticas de GC da companhia.

O interesse dos *stakeholders* para esses novos conceitos de sustentabilidade é o principal motivador para que uma empresa controlada pelo Governo Federal venha adotar práticas responsáveis de responsabilidade e governança (ELETROBRAS, 2006). A ELETROBRÁS integra o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) da BOVESPA e integra também o *Dow Jones Sustainability Index* (DJSI) na Bolsa de Nova York, além de integrar o N1 da BOVESPA de GC (ELETROBRÁS, 2006).

A responsabilidade social está focada na cadeia dos negócios da empresa e engloba preocupações com as suas partes interessadas, cujas demandas e necessidades a empresa deve buscar entender e incorporar aos negócios. Assim, a responsabilidade social deve tratar diretamente dos negócios da empresa e de como ela os conduz, permeando a sua estrutura, envolvendo todos os seus departamentos e atividades (ELETROBRÁS, 2006). Para atingir esse objetivo, a ELETROBRÁS publica desde 2005 seu Balanço Social, em conformidade com a Lei SOX e com os padrões de GC sugeridos pela BOVESPA (ELETROBRÁS, 2008).

A ELETROBRÁS em 2008, em termos de GC, atingiu um objetivo que vinha sendo focado já há algum tempo. Suas ações passaram a integrar o N2 de GC em Nova York (ELETROBRÁS, 2008). As práticas de GC aplicadas pela empresa estão mais avançadas nos Estados Unidos do que no Brasil, uma vez que a empresa acredita que a visibilidade do mercado externo seja mais seletiva (ELETROBRAS, 2008) A efetivação foi possível uma vez que a empresa se adequou e reestruturou contabilmente para integrar o padrão USGAAP. Para isso foram necessários ajustes atuariais e legais que pela legislação brasileira, não são obrigatórios (ELETROBRÁS, 2008).

A empresa enfatiza que o registro do N2 no mercado norte-americano, aliado ao conjunto de medidas que vem sendo adotado pela Administração da ELETROBRÁS, têm o objetivo de melhorar a liquidez e a cotação das ações, assim como as condições favoráveis nas futuras captações de recursos necessários ao programa de investimentos da companhia (ELETROBRÁS, 2008). A ELETROBRÁS foi a primeira empresa do setor de energia elétrica a integrar o Nível 2 de GC nos Estados Unidos, e a sexta empresa brasileira a receber tal certificação na Bolsa de Nova York. (ELETROBRÁS, 2009).

5.1.4 Tractebel Energia

A Tractebel Energia S.A. faz parte da SUEZ, grupo franco-belga que atua em mais de 100 países no setor de eletricidade, gás, serviços energéticos, água e tratamento de resíduos. Sediada em Florianópolis (SC), é a maior geradora privada de energia elétrica do Brasil, com 13 usinas, que respondem por cerca de 7% da energia gerada no país (IMF, 2007).

A Tractebel iniciou suas atividades no Brasil em 2000, com a aquisição na privatização da Gerasul. Desde então o grupo Suez realizou investimentos da ordem de R\$ 2,5 bilhões na expansão e na melhoria de suas usinas, consolidando sua atuação no setor elétrico brasileiro. Nesse mesmo período, a capacidade instalada da Companhia apresentou crescimento de 58% passando para 5.860 MW (IMF, 2007).

Dentre as fontes de evidência para análise de resultados da Tractebel foi coletado material disponível na *homepage* da empresa, com ênfase na área de GC. Foi utilizado o *stockguide* da Economatica (2008) e o Guia de Companhias Abertas do IMF (2007) que auxiliaram na coleta de dados das características e das práticas de GC aplicadas pela empresa. Por último, foi realizada uma entrevista com o Sr. Maurício Bahr, presidente do conselho de administração da empresa, na sede da companhia em Florianópolis em Janeiro de 2008.

Desde que integra o Novo Mercado (NM) da BOVESPA, a companhia vem se dedicando a estreitar seu relacionamento com o mercado de capitais. Seu empenho em se adequar às melhores práticas de GC permitiu que a companhia se mantivesse no Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada (IGC), no Índice de Ações com Tag Along Diferenciado (ITAG) e no Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) (IMF, 2007). A Tractebel Energia é a única empresa geradora do Brasil que integra o Novo Mercado (NM) da BOVESPA, que é o nível de certificação mais alto de práticas e políticas de GC (ECONOMATICA, 2008).

A Tractebel Energia é administrada por um Conselho de Administração e por uma Diretoria, sendo que um dos diretores integra ambos. A fiscalização fica por conta do Conselho Fiscal e não existe qualquer relação familiar entre os membros da administração ou entre estes e o acionista controlador da empresa. Não há, tampouco, contrato ou obrigação relevante entre os administradores e a empresa (TRACTEBEL, 2008).

As exigentes regras de listagem do NM ampliam os direitos dos acionistas, melhoram a qualidade das informações prestadas e, ao determinar a resolução dos conflitos

por meio de uma Câmara de Arbitragem, oferecem aos investidores a segurança de uma alternativa mais ágil e especializada (TRACTEBEL, 2008).

Adicionalmente às regras do NM, a Tractebel Energia iniciou, em 2004, um processo de adequação de sua estrutura de controle interno às regras da Lei *Sarbanes-Oxley* (SOX), que definem os critérios de divulgação e emissão de informações financeiras. Algumas práticas de controle foram reforçadas e outras estão sendo implementadas, a fim de aprimorar as conferências internas e aumentar a responsabilidade dos executivos pela eficiência das operações, pela confiabilidade dos relatórios e pelo cumprimento das leis e regulamentos aplicáveis (TRACTEBEL, 2008).

Para corroborar com esse processo, foi relatado ao pesquisador pelo Presidente do Conselho de Administração da empresa, Sr. Maurício Bahr, que: *“o objetivo estratégico da GC a partir de agora, é que essa expertise também seja aplicada no mercado norte-americano”*. O executivo afirma que as práticas de GC aplicadas pela empresa são provenientes das indagações dos acionistas, do Departamento de RI em conjunto com o Conselho de Administração. Segundo o executivo:

os ideais de GC aplicados na Tractebel são formulados em conjunto com diversas áreas, cada *stakeholder* envolvido participa e apresenta suas necessidades, cabe ao conselho corroborar e aplicar as práticas que julga de melhor efeito para a companhia como um todo.

5.1.5 Centrais Elétricas de Santa Catarina (CELESC)

A Centrais Elétricas de Santa Catarina (CELESC) foi criada em dezembro de 1955 pelo decreto estadual nº 22, assinado pelo governador Irineu Bornhausen. Até a metade do século, as necessidades energéticas do estado eram supridas por pequenos e médios sistemas elétricos regionalizados, geralmente mantidos pela iniciativa privada (CELESC, 2008).

A empresa presta serviços de distribuição de energia elétrica para uma carteira formada por mais de dois milhões de clientes. O mercado atendido pela CELESC, incluindo consumidores livres e cativos, foi responsável pelo consumo de 15.474 MWh de energia elétrica em 2007. O Volume foi 3,5% maior do que o registrado em 2006 (IMF, 2007).

Na área comercial, a CELESC é referência para o setor em diversos quesitos como: empresa preocupada com o meio ambiente, empresa preocupada com a satisfação dos clientes e empresa que contribui para o desenvolvimento da região (IMF, 2007). Inclusive o Prêmio

IASC - Brasil, citado no capítulo anterior já foi recebido pela CELESC em dois anos: 2007 e 2005 (ANEEL, 2008).

Dentre as fontes de evidência para análise de resultados da CELESC foi coletado material disponível na *homepage* da empresa, com ênfase na área de GC. Foi utilizado o Guia de Companhias Abertas do IMF (2007) e materiais referentes à companhia disponibilizados pela ANEEL que auxiliaram na coleta de dados das características e das práticas de GC aplicadas pela empresa. Por último, foi utilizado também relatório da apresentação ocorrida em Porto Alegre na APIMEC em 13/11/2007.

Desde que ingressou no N2 de GC da BOVESPA, a empresa vem buscando melhorias, tendo como diretrizes maior transparência, divulgação e responsabilidade no tocante aos direitos aos acionistas, além de tratamento equânime e ética profissional, pois entende que as boas práticas de GC repercutem na redução de seu custo de capital, o que aumenta a viabilidade do mercado de capitais como alternativa de capitalização (CELESC, 2007).

A política ambiental, em vias de implantação, objetiva contribuir para a desejada conformidade sócio-ambiental, mediante a incorporação das boas práticas de gerenciamento ambiental, com vistas ao aperfeiçoamento contínuo na minimização de impactos oriundos de sua atividade, sendo este um dos pilares para a sustentabilidade (CELESC, 2007).

Em reunião apresentado aos analistas do Mercado Financeiro em Porto Alegre em 13 de Novembro de 2007, a empresa evidenciou todos os prêmios recebidos pela empresa que possuem algum tipo de relação com as boas práticas da GC.

Com ações baseadas nos princípios da profissionalização, GC, transparência da informação e blindagem política às decisões empresariais, a CELESC busca constante aprimoramento da eficiência operacional e dos resultados financeiros, assim como a satisfação do público interno, provando aos potenciais investidores que, apesar do controle estatal, a CELESC é gerida com clara orientação para o mercado (CELESC, 2008).

5.1.6 Companhia Elétrica do Ceará (COELCE)

A COELCE foi criada por meio da Lei Estadual nº. 9.477 de 05/07/1971, com a unificação das quatro empresas distribuidoras de energia elétrica então existentes no Estado do Ceará até 1971. A autorização para a COELCE prestar o serviço público foi concedida

pelo Decreto Federal nº 69.469 de 05/11/1971 (COELCE, 2008). Em 1995, a COELCE torna-se uma companhia de capital aberto, passando a negociar suas ações na BOVESPA (COELCE, 2008).

Em 1998, a COELCE é privatizada em leilão público realizado na Bolsa de Valores do Rio de Janeiro. O Consórcio Investluz S.A., formado por Endesa España S.A., Enersis e a Companhia de Eletricidade do Rio de Janeiro – CERJ converte-se no novo controlador da COELCE. O Governo do Estado do Ceará, antigo controlador, repassa ao novo consórcio, 30 anos de direitos exclusivos sobre a distribuição de energia elétrica no Estado do Ceará (COELCE, 2008).

A COELCE é a terceira maior distribuidora do Nordeste brasileiro em volume comercializado de energia e é responsável pelo fornecimento de energia elétrica a mais de 2,5 milhões de clientes (COELCE, 2008b). Em 2006 e 2007 a COELCE conquista o prêmio IASC de Melhor Distribuidora da Região Nordeste, concedido pela ANEEL (COELCE, 2008b).

Dentre as fontes de evidência para análise de resultados da COELCE, foi coletado material disponível na *homepage* da empresa, com ênfase na área de RI. Foi utilizado também o Relatório de Sustentabilidade de 2007 que foi enviado por correio eletrônico ao pesquisador. O relatório contém as diretrizes e o Plano Decenal de 2008 – 2017 da empresa. Em consulta realizada pelo pesquisador a empresa prontamente respondeu ao questionário através do convite de participação disponível no Apêndice A. Por último, em Julho de 2008, o DRI, Sr. Teobaldo Leal conversou informalmente com o pesquisador em visita à Porto Alegre sobre as perspectivas futuras da empresa a respeito dos planos de listar a companhia no N1 da BOVESPA.

No relatório anual da empresa de 2007, divulgado ao mercado em Abril de 2008, a COELCE assume alguns compromissos para o ano de 2008 que são: (i) atendimento e manutenção da qualidade do serviço, (ii) manutenção do nível de investimentos na ordem de R\$ 400 milhões e (iii) continuidade do programa “Luz para todos” com previsão de atender 33 mil novos clientes (COELCE, 2008b).

Segundo respondido ao pesquisador por correio eletrônico pelo Departamento de RI da companhia, a COELCE, mesmo que não integre nenhum nível de GC, adota práticas abrangentes visando promover uma gestão transparente, assegurar um tratamento igualitário a todos os acionistas e fortalecer os canais de interação com a sociedade. Essas diretrizes norteiam a estrutura de governança e a atuação dos órgãos que a compõem. O funcionamento dessa estrutura é fortalecido pela adoção de colegiados não obrigatórios, participação

expressiva de conselheiros independentes, canais institucionalizados de comunicação fluida com os diversos públicos e o seguimento rigoroso de normas de controle (COELCE, 2008c).

O Grupo espanhol Endesa, controlador do Consórcio Investluz (principal acionista da COELCE, possui títulos negociados na Bolsa de Nova York (NYSE), onde a empresa se adequou aos requerimentos da Lei Sarbanes-Oxley, reforçando seus padrões de GC relacionados à divulgação e à emissão de relatórios financeiros nos Estados Unidos (COELCE, 2008b). Em recente entrevista concedida ao pesquisador em Julho de 2008, o DRI da COELCE, o Sr. Teobaldo Leal, falou que é prioridade para a empresa estar listada no Nível 1 de GC da BOVESPA ainda em 2009, pois é uma decisão estratégica do Grupo Endesa. Segundo o executivo:

a empresa está passando por uma grande transformação de transparência. Todos os vícios da antiga estatal COELCE estão se tornando coisas do passado, garantindo assim uma sustentabilidade à empresa. A listagem ao N1 da BOVESPA deve ocorrer em 2009, não apenas por imposição dos minoritários, mas também porque é desejo dos controladores.

5.1.7 Equatorial Energia

A Equatorial Energia é uma sociedade holding que tem como principal estratégia a expansão de sua operação de distribuição de energia nas regiões Norte, Nordeste e Centro-Oeste, pela aquisição do controle de outras distribuidoras. Essas regiões reúnem 20 dos 27 estados brasileiros (7 na região Norte, 9 na região Nordeste e 4 região Centro-Oeste) com mais de 79,9 milhões de habitantes, representando 42,7% da população nacional em 2007 (EQUATORIAL, 2008).

A Equatorial é a segunda maior distribuidora de energia elétrica do Nordeste em extensão de área de concessão, a quarta em termos de número de consumidores e a quinta em termos de consumo de energia (EQUATORIAL, 2008).

A CEMAR foi privatizada em 15 de junho de 2000, tendo sido adquirida pela Brasil Energia LLC, por meio de sua controlada, a Equatorial. A partir de 2001, a CEMAR passou a apresentar problemas econômico-financeiros, colocando em risco a prestação do serviço público de distribuição de energia no Maranhão. Em 2002, a Brasil Energia LLC publica a intenção da venda do controle acionário, porém é impedido pelo Governo Federal. A solução

para esse problema ocorreu em 2004 onde foi aprovada a gestão integrada do GP Investimentos, que é um fundo de investimentos em capital de risco (*private equity*) junto com o acionista majoritário, sem que haja alteração no controle (EQUATORIAL, 2008).

Dentre as fontes de evidência para análise de resultados da Equatorial Energia foi coletado material disponível na *homepage* da empresa, com ênfase na área de RI. Em consulta realizada pelo pesquisador a empresa respondeu ao questionário através do convite de participação disponível no Apêndice A. A participação envolveu a Sra. Mayra Fregonesi que é gerente de RI da empresa. Por último, foi utilizado relatório da apresentação dos resultados trimestrais, referente ao 1º trimestre de 2008. O relatório foi elaborado na sede da companhia em São Luís / MA em 12/05/2008 e disponibilizado ao mercado financeiro.

A Equatorial Energia, em seu relatório de Apresentação de Resultados referente ao 1º trimestre de 2008 (1T08), apresenta como meta estratégica de 2009 a integração de suas ações no Novo Mercado (NM) da BOVESPA. Atualmente a empresa integra o Nível 2 e possui um Estatuto Social aplicando as principais práticas de GC já se adequando ao NM, a empresa possui uma “Política de Divulgação de Resultados” e ainda um “Código de Conduta” que norteia o comportamento dos funcionários, dos principais executivos e dos membros do conselho (EQUATORIAL, 2008).

A GP Investimentos informou ao pesquisador por meio de correio eletrônico pela área de RI que desde 2004 vem sendo aplicado um “*choque de gestão*” na Equatorial Energia, criando inclusive regulamentos sobre bonificações aos executivos e dividendos aos acionistas, objetivando assim a redução do custo de capital da empresa e a atração de capital de futuros e prospectivos acionistas e investidores (FREGONESI, 2008). “*Como nosso maior controlador é a GP Investimentos, existe uma interferência deste grupo dentro da Equatorial nas práticas de GC.*”.

5.1.8 Eletropaulo

A Eletropaulo é responsável pelo fornecimento de energia elétrica a 24 municípios da região metropolitana de São Paulo, incluindo a Capital paulista. A Eletropaulo tem como acionista majoritário o Grupo AES, que é um dos maiores grupos mundiais na área de geração e distribuição de energia (ELETROPAULO, 2008).

A Eletropaulo foi a primeira empresa do setor elétrico a divulgar um Relatório de Sustentabilidade Corporativa em 2002. A criação de valor para os *stakeholders*, a

minimização de riscos éticos e a adoção de boas práticas de GC, assim como o seu aprimoramento contínuo, são essenciais para a Eletropaulo fazer a gestão estratégica e eficiente do seu negócio (ELETROPAULO, 2008).

Dentre as fontes de evidência para análise de resultados da Eletropaulo foi coletado material disponível na *homepage* da empresa, com ênfase na área de RI. Em consulta realizada pelo pesquisador a empresa respondeu ao questionário através do convite de participação disponível no Apêndice A enviado por correio eletrônico. O relatório de Sustentabilidade de 2007 da companhia também forneceu informações para a análise de resultados. E por último, um estudo da BOVESPA sobre a criação do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) coloca em evidência a Eletropaulo e também serviu como constituição de evidência para a pesquisa.

Por este compromisso, a empresa integra desde 2004 o N2 de GC da BOVESPA. Em 2007, a Eletropaulo manteve-se na carteira de ativos do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE), também da BOVESPA, da qual faz parte desde 2005. O ISE é um índice composto por empresas comprometidas com a responsabilidade social e ambiental (BOVESPA, 2007).

A estrutura de GC da companhia está baseada em 3 pilares conforme resposta da Diretoria de RI da empresa: (i) conformidade de controle, (ii) auditorias e (iii) comportamento ético. Promover e assegurar a integridade dos negócios, acompanhar a conduta legal e ética dos parceiros, resguardar a imagem da empresa, garantir ações corretivas e proteger a Eletropaulo de situações de violações éticas ou legais são alguns dos propósitos da diretoria de RI (ELETROPAULO, 2008b).

Segundo o Relatório de Sustentabilidade de 2007 da Companhia, o acompanhamento da gestão da empresa reflete as melhores práticas de GC. O mais alto órgão de GC da Eletropaulo é o Conselho de Administração composto por 11 membros efetivos e 4 suplentes, incluindo 2 conselheiros independentes e um representante eleito pelos colaboradores. O Conselho de Administração é responsável pelo Planejamento Estratégico da empresa. As boas práticas de GC integram o Planejamento Estratégico da Eletropaulo (ELETROPAULO, 2008).

O relacionamento da Eletropaulo com todos os seus *stakeholders* está fundamentado no “Guia AES de Valores”, baseado nos mais altos preceitos éticos. A empresa ainda mantém políticas específicas para controle e sigilo de informações relevantes, de forma a impedir o uso privilegiado de dados disponíveis aos profissionais em razão de suas atividades na empresa (ELETROPAULO, 2008).

5.1.9 Transmissão Paulista

A Transmissão Paulista foi criada a partir da cisão da CESP (Companhia Energética de São Paulo) e iniciou suas operações na área de transmissão de energia em 1º de abril de 1999. Em novembro de 2001, incorporou a EPTE (Empresa Paulista de Transmissão de Energia Elétrica S.A), oriunda da cisão da Eletropaulo, resultando desta forma, em uma empresa bem maior (TRANSMISSÃO PAULISTA, 2008).

A Transmissão Paulista opera uma complexa infra-estrutura composta por mais de 12.144 Km de linhas de transmissão que se estendem por todo o Estado de São Paulo, ultrapassando 18.495 Km de circuitos. A empresa opera em 102 subestações e a operação é monitorada por um sistema integrado de coordenação, supervisão e controle do sistema elétrico (TRANSMISSÃO PAULISTA, 2008).

A empresa foi vencedora de duas importantes linhas de transmissão em Tocantins e no Piauí, com uma extensão de 7.200 km em 2007. Com o fechamento desse contrato a empresa, passará por um incremento de 60% da sua atual malha de linhas de transmissão, tornando-se assim a 2ª maior empresa de transmissão do Brasil e a maior empresa de transmissão de capital privado (TRANSMISSÃO PAULISTA, 2008).

Dentre as fontes de evidência para análise de resultados da Transmissão Paulista foi coletado material disponível na *homepage* da empresa, com ênfase na área de RI. O relatório de Sustentabilidade de 2007 da companhia forneceu também informações para a análise de resultados. E por último, o material disponibilizado pela empresa em sua apresentação na APIMEC de São Paulo. A apresentação na ocasião foi feita pelo DRI da empresa, o Sr. Eduardo Feldmann Costa.

Com relação à GC, foi apresentado em Reunião da APIMEC as políticas corporativas em execução pela empresa desde 2007, que são: (i) Política Social, (ii) Política Ambiental, (iii) Política de Qualidade, (iv) Política de Comunicação, (v) Política de controles internos, (vi) Política de Gestão Humana e (vii) Política de Gestão de Riscos. Todas essas políticas foram relacionadas como prioritárias, segundo consulta feita pela empresa com o mercado e com o Conselho de Administração sobre a importância da GC aos *stakeholders* e todas as atuais políticas estão detalhadas e disponíveis no Relatório de Sustentabilidade da empresa, que é desenvolvido desde que a empresa passou a integrar o N1 de GC da BOVESPA (TRANSMISSÃO PAULISTA, 2008).

Dentre os compromissos apresentados pela empresa em função da GC, destaca-se: (i) crescimento com rentabilidade e geração de valor, (ii) construção de relações sustentáveis com qualidade e custos competitivos, (iii) comunicação confiável e transparente, (iv) fortalecimento do Estado de Direito, (v) Desenvolvimento dos colaboradores, (vi) contribuição ao meio ambiente, (vii) equidade de informações e regras claras nos processos e serviços de compras de bens e serviços, (viii) contribuição para o desenvolvimento sustentável e (ix) contribuição do bem estar social (TRANSMISSÃO PAULISTA, 2008).

5.1.10 Terna

A Terna é uma das maiores empresas de transmissão de energia elétrica do Brasil, que opera no país por meio de duas subsidiárias: a Transmissora Sudeste Nordeste S.A. e a Novatrans Energia S.A. É controlada pela Terna Spa., empresa que detém a grande maioria da rede transmissão em alta voltagem na Itália. Atualmente suas subsidiárias operam 2.447 km de linhas de transmissão de 500 kV, 12 subestações e um centro de controle, por meio de concessões outorgadas pelo prazo de 30 anos (TERNA , 2006).

Dentre as fontes de evidência para análise de resultados da Terna foi coletado material disponível na *homepage* da empresa, com ênfase na área de RI. Em consulta realizada pelo pesquisador a empresa respondeu ao questionário através do convite de participação disponível no Apêndice A enviado por correio eletrônico. E por último, a empresa apresentou seu código de ética realizado em 2006. O código de ética apresenta as práticas e aplicações de GC da empresa de forma resumida.

Em outubro de 2006, a Companhia ingressou no N2 de GC da BOVESPA. A iniciativa, que transferiu 34% das ações de seu capital para as mãos de investidores brasileiros e estrangeiros, consolida a presença da Terna Participações no país, estimula a entrada da empresa em um novo ciclo de crescimento e a alinha às melhores práticas de gestão adotadas pela Terna SpA (TERNA, 2006).

O Código de Ética da Terna é o relatório corporativo que melhor apresenta as práticas e políticas de GC da empresa. Desenvolvido em 2006, junto com a abertura de capital da empresa na BOVESPA, o Código de Ética é destinado à própria empresa, suas subsidiárias, seus funcionários, demais *stakeholders*, aos conselheiros e aos gestores (TERNA, 2006).

Na Seção 3 do Código de Ética, a GC ganha importância e a empresa demonstra atenção especial para dois pontos sobre GC: (i) relacionamento da empresa com os stakeholders e (ii) conflito de interesses (TERNA, 2006). Ganha destaque também no Código de Ética, especificações para coibir comportamentos que possam caracterizar uma situação de “corrupção” (TERNA, 2006). Parte desse destaque dado à corrupção é proveniente da controladora ser de uma formação europeia e italiana, onde foram verificados no final da década de 90, casos semelhantes com empresas do setor elétrico do mesmo porte. A Terna SpA passou ileso de tal deterioração de imagem das empresas elétricas italianas, segundo respondido por correio eletrônico ao pesquisador pela Área de RI da empresa (TERNA, 2008).

5.1.11 Companhia Energética de Minas Gerais (CEMIG)

A CEMIG atua nas áreas de geração, transmissão e distribuição de energia elétrica. Na área de distribuição de energia elétrica, a CEMIG é responsável por aproximadamente 12% do mercado nacional (CEMIG, 2008).

O Grupo CEMIG atua em Minas Gerais e em mais 10 estados brasileiros e no Chile. A CEMIG é uma empresa mista de capital aberto, controlado pelo Governo de Minas Gerais. As ações da empresa estão listadas no BOVESPA, Nova Iorque e Madri. Nos últimos quatro anos, o valor de mercado da CEMIG passou de R\$ 4 bilhões para R\$ 20 bilhões (CEMIG, 2008).

Dentre as fontes de evidência para análise de resultados da CEMIG foi coletado material disponível na *homepage* da empresa, com ênfase na área de RI. Além disso, foi utilizado materiais da apresentação dos resultados na APIMEC em Porto Alegre em dois momentos distintos: em 2006 e em 2008. Na apresentação de 2008, o DRI da empresa, Sr. Luiz Fernando Rolla aceitou o convite do pesquisador e concedeu uma entrevista, auxiliando assim no melhor entendimento sobre as aplicações e práticas da GC da empresa.

A sustentabilidade foi o principal destaque apresentado sobre GC em Reunião em Porto Alegre em 2008. Na ocasião, o DRI afirmou que os pilares da sustentabilidade são baseados na dimensão econômica, ambiental e social. Todas as diretrizes dos principais *stakeholders* devem estar em conformidade com os Relatórios de Sustentabilidade. A dimensão econômica, por exemplo, tem como objetivos estratégicos: (i) crescimento com

qualidade, (ii) equilíbrio dos indicadores financeiros e (iii) retorno aos acionistas (CEMIG, 2008b).

O manual de GC da CEMIG, apresentado na mesma reunião em 2006, está dividido em 5 partes: (i) Principais práticas: que envolvem questões como assembleias de acionistas, eleição do conselho de administração e do conselho fiscal, além da constituição da comissão de ética e da seleção dos auditores. (ii) Política de Divulgação, (iii) Política de Dividendos, (iv) Gestão de Riscos, (v) Regimentos Internos: que envolvem as formas de operação dos funcionários, do Conselho de Administração, do Conselho Fiscal, dos controladores e dos gestores (CEMIG, 2006).

Foi identificado que a CEMIG é a empresa estudada que mantém uma melhor média de agenda de encontros regulares com os acionistas nas principais cidades brasileiras e do mundo. A CEMIG demonstra com isso, preocupação e pro atividade junto aos acionistas.

5.1.12 Companhia Paranaense de Energia (COPEL)

A COPEL, maior empresa do Estado, foi criada em 1954, com controle acionário do Estado do Paraná e abriu seu capital ao mercado de ações em 1994 e em julho de 1997 foi a primeira empresa do setor elétrico brasileiro listada na Bolsa de Valores de Nova York. Desde 2002 integra também a Bolsa de Valores de Madri (COPEL, 2008a).

A Companhia atende diretamente a 3.455.760 unidades consumidoras em 393 municípios e 1.118 localidades (distritos, vilas e povoados). O quadro de pessoal é integrado por 8,1 mil empregados. A estrutura da COPEL compreende nas áreas de geração, transmissão e distribuição (COPEL, 2008a).

Dentre as fontes de evidência para análise de resultados da COPEL foi coletado material disponível na *homepage* da empresa, com ênfase na área de RI. A empresa respondeu ao questionário sobre GC através do convite de participação disponível no Apêndice A, que auxiliou na análise de Resultados. E por último, o Código de Ética da empresa foi analisado também, uma vez que a GC está presente no relatório.

O Gerente de Relações com os investidores, Sr. Pedro Marcelo Gonçalves, através de correspondências eletrônicas sobre as práticas de GC adotadas pela empresa, enfatizou que a empresa planeja integrar ao N1 de práticas de GC da BOVESPA ainda ao longo do ano de 2008. Embora a empresa não possua obrigatoriedade certificada pela BOVESPA, a COPEL

utiliza algumas práticas de forma voluntária, objetivando a atração de investidores estrangeiros que valorizam tais ações (COPEL, 2008b).

Para as ações negociadas na Bolsa de Nova York, a empresa também possui práticas voluntárias de GC, superiores às exigidas, conforme informado pelo Gerente de RI. No mercado norte-americano a empresa publica seus resultados pelos padrões contábeis exigidos em US GAAP, conforme recomenda a Lei Sox, além de cumprir políticas e exigências da Lei 303 que é uma regra do mercado norte-americano para empresas estrangeiras que desenvolvem programas de GC (COPEL, 2008b).

A Lei 303 desenvolvida pela *Security Exchange Commission* (SEC), órgão que regula o mercado norte-americano de capitais, possui basicamente 7 diretrizes que trata sobre: (i) Conselho de administração, (ii) Comitê de GC, (iii) Comitê de Auditoria, (iv) Obrigações contábeis, (v) Conduta de Ética, (vi) Diretoria Executiva e (vii) Transparência de Informações. Para todas as diretrizes, a COPEL adere voluntariamente aos requisitos de práticas de GC, segundo o Gerente de RI (COPEL, 2008b).

5.1.13 CPFL Energia

A CPFL Energia possui uma plataforma de distribuição que atende 568 municípios paulistas, gaúchos, paranaenses e mineiros. Criada em agosto de 2002, a holding CPFL Energia é controlada basicamente por um fundo de *private equity* (empresa de capital de risco que compra participação e controle acionário de empresas objetivando a remuneração do capital), denominado 521 Participações S.A e pelo consórcio VBC Energia (Grupo Camargo Corrêa e Grupo Votorantim) (CPFL, 2008a).

A empresa é responsável pela distribuição de 14% de toda a eletricidade consumida no Brasil. A distribuição de energia é a principal atividade da CPFL que como empresa integrada ainda atua na área de geração (CPFL, 2008a).

Dentre as fontes de evidência para análise de resultados da CPFL Energia foi coletado material disponível na *homepage* da empresa, com ênfase na área de GC. Além disso, o relatório da companhia de Sustentabilidade Empresarial realizado em 2007 é uma fonte de coleta que apresenta as práticas de GC aplicadas pela companhia. Ainda integram como fonte de coleta de dados para análise dos resultados, o relatório independente de uma Consultoria americana, *Austin Ratings*, que é uma instituição certificadora das práticas de GC com abrangência nos Estados Unidos e na América Latina. Por último, foi utilizado também

relatório da apresentação trimestral ocorrida em Porto Alegre na APIMEC em 11/08/2008 para análise dos resultados.

Em recente apresentação promovida pela APIMEC em Porto Alegre, o DRI da empresa, Sr. José Antonio Filippo, destacou os diversos Prêmios concedidos à empresa ao longo de 2005, quando a CPFL passou a integrar o NM da BOVESPA (CPFL, 2008b). Desde 2005 a empresa é indicada ao Prêmio IBGC, que escolhe a melhor empresa brasileira na utilização das boas práticas de GC da Bovespa. Além disso, em 2008, a CPFL foi a vencedora do Prêmio IASC (Índice ANEEL de Satisfação do Consumidor) que é disputado por 64 distribuidoras de energia e escolhida pelos consumidores finais pela qualidade da prestação de serviços (CPFL, 2008b).

O Diretor de RI da empresa destacou que além das premiações do IBGC e da ANEEL, a empresa vem desenvolvendo políticas de GC também no mercado norte-americano. O *Standard & Poors* (S&P), por exemplo, que é uma empresa de *rating* de risco, concedeu à CPFL Energia em Julho de 2008, a nota “brAA+”, melhor nota de crédito de uma empresa de energia elétrica no exterior (CPFL, 2008b).

O Relatório de Sustentabilidade de 2007 da empresa apresenta também práticas e políticas ambientais além de compromissos com a sociedade, a partir de políticas sociais (CPFL, 2007). O principal destaque do relatório em 2007 é o início do Programa de Desenvolvimento de Certificados de Redução de CO², através da comercialização de créditos de carbono (CPFL, 2007).

A CPFL em 2008 recebeu a certificação AA+ da *Austin Ratings*, empresa norte-americana de *ratings* de GC, que mede o Grau de aderência às melhores práticas de GC (AUSTIN, 2008). Segundo a própria Austin (2008):

a instituição adota ótimas práticas de Governança Corporativa e ainda mantém compromissos explícitos com o aperfeiçoamento das práticas existentes e com a introdução das novas práticas de Governança.

5.1.14 Energias do Brasil

A Energias do Brasil atua como holding que concentra ativos nas áreas de geração e distribuição de energia elétrica. O Grupo está presente nos Estados de São Paulo, Espírito Santo, Mato Grosso do Sul, Tocantins e Ceará (ENERGIAS DO BRASIL, 2008b).

Controlada pela EDP (Energias de Portugal), umas das maiores operadoras europeias do setor elétrico, a Energias do Brasil tem suas ações negociadas no NM da BOVESPA (ENERGIAS DO BRASIL, 2008b).

O início das operações do Grupo EDP no Brasil ocorre em 1996 com a aquisição de uma participação minoritária na CERJ. Em 2005, a empresa faz sua estréia na BOVESPA a partir de uma oferta pública de ações no NM. Em 2006, as ações da Energias do Brasil ingressam no ISE da BOVESPA e nesse mesmo ano, a empresa vence o Prêmio IBGC, sendo considerada a empresa que utiliza as melhores práticas de GC da BOVESPA (ENERGIAS DO BRASIL, 2008b).

Dentre as fontes de evidência para análise de resultados da Energias do Brasil, foi coletado material disponível na *homepage* da empresa, com ênfase na área de GC. Em visita a Porto Alegre, o Sr. Antonio Sellare concedeu ao pesquisador uma entrevista na véspera da apresentação dos resultados na APIMEC. O material entregue na reunião da APIMEC realizado no dia 13/08/08 pela empresa também foi utilizado como fonte de coleta de dados e ainda houve a participação presencial do pesquisador ao evento. Por último, foi utilizado também o relatório de Sustentabilidade Empresarial do exercício de 2007, cedido pela própria empresa.

A Energias do Brasil venceu em 2005, o Prêmio IBGC, concedido a melhor empresa sob a ótica da GC dentre as empresas com capital aberto na BOVESPA. O relatório anual de 2007 da empresa apresenta as principais práticas de GC aplicadas pela companhia. Dentre as práticas, pode-se destacar: (i) extensão a todos os acionistas do direito de *tag along* de 100%; (ii) distribuição de dividendos de, no mínimo, 40% do lucro ajustado; (iii) divulgação ampla de informações trimestrais; (iv) resolução dos conflitos entre os acionistas por meio de uma Câmara de Arbitragem; (v) código de ética subscrito por todos os colaboradores ativos; (vi) políticas de negociação de ações e de divulgação de informações (ENERGIAS DO BRASIL, 2007).

Na apresentação dos Resultados em Porto Alegre promovida pela APIMEC, em 13 de Agosto de 2008, o Diretor de RI da empresa, Sr. Antonio Sellare, acredita que as práticas de GC adotadas pela empresa ajudam a justificar o bom desempenho das ações da empresa na BOVESPA no 1º semestre de 2008, uma vez que o desempenho da ação da companhia performou 8 vezes melhor do que a média da BOVESPA nesse período (ENERGIAS DO BRASIL, 2008a).

Em entrevista concedida ao pesquisador em 12 de Agosto de 2008, véspera da apresentação dos resultados em Porto Alegre, o DRI da empresa, afirmou que as práticas de

GC promovidas pela companhia permitiram à empresa que houvesse um fluxo de investimento estrangeiro positivo no 1º semestre de 2008, contrapondo com o fluxo negativo da BOVESPA no mesmo período. Ainda segundo o DRI:

as políticas de GC da Energias do Brasil são visivelmente superiores às demais empresas do setor elétrico, em função da empresa ser controlado por um grupo privado europeu, onde tais práticas já são requisitos para negociação das ações há mais tempo e como se não bastasse, além das práticas de GC, a Energias do Brasil opera com múltiplos financeiros atrativos, garantindo assim uma ótima oportunidade de investimentos aos acionistas.

5.1.15 Light

O Grupo Light é uma empresa integrada e atua nas 3 áreas do setor elétrico (geração, distribuição e transmissão) e é integrado pelas empresas Light S.A. (holding), Light Serviços de Eletricidade S.A (distribuidora) e Light Energia S.A. (geração e transmissão). O Grupo está presente em 31 municípios do estado do Rio de Janeiro e tem 3,8 milhões de clientes e um controlador inteiramente nacional que é a Rio Minas Energia Participações S.A (RME) (LIGHT, 2008b). A RME é composta pela CEMIG, pelo Grupo Andrade Gutierrez e pelo Banco Pactual (LIGHT, 2008b).

A Light foi a primeira empresa brasileira do setor elétrico. Constituída há mais de 100 anos, a empresa foi autorizada a funcionar em 17 de Julho de 1899, sendo que o empreendimento que assinala o início das atividades do Grupo Light no Brasil é a Usina Hidrelétrica Parnaíba, no Rio Tietê, construída entre 1899 e 1901 (LIGHT, 2008b).

Dentre as fontes de evidência para análise de resultados da Light, foi coletado material disponível na *homepage* da empresa, com ênfase na área de RI. No dia 12/08/08, a empresa promoveu uma teleconferência sobre os resultados do 2º trimestre de 2008 onde as principais práticas de GC da empresa foram apresentadas. A Light cedeu ao pesquisador um relatório gerencial, denominado “Manual de GC da Light” realizado em 2007 com os destaques das políticas e aplicações de GC da empresa. E Por último, em consulta realizada pelo pesquisador, a empresa respondeu ao questionário através do convite de participação disponível no Apêndice A enviado por correio eletrônico.

Em Teleconferência realizada pela empresa ao mercado financeiro em 12 de Agosto de 2008 no Rio de Janeiro, o DRI da empresa, Sr. Ronnie V. Moreira, apresentou como principais destaques do 1º semestre de 2008, aspectos mercadológicos, aspectos financeiros, planos de investimentos e melhorias nas práticas de GC (LIGHT, 2008a). Sob o ponto de vista da GC, a empresa vem dando continuidade ao “Manual de Governança da Light”, aprovado pelo Conselho de Administração da empresa em 22 de Junho de 2007 (LIGHT, 2008a).

O Manual de Governança da Light é dividido em 4 capítulos principais. O Manual trata sobre (i) Modelo de GC da empresa: incluindo objetivos e princípios básicos; (ii) Instâncias e Responsabilidades da empresa; (iii) Conselho de Administração e (iv) Comitês Independentes (LIGHT, 2007).

O pesquisador entrou em contato com a Superintendência de Finanças e Relações com Investidores da empresa, através de correio eletrônico a fim de que fossem destacados pela própria empresa os principais aspectos e políticas de GC desenvolvidos pela Light atualmente. Como resposta, a área de RI enviou a Política de Divulgação de Informações, elaborado em 12/10/2005 pela companhia, mesma data que a empresa passou integrar o NM da BOVESPA. A área de RI enviou também ao pesquisador o “Manual de GC da Light”, o que a empresa destacou como: “*evento institucional histórico e um marco para a GC no Brasil.*”

5.1.16 Análise dos Resultados das empresas

A partir da análise dos resultados individuais de cada empresa e utilizando como referencial teórico as “Recomendações da Comissão de Valores Mobiliários (CVM)” para a GC, foi elaborado um “*check list*” para identificar quais empresas utilizam práticas específicas, a fim de comparar cada empresa pela aplicação do referencial teórico e comparar com o Nível de GC da BOVESPA que a empresa integra. O “*check list*” está apresentado na Tabela 9 denominada “Resumo consolidado das Recomendações da CVM.”

A aplicação das Recomendações da CVM foi de extrema importância para identificar quais empresas não estão enquadradas com os níveis de GC estabelecidos. Como se não bastasse, foi possível identificar na prática quais empresas realmente aplicam práticas de GC de fato, independente da certificação da BOVESPA.

As Recomendações da CVM, que consta na Seção 2.7.7, possuem quatro grandes temas relevantes para a GC (transparência, conselho de administração, proteção a acionistas

minoritários e demonstrações financeiras). Além dos quatro tópicos, foi incluído pelo pesquisador o quinto tema que trata sobre negociabilidade das ações e certificações concedidas às empresas, tais como: Certificação de Sustentabilidade (ISE), Nível de GC da BOVESPA (N0, N1, N2 e NM), Listagem na Bolsa de Nova York (NYSE), Listagem na Bolsa de Madri (Latibex), Número de cobertura de análises das ações (bancos e corretoras).

Para a interpretação do “*check list*”, dentro dos 5 principais temas, existem recomendações para a utilização de boa prática da GC sugerido pela CVM. Para cada recomendação a empresa “prática” (S) ou “não pratica” (N), ou ainda “não se aplica” (NA). A fim de comparar as empresas, foi elaborado um “*ranking* geral” com as 15 empresas. Cada tópico vale 2 pontos, como existem 5 tópicos, a pontuação máxima é de 10 pontos. Cada tópico é dividido para cada pergunta dentro da recomendação, a empresa que “prática” (S) a recomendação pontua naquele quesito, já a empresa que não pratica (N) não pontua naquele quesito. Para a empresa em que a recomendação “não aplica” (NA), o quesito é descontado da fórmula de cálculo. A Tabela 9, sobre os Resultados Globais de GC das Empresas apresenta esse *check list* e a devida pontuação de cada empresa.

Para a análise geral dos resultados, o referencial teórico foi importante para avaliação da melhor ferramenta que avaliasse o desempenho e as práticas de cada empresa. As Recomendações da CVM é a que melhor avalia e responde individualmente cada empresa, a fim de analisar as verdadeiras políticas de GC aplicadas.

Recomendações CVM	GETI	CESP	ELET	TBLE	CLSC	COCE	EQTL	ELPL	TRPL	TRNA	CMIG	CPLE	CPFL	ENBR	LIGT
1. TRANSPARENCIA															
1.1 Edital de convocação (AGO)	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S
1.2 Respeito ao prazo de convocação das AG	S	S	S	S	N	N	N	N	N	N	S	S	N	S	N
1.3 Transparência aos acordos de acionistas	S	S	S	S	N	S	S	S	S	S	S	N	S	S	S
1.4 Acesso às listas de acionistas	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S
1.5 Representatividade em votações	N	S	N	N	N	S	N	N	N	N	N	N	S	S	N
2. CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO															
2.1 Composição do (CA)	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S
2.2 Regimento do CA	N	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S
2.3 Eleição do membro dos preferencialistas	S	S	S	N/A	S	N/A	S	S	N	N	S	N	N/A	N/A	N/A
2.4 Separação entre Presidente CA e CEO	N	S	S	S	S	S	S	N	S	S	N	N	S	S	S
3. PROTEÇÃO A ACIONISTAS MINORITARIOS															
3.1 Proteção aos acionistas em decisões relevantes	N	S	N	S	N	S	S	S	N	N	S	N	S	S	N
3.2 Alienação de ações	N	N	S	S	N	S	S	S	N	S	S	S	S	S	S
3.3 Direito a Tag Along	N	S	N	S	N	N	S	S	N	N	N	N	S	S	N
3.4 Transações entre Partes Relacionadas	S	N	S	S	N	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S
3.5 Direito a voto aos Preferencialistas em dividir	N/A	S	S	N/A	N	S	N/A	S	N	N/A	S	S	N/A	N/A	N/A
3.6 Adoção da arbitragem em questões societária	N	S	S	S	N	S	S	S	S	S	S	N	N	S	S
3.7 Proporcão entre ações ordinárias e preferenci	S	N	S	S	N	S	S	N	N	S	N	S	S	S	S
4. AUDITORIA E DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS															
4.1 Discussão e Análise da Administração Trim	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S
4.2 Composição do Conselho Fiscal	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S
4.3 Relacionamento com o auditor independente	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S
4.4 Limites à Auditoria Interna	S	S	S	N	N	N	S	N	S	N	S	N	S	S	N
4.5 Acesso a informações pelo conselheiro fiscal	S	S	S	S	N	N	S	N	S	N	S	S	S	S	N
4.6 Informações Contábeis inter (IASB ou USGAA	N	N	S	S	N	S	S	S	S	S	S	N	S	S	S
4.7 Recomendação dos Auditores	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S
5. INFORMAÇÕES GERAIS															
5.1 Nível de GC	N0	N1	N1	NM	N2	N0	N2	N2	N1	N2	N1	N0	NM	NM	NM
5.2 Índice de Sustentabilidade Empresarial	S	S	S	S	N	S	N	S	N	N	S	S	S	S	S
5.3 Negociação na NYSE	N	N	S	S	N	S	N	S	S	N	S	S	S	N	S
5.4 Negociação Latibex	N	N	S	N	N	N	N	N	N	N	S	S	N	N	N
5.5 Análise de Cobertura Analistas	19	16	15	15	7	5	10	17	12	6	24	18	15	20	13
Pontuação	5,77	7,75	8,34	8,71	4,34	7,64	8	7,24	6,07	5,86	8,33	6,37	8,67	9,1	7,36

Tabela 9: Resumo consolidado das Recomendações da CVM.

Fonte: CVM e adaptado pelo pesquisador.

Alguns resultados ficaram dentro do esperado e corroboraram com algumas práticas e premiações entregues ao longo dos últimos 4 anos, por exemplo. A Energias do Brasil foi a empresa com melhor pontuação no ranking: “9,10”, corroborando com as iniciativas e práticas de GC destacadas da empresa que já foi reconhecida inclusive com a premiação de “Melhor Empresa de práticas de GC” em 2006 pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC).

As três melhores empresas pela pontuação foram empresas integrantes do NM da BOVESPA: Energias do Brasil (9,10), Tractebel (8,71) e CPFL Energia (8,67). A quarta e a quinta posição ficaram com duas empresas que embora integrem o N1, possuem práticas de GC com exigências maiores aos níveis que integram. ELETROBRÁS (8,34) e CEMIG (8,33) utilizam algumas práticas que são obrigatórias apenas no NM, e não integra tal nível pela pulverização acionária já existente, o que tornaria pouco provável transformar todas as ações das empresas em ordinárias (exigência mínima para integrar ao NM).

O que também não foi surpresa na análise foi o fato de empresas que não integram nenhum nível de GC da BOVESPA (N0) não conseguiram boas pontuações nos quesitos. A COELCE, que foi a melhor empresa dentre as N0, assumiu a 8ª posição com média de 7,64. COPEL (6,37) e AES Tietê (5,77) assumiram a 11ª e a 14ª posição respectivamente.

A surpresa da análise foi o critério utilizado pela BOVESPA que certificam algumas empresas e não mantém um controle ou acompanhamento das práticas de GC, uma vez que existem algumas práticas obrigatórias em alguns níveis, que algumas empresas não estão cumprindo. Foram identificadas irregularidades com relação às exigências exigidas pela BOVESPA em 3 empresas: Eletropaulo, Terna e CELESC. As três integram o N2 e não praticam alguma(s) obrigatoriedade(s) exigida(s) para a certificação.

O caso da CELESC é ainda mais notório. No tópico de “Proteção ao acionista minoritário”, a empresa não pratica nenhuma recomendação da CVM, diferentemente do que é exigido pela BOVESPA para integrar o N2. A “Adoção da arbitragem em questões societárias” é uma prática obrigatória que a CELESC não realiza por exemplo. Mesmo integrando o N2 (nível considerado alto para os padrões de GC), a CELESC está longe do que a recomendação determina na prática. A empresa consta na última colocação do setor com uma média de 4,34, evidenciando a incoerência e a falta de controle dos Níveis de GC da BOVESPA que podem perder credibilidade com os investidores.

De forma geral, nota-se que os relatórios disponíveis e o material entregue nas Reuniões da APIMEC costumam obedecer a um padrão muito semelhante entre as próprias

companhias na forma de apresentação. Os relatórios de Sustentabilidade, por exemplo, apontam para questões institucionais importantes e demonstram a importância da GC ao acionista. Independente da fonte de coleta, os materiais seguem normalmente uma mesma ordem. Por exemplo, os relatórios da APIMEC onde o conteúdo apresenta temas relevantes sobre GC, são divididos em: (i) Estrutura Acionária; (ii) Situação atual das práticas de GC; (iii) Conquistas relevantes; (iv) Desafios para o futuro; (v) Balanço social e encerra o com (vi) Performance da ação.

Em todos os questionários respondidos e entrevistas realizadas foi identificado que nenhum dos respondentes da área de RI das empresas comparou as práticas de suas próprias empresas com as demais companhias do setor ou de algum outro setor no Brasil. As respostas sempre apontam para as melhorias das práticas da empresa hoje com o seu passado e os desafios para o futuro, sempre comparando a empresa com ela mesma. Nenhuma empresa possui “*benchmark*” na área de GC. O que foi verificado é que as empresas que possuem matrizes no exterior, ou companhias em que os controladores majoritários já possuem alguma experiência em GC anterior, a companhia elétrica procura se aproveitar de tal expertise. Conforme os resultados apresentados no caso da Terna (5.1.10) e da Equatorial Energia (5.1.7), por exemplo.

5.2 ACIONISTAS

O Instrumento de pesquisa foram aplicados a 9 investidores qualificados, segundo conceitos sobre investidor qualificado vistos anteriormente na Seção 4.6. Os acionistas foram selecionados por critérios de proporcionalidade, de acordo a participação do volume da BOVESPA, mantendo o sigilo de identidade dos investidores. A análise de dados foi realizada através de análise de conteúdo com o auxílio do instrumento de pesquisa e do protocolo do estudo de caso.

Conforme descrito no Protocolo de Pesquisa, o instrumento utilizado para a análise dos dados foi desenvolvido com base na estratégia proposta por Cooper e Schindler (2003) e validado com especialistas. O questionário possui três tipos de questões de mensuração: questões gerenciais, questões de classificação e questões de direcionamento que são divididas em 3 dimensões (governança corporativa, setor elétrico e análise de investimentos), conforme visto anteriormente na Seção 4.8.

Respeitando a proporção do volume negociado da BOVESPA, os acionistas estão divididos em: duas pessoas físicas (IF1) e (IF2), três investidores institucionais (II1), (II2) e (II3), três investidores estrangeiros (IE1), (IE2) e (IE3) e uma instituição financeira (IB1), sendo necessário como pré-requisito para suas seleções a alocação de parte de seus capitais em ações do setor elétrico brasileiro.

5.2.1 Investidor Pessoa Física 1 (IF1)

Somente são considerados investidores qualificados pessoas físicas aqueles investidores ou cotistas de fundos de investimentos que possuam junto à CVM um Termo de Adesão segundo Instrução 409 que atestem essa tal característica. Como pré-requisito, o investidor deve ser gestor de sua própria carteira e possuir investimentos financeiros em valor superior a R\$ 300.000,00 (trezentos mil reais) e como direito, tal investidor possui privilégios em colocações de ativos no mercado financeiro, descontos de taxas operacionais, o que os distinguem dos investidores normais.

No dia 04 de Novembro de 2008, foi recebido no escritório do pesquisador o IF1 que aceitou o convite de participar da pesquisa, mediante o prévio envio do instrumento de pesquisa. O instrumento de pesquisa foi enviado ao IF1 em 25 de Outubro de 2008, tendo o investidor uma semana para se preparar para a entrevista. A entrevista durou 1 hora e 28 minutos.

Foi identificado que o investidor é um empresário do setor de tecnologia, gaúcho, possui 54 anos, possui um patrimônio pessoal estimado em R\$ 15 milhões, sendo que 15% desse valor estão investidos em empresas do setor elétrico brasileiro, com destaques para: ELETROBRÁS, CELESC, CPFL Energia, Transmissão Paulista, Eletropaulo e AES Tietê e CESP.

Seu capital é oriundo de reinvestimentos no mercado financeiro e do próprio setor de Tecnologia. Conforme o empresário: *“Nunca recebi nada de mão beijada, tudo o que tenho é origem do meu trabalho e de uma forte aptidão ao risco”*. Mesmo alocando quase 80% de seu patrimônio pessoal no mercado de capitais, o IF1 acredita que o seu perfil não é arrojado. Conforme explica o próprio empresário: *“Me considero uma pessoa com aptidão ao risco moderado, sempre reinvesto parte dos dividendos do meu capital no mercado financeiro.”*

O IF1 acredita que nível de propensão ao risco, não está ligado à alocação do patrimônio e sim com o comportamento do investidor. Mesmo sendo uma opinião diferente da literatura tradicional, a ressalva é oportuna. O investidor explica que se tivesse seu patrimônio aplicado em títulos de renda fixa de algum país que decretasse a moratória, não estaria tão seguro quanto se estivesse alocado com empresas da qual ele conhece bem a gestão. Para ilustrar o caso, o investidor usou um caso brasileiro recente: “*Quando o Plano Collor confiscou as poupanças dos brasileiros, os únicos ativos que na época não sofreram nenhum tipo de intervenção do Estado, foram as ações*”.

O segundo grupo de questões, segundo o instrumento de Cooper e Schindler (2003), são as “Questões de classificação”. A partir de tais questões foi identificado que o IF1 utiliza como referencial os principais investidores do mundo para tomar decisões de investimento:

Li bastante biografias de pessoas de sucesso no mercado financeiro e confesso que fiquei maravilhado com a história desses investidores, assim como eles prefiro os fundamentos econômicos na hora de investir.

Além da identificação com os investidores de sucesso, o empresário citou 3 principais indicadores financeiros utilizados para suas tomadas de decisões como: (i) Preço/Valor Patrimonial (P/VPA) que compara o valor de mercado da empresa com seu valor contábil. Em tese, quanto mais baixo este índice, mais barata é a empresa, (ii) Potencial de geração de caixa (EBITDA), que na sigla em inglês indica o Lucro antes dos juros, impostos, depreciação e amortização (*earning before interest, taxes, depreciation and amortization*) e (iii) Índice Preço/Lucro (P/L) que mede a relação entre o preço atual das ações e o lucro por ação acumulado, ou seja, um P/L de 10 indica que o preço atual da ação representa 10 vezes o lucro gerado pela empresa no último ano e se a empresa distribuísse todo o lucro em forma de dividendo ao acionista, o investidor teria um retorno do seu capital investido em 10 anos. A Governança Corporativa não foi citada como parâmetro para decisão de investimento.

Segundo o empresário a estratégia de investimento utilizado por ele é revista, em média, uma vez por ano, porém faz uma ressalva: “*Em função da crise de crédito norte americana em 2008, excepcionalmente, já fiz 4 alterações em minha carteira de ações. Ações do setor elétrico foram beneficiadas*”.

Foi feita uma intervenção no instrumento de pesquisa por parte do pesquisador para identificar as razões do setor elétrico receber um maior destaque em momentos de crise financeira e foi respondido pelo IF1 que:

o setor elétrico não possui dependência com o setor externo, como empresas de siderurgia e mineração, por exemplo, e como o mercado interno ainda não mostra sinais claros de desaquecimento econômico, as empresas do setor elétrico são consideradas “defensivas” em função da crise externa.

Com relação à percepção do investidor com as práticas de GC adotadas pela empresa, este acredita que: *“as promessas de vantagens ao acionista são infinitas e na prática o que se observa é uma falta de confiança”*, ou seja, o IF1 acredita que mesmo empresas com boas práticas de GC não possuem garantias de que as diretrizes serão cumpridas e o motivo segundo o empresário é que:

a falta de fiscalização e alguns recentes processos de troca de controle acionário ocorridos como o da Suzano Petroquímica, Grupo Ipiranga e Brasil Telecom, não foram benéficos ao acionista minoritário. Em meu portfólio possuo uma participação grande de ações do Unibanco, estou acompanhando diariamente todas as notícias sobre a fusão com o Banco Itaú para não ser lesado. Daí te pergunto: dá para confiar em GC no Brasil?

O empresário se sente insatisfeito inclusive com as práticas de GC adotados pelo setor elétrico brasileiro e não acredita que algum investidor qualificado releve a GC para tomada de decisão de investimento.

Com relação ao terceiro grupo de questões (direcionamento), a dimensão da GC, segundo o empresário, deve ter como prioridade a defesa do acionista. O IF1 tomou conhecimento das práticas de GC em 1998 já nos mercados financeiros maduros (Estados Unidos e Europa). O acionista acredita que mesmo estando muito aquém do estágio de maturidade de GC que ele próprio gostaria que estivessem atualmente as empresas no Brasil, nota-se alguns avanços recentes. *“Condenação aos diretores de companhia que tenham se beneficiado com negociações a partir de informações privilegiadas é uma novidade positiva no Brasil.”*

Ainda com relação à GC, o empresário acredita que: *“em momentos de crise de crédito, como no segundo semestre de 2008, onde a liquidez internacional torna-se menos abundante, o IGC (Índice de Governança Corporativa) deveria superar em rentabilidade da BOVESPA, e não é o que está ocorrendo (a desvalorização de 01/07/08 até 01/11/08 é de aproximadamente 40% para os dois índices). As autoridades, como a BOVESPA, o IBGC e a*

CVM devem se esforçar nesse referencial, avaliar as razões para tal comportamento e corrigir o que está errado.”

Com relação à dimensão do setor elétrico, o IF1 atua no setor desde 1996 e acredita que o Brasil ganha competitividade no setor pelo tamanho do país e da população e afirma que *“as empresas elétricas na Europa atendem na média 1 milhão de usuários. No Brasil, empresas como a CESP atendem mais de 20 milhões de usuários.”* Porém, perde eficiência em função das dificuldades ambientais e a gestão com caráter social realizada pelos órgãos do Estado e ainda provoca: *“o governo muda de 4 em 4 anos, assim fica difícil pensar em eficiência sem metas de longo prazo bem definidas.”*

Por último com relação à dimensão da Análise de Investimento, o acionista afirmou que é se tornou um investidor no mercado de capitais em 1971. *“Por incrível que pareça, já perdi todo o meu patrimônio duas vezes, em 1979 (Crise do Petróleo) e 1986 (Moratória do Governo Sarney).”* O IF1 acredita que para a tomada de decisão de investimento é necessário uma análise dos setores e *“comprar ações de setores onde o Brasil possui vantagem competitiva como: setor elétrico, petróleo, petroquímica, siderurgia e mineração, o risco é menor.”*

Com relação às demonstrações econômicas e financeiras das empresas, ele afirma: *“não gosto de relatórios emitidos por analistas e pelas empresas, todas possuem um viés, todo mundo tenta vender seu peixe. Prefiro fazer minhas próprias análises”.*

Após o término das questões do instrumento de pesquisa foi desenvolvido de forma informal uma conversa com o investidor. Foi descoberto que os métodos do investidor são mais pessoais do que fundamentalistas. Nada de informação privilegiada ou compra e venda rápida de ações. O IF1 começou a comprar ações como um meio de complementar a sua aposentadoria quando envelhecesse. A história começou em 1971, 8 anos depois perdeu todo sua capital na bolsa de valores. Essa não foi sua única perda, em 1986 perdeu novamente boa parte do seu capital na bolsa. O IF1 tem como formação acadêmica a medicina. Eventualmente contrata algum serviço especializado de consultoria e gestão de recursos.

Para concluir, O IF1 reafirma que se sente insatisfeito com as práticas de GC adotados pelo setor elétrico brasileiro e não releva a GC para tomada de decisão de investimento.

5.2.2 Investidor Pessoa Física 2 (IF2)

No dia 12 de Janeiro de 2009, foi recebido no escritório do pesquisador o IF2 que aceitou o convite de participar da pesquisa, A entrevista durou aproximadamente 1 hora e 45 minutos.

O segundo Investidor Pessoa Física é carioca e atualmente reside em São Paulo por motivos profissionais. O IF2 possui 62 anos é bacharel em Direito e economista, Mestre em Desenvolvimento Econômico pela *London School of Economics* na Inglaterra. Atualmente é consultor econômico e aposentado do Governo Federal.

O investidor possui um patrimônio aproximado de R\$ 6 milhões. A origem do capital, segundo ele: *“foi adquirido pela poupança pessoal ao longo de uma vida inteira”*. A composição do patrimônio está dividida em: (i) 1/3 em imóveis; (ii) 1/3 em fundos privados de renda fixa de bancos comerciais, letras do tesouro nacional (LTN) e títulos públicos federais e (iii) 1/3 em ações de empresas brasileiras negociadas na BOVESPA. A alocação do patrimônio do investidor em ações do setor elétrico está avaliada em R\$ 300 mil, o que representa 5% de todo seu patrimônio.

Nas questões de classificação, onde o objetivo é identificar a percepção dos investidores em relação ao atual momento do mercado financeiro, da GC e do setor elétrico, percebe-se que a Crise Econômica Global e as conseqüências da desaceleração da economia iniciada em 2008 estão presentes a partir das respostas do acionista.

Com relação a percepção do investidor ao atual momento do mercado financeiro, o IF2 acredita que a crise econômica atual que começou nos Estados Unidos no início de 2008 ainda possui um elevado grau de incerteza. Segundo o investidor:

indicadores econômicos como produção industrial, desemprego, contração de crédito e queda dos preços das matérias-primas a patamares históricos, permitem concluir que o mais longo período expansionista do pós-guerra que teve início no começo da década, encerrou seu ciclo, sem data para retomar.

As formas de combate à desaceleração global já estão sendo praticadas pelos governos norte-americanos e europeus, através de políticas monetárias e fiscais expansionistas. *“Assim como na crise de 1929, o Estado assume novamente uma política keynesiana, (governos atuando como financiadores do livre mercado) a partir de injeção de recursos nos setores mais atingidos da economia.”*

O investidor acredita que todos os países emergentes também sentirão os impactos da desaceleração econômica, mesmo que em menor escala. *“A retração do comércio mundial e a deterioração de indicadores de sentimento e de confiança recentemente divulgados, me permite concluir que todos os países vão sofrer”*.

A consequência para o mercado financeiro é uma deterioração dos investimentos, proveniente da queda nos preços de ativos como imóveis e ações, por exemplo. Mesmo assim, o investidor acredita que o Brasil está em uma dinâmica de crescimento que não se projeta uma retração da atividade econômica. Para o investidor:

A atuação expansionista do governo através do PAC (Plano de Aceleração de Crescimento) e alguns mecanismos creditícios como a atuação do BNDES deverão garantir a recuperação da expectativa com crescente consolidação da confiança das empresas e dos consumidores.

Segundo o IF2, o Brasil não deve passar por uma recessão econômica, e sim por uma redução na taxa de crescimento e pela percepção do investidor com atual momento do setor elétrico, nota-se novamente que a crise econômica norteia as respostas: *“A desaceleração na economia brasileira reverterá a tendência de déficit no balanço entre oferta e demanda por energia em 2009. O país terá superávit de energia.”*

O IF2 acredita que a queda na demanda industrial é a principal explicação para a reversão desse cenário. *“A indústria que é a principal cliente do setor elétrico deve registrar queda em 2009 de até 40% do consumo”*.

Adicionalmente à crise, os ajustes tarifários para 2009 para o mercado livre de eletricidade, mesmo que em momento de retração de demanda, leva alguns clientes industriais à procura de fontes alternativas de energia como carvão, por exemplo. Para o acionista:

A retração da demanda sofrerá duplo impacto em 2009: (i) retração da demanda ocasionada pela redução da capacidade instalada e (ii) bens substitutos à energia elétrica, como fontes alternativas de energia que são implementados e financiados pelo Estado”. Como conclusão para as empresas do setor elétrico brasileiro “a redução das projeções de resultados para as principais empresas do setor elétrico ocasiona em uma revisão para baixo dos preços das ações do setor elétrico para o final do ano de 2009 em aproximadamente 25%.

As práticas de GC no setor elétrico brasileiro, segundo o IF2, ainda apresenta grandes desafios. A criação de mecanismos eficientes de incentivo e monitoramento para assegurar que os acionistas majoritários, em especial empresas cujo o Estado é o principal acionista, estejam alinhados com a estratégia de geração de valor da companhia é o principal deles. Além disso, o IF2 acredita que a GC ainda não está propagada nas empresas. *“Mesmo empresas que não possuem ações listadas na bolsa, deveriam conhecer as linhas mestras da GC.”* Em especial para o setor elétrico, a ausência de bons sistemas de GC tem levado empresas a fracassos decorrentes da concentração e abuso do poder dos acionistas majoritários ocasionando erros estratégicos. *“Algumas empresas estatais elétricas são contra os objetivos básicos dos demais acionistas, que visam o retorno de seu investimento.”*

Em função desses motivos, o investidor possui um grau de satisfação “neutro” com as políticas e práticas adotadas pelas empresas do setor de energia elétrica. O IF2 afirma que a GC possui relevância para tomada de decisão de investimentos de seu capital.

Para as questões de direcionamento, conforme sugerido por Cooper e Schindler (2003), o questionário começou com a primeira dimensão que é a GC. O IF2 conhece as práticas de GC desde a criação do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa em 1999.

O desafio sobre o tema da fiscalização na perpetuação do negócio que o IBGC exigia, me motivou a estudar sobre GC como investidor.”, afirmou o IF2. Segundo o investidor, o Brasil possui diversas vantagens sobre os demais países em desenvolvimento e a explicação é em função do mercado de ações. “Rússia, Índia e China não possuem um mercado de capitais tão desenvolvidos como o mercado de capitais brasileiro, por isso as práticas de GC ainda são frouxas.

O investidor ainda destaca nessa primeira dimensão da mensuração do direcionamento as questões relacionadas com a Liquidez Internacional e a GC. O IF2 percebe que as empresas brasileiras praticam ações de GC focando na liquidez internacional em detrimento do acionista. Segundo o investidor, as empresas procuravam a GC para abrir seu capital na BOVESPA, antes da crise. *“A liquidez internacional estava em níveis altos, assim como a oferta de capital pelos investidores estrangeiros.”*

Segundo o investidor, com relação às fontes de financiamento para as empresas, a GC ganha destaque, a partir de 2002 quando a BOVESPA apenas autorizava a abertura de capital, caso a empresa fosse integrante de algum nível de GC. Segundo investidor: *“a BOVESPA exige que as empresas integrem o Novo Mercado de GC que é fiscalizado pela própria bolsa”*. O investidor acredita que a fiscalização das práticas de GC deveria ser

realizada pelo acionista, uma vez que, segundo o investidor: *“há violação por parte da empresas nos direitos dos acionistas praticados pelas empresas”*.

Por último, nessa primeira dimensão, o investidor transcorre idéias sobre os conselhos de administração que hesitam em defender os acionistas. *“O Conselho de Administração da maioria das empresas preferem o gestor ao acionista, nunca ouviram falar de Agency Cost”* (Conflitos de Agência, apresentado na Seção 2.5 do presente trabalho).

Na segunda dimensão, o investidor afirma que o seu primeiro investimento no setor elétrico brasileiro foi em 2000, decorrente da privatização da Gerasul para o grupo Tractebel. *“A gestão qualificada, com experiência em GC de um grupo estrangeiro motivou meu investimento no setor elétrico.”* A relevância para o investidor estava focada em uma gestão profissional baseada em decisões de perpetuidade da empresa.

Para o IF2, o Ministério de Minas e Energia (MME) não prioriza o retorno do investimento. *“A rigidez dos marcos regulatórios inviabilizam o retorno do investimento, ferindo o objetivo do investidor, quanto acionista de alguma empresa do setor elétrico.”*

A última dimensão que trata da opinião do respondente sobre a análise de investimentos, foi verificado que o IF2 é investidor desde o início da década de 80. Para o IF2, os ciclos de vida das empresas e os ciclos econômicos devem ser analisados na tomada de decisões de investimento. O Brasil, ainda segundo o investidor, *“possui inflação controlada e instituições seguras que garantem o crescimento econômico do país e a atração de investimento às empresas.”* O IF2 destacou importância para a análise da conjuntura econômica, análise das demonstrações contábeis e dos Indicadores Financeiros.

Concluindo a dimensão da análise de investimento, o investidor transcorreu idéias sobre a valorização das ações e as práticas de GC. Segundo o IF2, não existe uma relação da valorização das ações com as práticas de GC e ainda responsabiliza a falta de fiscalização dos órgãos competentes para que essa relação não seja percebida. *“a fiscalização não é atuante, por isso a rentabilidade das empresas que compõem o IGC não supera a rentabilidade das demais empresas da BOVESPA”*.

Após o término das questões do instrumento de pesquisa foi desenvolvido de forma informal uma conversa com o investidor de aproximadamente 6 minutos, novamente a desaceleração econômica de 2008 volta ao tema central. O investidor justifica que a relevância da GC para sua decisão de investimento tem uma visão de longo prazo. *“A liquidez internacional estará mais restrita no ponto de inversão do ciclo econômico que ocorrerá quando a contração de crédito às empresas voltar”*. O investidor acredita que a lição dessa crise pode favorecer as empresas que praticarem políticas de GC. *“A fiscalização vai*

aumentar para todas as empresas que possuem capital aberto, a GC pode assumir um papel fundamental nos próximos anos.”

Em função da entrevista realizada, pode-se perceber que mesmo que o grau de satisfação com a GC na percepção do investidor seja neutro, o IF2 releva a GC para tomada de decisão de investimento.

5.2.3 Investidor Institucional 1 (III1)

São considerados Investidores Institucionais os participantes dos mercados financeiros e de capitais, que atuam na gestão de recursos de terceiros, e que merecem atenção especial da autoridade monetária, quando se trata de manter a liquidez dos mercados financeiros. São exemplos de investidores institucionais: os fundos de pensão, as entidades de previdência privada, os fundos de investimentos e as seguradoras (CVM, 2004).

No dia 08 de Dezembro de 2008 em São Paulo foi aplicado o instrumento de pesquisa ao primeiro investidor institucional (III1) selecionado. O entrevistado é um gestor de um fundo de investimento para investidores estrangeiros e pessoas físicas de alta renda, com aplicação mínima de R\$ 100.000,00, o gestor aceitou o convite de participar da pesquisa e mantém com o entrevistador bom relacionamento profissional. O instrumento de pesquisa foi apresentado ao III1 em uma reunião-almoço e a entrevista ocorreu em duas partes. A mensuração gerencial e a mensuração de classificação foram realizadas em um restaurante da capital paulista. Já a mensuração do direcionamento, dividido nas três dimensões (GC, setor elétrico brasileiro e análise de investimento) foi realizado por imposição do entrevistado em seu escritório, pois esse acreditava que seria necessária a consulta de relatórios gerenciais do fundo de investimento para as respostas com exatidão. A primeira parte da entrevista ocorreu em 15 minutos, já para a última mensuração na segunda parte da entrevista, foi despendida 1 hora e 49 minutos.

Na mensuração gerencial, foi identificado que a gestora de recursos em questão possui sede em São Paulo e existe desde Março de 2003. É uma gestora autorizada pela CVM e sua principal atividade é a administração e comercialização da gestão de 5 Fundos de Investimentos lastreados no mercado de ações brasileiros (*Sales and trading*). O fundo de investimento que servirá como respondente do trabalho administra R\$ 60 milhões e desde 2007 foi aberto a pessoas físicas de alta renda, de 2003 a 2007 o patrimônio era constituído apenas por investidores estrangeiros, atualmente a composição do fundo é composta por 50%

de recursos oriundos de investidores estrangeiros e 50% constituído por recursos de pessoas físicas qualificadas.

O fundo é considerado pelos critérios da CVM como um “Fundo de ações ativos e abertos com alavancagem” (CVM, 2004), isso é, o fundo por ser ativo opera com uma estratégia de superar os índices de referência (*benchmarking*), e por ser aberto significa que está aberto a novas captações e por ser considerado alavancado, significa que o gesto pode operar nos mercados de derivativos e estar com uma posição superior ao patrimônio do fundo, que pelo estatuto do fundo esse nível de alavancagem não pode exceder 20% do patrimônio, em razão disso possui uma propensão ao risco considerado arrojado. Atualmente a participação do capital em ações do setor elétrico é de 15% do total.

Nas questões de classificação onde se identificam a percepção do investidor em relação ao atual momento do mercado financeiro, da governança corporativa e do setor elétrico, foi identificado que o gestor que faz a administração do fundo possui diretrizes que visam a maximização do retorno dos investidores e possui como estratégia de administração ativa, segundo o gestor:

se preciso for operamos diariamente, a minha missão como administrador do fundo é pensar que a cota do fundo no dia atual deve sempre superar o valor da cota do dia anterior e a tomada de decisão de investimento está bem definida no estatuto do fundo, por isso não sofremos nenhum tipo de interferência dos cotistas. Se algum investidor não está satisfeito como é feita a administração, possui liberdade para resgatar, mas ninguém opina em nossa administração, por isso somos uma gestora independente e nosso produto é o nosso conhecimento do mercado de ações.

No mercado financeiro, o fundo acredita que a crise internacional de crédito está sendo precipitado com a acomodação dos preços dos ativos e está se abrindo uma excelente oportunidade de entrada no mercado de ações. *“Não há recessão econômica que se prolongue por muito tempo, pois a crise não interessa a ninguém. Excelentes oportunidades de investimento vão surgir.”*

De certa forma foi identificado um otimismo com relação ao atual momento do mercado financeiro e o gestor afirma que *“quando o mundo real estiver no auge da recessão econômica, o mercado financeiro já vai ter passado pelo pior momento”*

Com relação à percepção do setor elétrico o otimismo do III também foi verificado. O gestor acredita que as empresas do setor elétrico possuem planos de investimentos audaciosos e pouca coisa será revista pelas principais empresas do setor em função da crise. Para ele:

O setor elétrico possui uma ponte eleitoral importante para as eleições de 2010. O programa do governo federal “Luz para Todos” é um exemplo disso e os orçamentos para o biênio 2009/2010 estão inalterados. O maior risco que o governo federal tinha assumido para o setor elétrico era uma crise provocada por um novo racionamento de energia. Em função da crise americana, a indústria brasileira tem programado diversas paradas e a utilização da capacidade instalada deve cair na faixa de 30%, com isso haverá um menor crescimento da indústria e por conseqüência uma menor demanda de energia será verificada afastando os riscos de um apagão. Ou seja, o principal risco do setor era de um crescimento muito alto no qual a geração e a distribuição de energia não conseguiria acompanhar o crescimento brasileiro dos últimos 3 anos, com projeções menores para os anos seguintes, o setor elétrico passa bem.

Com relação à GC, otimismo é menor por parte do gestor. O III confessou que nem sabe quais empresas do setor possuem boas práticas de GC:

A maior fraude do sistema financeiro moderno (Caso Enron) foi originado por parte de maquiagens dos sistemas de GC, e pouco mudou na prática desde então. Empresas certificadoras de GC mantiveram sempre a General Motors e o Citigroup como referências de GC e hoje são rebaixadas sem comprometimento, ou seja, as certificações de GC não antevêm nada.

O gestor afirmou que a GC não é relevante para a tomada de decisão de investimento e se diz muito insatisfeito não apenas com as políticas adotadas pelas empresas do setor mas por todas empresas em geral, seja no Brasil ou no exterior.

Na dimensão da GC na mensuração de direcionamento, com as evidências encontradas, a partir da entrevista com o gestor, ficou claro que as práticas de GC não são suficientes para que se encontre alguma relação entre a decisão de investimento e tais práticas e políticas. O gestor acredita que as práticas e políticas de GC do setor elétrico devem ser avaliadas pelos históricos de defesa ao acionista e pela gestão profissional da empresa. Segundo o III “*os conselhos de administração, principalmente em empresas do setor público, estão mais alinhadas com os interesses do Estado do que dos acionistas*”. O investidor não acredita que haja algum destaque marcante nas práticas de GC aplicadas no Brasil que merece tenha importância internacional. O gestor acredita que muito pouco se avançou nessa área:

Ouvi falar sobre GC pela primeira vez em 2002 e os objetivos que as práticas de GC tentaram atingir não foram verificados. Acredito que os mecanismos de engenharia financeira e a tecnologia superaram a agilidade dos órgãos reguladores.

O investidor acredita que a Assembléia é o órgão soberano da organização, por isso, sugere que as reuniões gerais ordinárias devem receber maior importância dos acionistas para que as reuniões sejam feitas para aproximar o acionista da companhia. *“O conceito de uma ação é igual um voto é a forma mais democrática do acionista estar em equilíbrio com o direito econômico”*. Porém a forma de representatividade é questionável:

Em um mundo dinâmico e global, os acionistas não podem comparecer a todas as reuniões das empresas que compõe seu patrimônio, porém no Brasil, a presença na Assembléia é imprescindível, salvo casos de representantes legais, por que as presenças através de vídeo conferência não são permitidas?

Ainda na dimensão da GC, o III acredita que o Conselho de Administração é o principal órgão do sistema de GC, sendo o elo entre a propriedade e a gestão que deve orientar, supervisionar e recebe o poder dos sócios e para este presta contas. O conselho é um órgão colegiado. *“Atualmente se confunde colegiado e independência com falta de responsabilidade.”* O gestor acredita que a remuneração do CA é demasiadamente alta em algumas empresas pela responsabilidade que os conselheiros assumem frente à empresa.

As reuniões do Conselho da Petrobras, por exemplo, são sempre postergadas pela falta disponibilidade dos conselheiros independentes que exercem função executiva em outras empresas ou até mesmo no governo. Já estamos em dezembro e orçamento de 2009 e a distribuição do dividendo de 2008 ainda não foram aprovados.

Na dimensão do setor elétrico brasileiro, o gestor é investidor do setor elétrico aproximadamente há 10 anos, quando fazia gestão de ativos em outras instituições financeiras. O gestor acredita que o setor energético possui vantagens aos outros lugares do mundo, em função da bioenergia e das fontes de energias alternativas.

As empresas de energia elétrica precisam começar a pensar em novas fontes de energia. Apenas as empresas que pretender redesenhar sua missão estratégica baseado na transformação de energia, ao invés da geração da eletricidade, vão sobreviver. A geração hidroelétrica já deu sinais de evidência que possui duas limitações básicas (falta de chuva e limite da capacidade instalada) que impede sua prosperidade.

Por último, na dimensão da análise de investimentos, a gestora de recursos, através de sua equipe de análise e pesquisa, acredita que os fundamentos econômicos das empresas continuando sendo a principal ferramenta para análise na tomada de decisão de investimento.

O Brasil é um dos países emergentes mais visados pelos investidores estrangeiros pela solidez das instituições e das empresas. As análises da conjuntura e das projeções econômicas sofreram uma crise de confiança com a turbulência financeira, mais ainda continuam sendo, junto com as análises dos indicadores e dos balanços, os principais norteadores para tomada de decisão de investimento.

O papel do DRI foi questionado pelo gestor em função de que em algumas empresas um executivo assume dois cargos dentro da empresa: de Diretor Financeiro e o Diretor de RI.

O CFO (Chief Financial Officer) deve ter como objetivo a maximização do retorno econômico e financeiro da empresa e o DRI deve ser o executivo que apresenta a empresa aos acionistas e prospectivos investidores, eventualmente essa atividade pode ser conflitante.

A relação da valorização das ações e as políticas e práticas de GC não foram percebidos nem confirmados pelo investidor.

A contribuição do II1 ajuda a corroborar a hipótese de que as práticas de GC aplicadas pelas empresas do setor elétrico não influenciam na tomada de decisão de investimento e conforme respondido pelo gestor seu grau de satisfação é o mais baixo da escala: muito insatisfeito.

5.2.4 Investidor Institucional 2 (II2)

No dia 11 de Fevereiro de 2009, foi recebido no escritório do pesquisador o II2 que aceitou o convite de participar da pesquisa. A entrevista durou aproximadamente 1 hora e 20 minutos.

O segundo Investidor Institucional é um fundo de pensão privado do Rio Grande do Sul, administrado e gerido pelo Departamento Financeiro de uma agência de desenvolvimento do estado. Com sede em Porto Alegre, o II2 foi em criado em 1997, autorizado por Lei

Estadual. A agência de desenvolvimento administra atualmente um capital social de R\$ 200 Milhões, dos quais R\$ 20 Milhões são destinados ao mercado financeiro com objetivo de garantir um retorno financeiro a todos os pensionistas.

O respondente do instrumento de pesquisa foi o gerente da mesa de operações da empresa, cuja atividade é a administração do capital de giro da empresa sob a responsabilidade do Departamento Financeiro que também é responsável pela análise dos projetos de fomento e desenvolvimento do Estado. Segundo o II2:

Nossa atividade fim é o financiamento às empresas. O restante dos recursos que ainda não foram destinados a nenhum projeto de desenvolvimento é aplicado no mercado financeiro, e hoje representam 10% do nosso capital. A maior parte desses recursos são aplicadas em empresas na Bovespa. A alocação em empresas do setor elétrico está em R\$ 1,5 Milhão aproximadamente a preços de mercado.

Para as questões de classificação, o respondente afirmou que a tomada de decisões de investimento é baseada a partir de um comitê de investimento definido no início de cada ano. A seleção do portfólio de investimento é baseada nas diretrizes estabelecidas no estatuto da empresa. Segundo o investidor:

A escolha das ações na bolsa para compor a carteira de renda variável do fundo visa apenas empresas tradicionais reconhecidas do mercado brasileiro. No setor elétrico, há 3 anos mantemos nosso investimento em apenas 2 empresas: Eletrobrás e Copel.

Segundo o II2, a escolha envolve um caráter político. O BNDES, que é a principal fonte de financiamento do capital social da agência de desenvolvimento exige que os investimentos sejam aplicados em empresas que o próprio BNDES tenha participação, mesmo que minoritária, que é o caso da ELETROBRÁS e da COPEL que possuem aproximadamente 15% de participação do BNDES em cada uma das duas empresas. Em contrapartida, o BNDES assegura lugar de destaque nas assembleias de acionistas em prol da agência de desenvolvimento e do fundo de pensão.

Com relação ao atual momento do mercado financeiro, o II2 acredita que o mercado financeiro esteja passando pela primeira grande crise da globalização.

Anteriormente as crises econômicas eram localizadas e atingiam apenas os vizinhos geográficos, aconteceu com o México, Turquia, Cingapura, Argentina, Brasil e Rússia. A situação agora é mais grave pois o epicentro da crise é a economia norte-

americana, país que todos os demais são dependentes comercialmente e financeiramente.

Com relação ao cenário atual do setor elétrico, o investidor acredita que:

Desde o início dos processos de privatização nos setores de infra-estrutura, o Estado continua controlando os investimentos nesses setores pelos marcos regulatórios, para garantir o bem-estar dos consumidores, garantir os investimentos necessários e aumentar a eficiência econômica.

Com relação ao atual momento da GC nas empresas do setor elétrico, o investidor acredita que as empresas do setor elétrico se esforçam em termos de transparência e estrutura societária. Para o II2, o setor elétrico está a frente dos demais setores no que tange as práticas de GC. *“Várias empresas do setor elétrico já foram premiadas pelas políticas de GC. O esforço dessas empresas está sendo reconhecido pelo mercado”*.

O II2 afirma que apesar de todo esse esforço das empresas, o caráter político na decisão de investimento ainda é mais relevante para a agência de desenvolvimento do que as práticas de GC, porém mesmo assim o II2 está satisfeito com as práticas de GC das empresas do setor elétrico que o investidor possui participação.

Para o último grupo de questões, procura-se aprofundar sobre as idéias do investidor nas 3 dimensões de análise. Para dimensão da GC, o II2 não acredita que nenhuma empresa brasileira esteja em condições de se equiparar com as principais referências de GC que são aplicados na Europa e nos EUA. Os padrões internacionais contábeis e a Lei SOX ainda estão em estágio de maturação, segundo o investidor, *“o Novo Mercado da Bovespa precisa passar por profundas alterações garantindo redução do custo de capital às empresas e menor risco aos investidores”*. O investidor deixou claro que as fontes de financiamento e os direitos do acionista são os balizadores para que o processo de GC tenha sucesso e em termos de regulação, para o II2, o processo deve passar por uma revisão. *“Desde 2000 quando o NM foi criado pela BOVESPA, as regras e padrões apropriados para todos os níveis de GC foram revisto apenas uma vez em 2002”*.

O investidor acredita que as revisões de normas devem ocorrer pois não foram poucos os casos de empresas que mesmo integrando algum nível de GC, penalizou o acionista minoritário em algum processo de fechamento de capital ou reestruturação acionária. *“Já existem 82 sugestões de mudanças nas regras de GC transitando pela BOVESPA, que foram demandadas por acionistas que se sentiram lesados”*. O II2 acredita que o NM necessita

avaliar 8 pontos importantes que ao longo de 6 anos já estão se tornando obsoletos em função das rápidas transformações no mundo corporativo, e já causaram discórdia entre acionistas e controladores ao longo desses 6 anos de ausência de revisão. São eles: (i) conselho de administração, (ii) transferência de ações, (iii) fusão e aquisição, (iv) alienação de controle acionário, (v) reorganizações societárias, (vi) conselho fiscal, (vii) assembleias e (viii) distribuições públicas.

Com relação à dimensão do setor elétrico, o II2 acredita que a viabilidade econômica que permite ao negócio em si ser vantajosa é regulamentado demasiadamente pelo Governo Federal, penalizando ao setor elétrico brasileiro qualquer tipo de aporte ou investimento privado nessa área.

O marco regulatório de 2004 possui um perfil social muito grande. O Governo não permite que os investimentos no setor de infra-estrutura sejam remunerados adequadamente. Não é novidade para setores como elétrico, telecomunicações e logística, por exemplo, as empresas apresentarem prejuízos em suas demonstrações de resultados.

Para a última dimensão, de análise de investimento, o II2 acredita que é importante o acompanhamento gerencial das empresas para tomada de decisão de investimento. *“Um bom relacionamento com a área de RI das empresas, além do pronto-atendimento em questões relevantes e dúvidas sobre as atividades são o que pesam na decisão de investimento”*. O investidor acredita que os agentes econômicos, além de analisarem dados econômicos e financeiros das empresas procuram tomar conhecimento sobre suas principais atividades para realizar projeções sobre resultados futuros. *“Os acionistas possuem o direito de entender as atividades da empresa, e o que se percebe é que esse direito é cada vez mais solicitado pelos investidores”*. O papel do DRI para o II2 é importante. *“A comunicação do DRI com os principais stakeholders deve ser contínua”*.

Após a apresentação do instrumento de pesquisa e das respostas apresentadas pelo II2, foi realizada uma conversa informal com o investidor de 7 minutos. Na conversa, ficou evidente que o gerente da mesa de operações que foi o respondente se sente desconfortável com o acordo mútuo criado entre a agência de fomento e o BNDES. Segundo o II2:

Basicamente o que conversamos sobre análise de investimentos não se aplica para nossa empresa em função do compromisso de participação acionária em empresas que o BNDES seja acionista.

O gerente da mesa de operações afirmou que diversos investidores institucionais operam dessa forma e que os poderes de decisões de investimentos são bastante limitados. Por esse motivo, o II2 como investidor possui sua autonomia de decisões de investimento gerido por um comitê, que decide seus investimentos de acordo com os interesses do BNDES, que é um dos principais acionistas do fundo de pensão. Logo, é de se esperar que a GC não seja relevante para a tomada de decisões de investimento, mesmo assim o II2 se sente satisfeito com as práticas de GC aplicadas pelas empresas do setor elétrico.

5.2.5 Investidor Institucional 3 (II3)

O último investidor institucional da pesquisa é um fundo de previdência privada de uma empresa do Rio Grande do Sul que tem por objetivo aplicar os recursos que são alocados compulsoriamente da folha de pagamentos dos funcionários que decidem investir em sua aposentadoria dentro da empresa. Os funcionários da empresa fazem a opção de aplicar de 2 a 8% de seus salários, garantindo assim ao funcionário que opta por uma alíquota maior mais benefícios dentro da própria empresa. O fundo foi criado em 1997 e já conta com R\$ 18 Milhões. A composição do patrimônio é revista trimestralmente e hoje possui 25% de seu patrimônio em ações da BOVESPA. O gestor do fundo, afirmou que estão aplicados aproximadamente R\$ 500 mil em empresas do setor elétrico. Entre elas: Cemig, Eletrobrás, Tractebel e AES Tietê.

A tomada de decisão de investimentos é feita pela análise das empresas e pelo seu potencial de valorização. Os resgates são permitidos apenas com um ano de carência, o que facilita bastante o trabalho do gestor, uma vez que sempre possui um provisionamento das eventuais saídas de caixa. O II3 afirma que *“o mercado de renda variável no Brasil está passando por um processo de ajuste, as empresas que possuem uma margem de risco menor são selecionadas”*. O investidor acredita que após uma brusca queda verificada na BOVESPA no ano de 2008, acabou atrapalhando os objetivos de maximização de remuneração do fundo. *“No último trimestre de 2008, baixamos nosso percentual de exposição para apenas 15% em ações. Porém, agora que parece que o mercado está voltando a se ajustar, esse percentual voltou a atingir 25%”*. Já com relação a percepção das empresas do setor elétrico, o gestor afirma que:

as empresas do setor elétrico são excelentes pagadoras de dividendos. Algumas empresas chegam a distribuir 8% ao ano em dividendos aos seus acionistas. Em tempos de queda nos juros, as empresas preferidas são as que garantem uma melhor remuneração ao acionista.

Segundo o I13, as práticas de GC no Brasil, se limitam as recomendações da CVM e da BOVESPA. *“As empresas brasileiras no Brasil continuam a ser administradas de forma familiar. A falta de profissionalismo e gestão impede o desenvolvimento das melhores práticas”*. O investidor acredita que para as empresas do setor elétrico essa percepção não é diferente. Fica evidente que o I13 se sente insatisfeito com as práticas adotadas pelas empresas do setor elétrico e não leva em conta as práticas de GC para nenhum setor na bolsa como parte de análise para tomada de decisão de investimentos.

O gestor acredita que a relevância na GC para tomada de decisão de investimento é um processo penoso que pode demorar muito tempo para que os investidores consigam perceber a GC como uma vantagem competitiva. Muitos investidores acreditam que o processo de constituição de um conselho de administração, adequação de normas contábeis implica em ônus muito grande que não geram resultados no curto prazo, segundo ele. *“A GC promove desconfiança aos investidores, uma vez que não é fácil de mensurar a agregação no valor econômico da companhia”*. Comparada com as demais empresas do resto do mundo o investidor se diz não conhecer as práticas de GC aplicadas em outros países, por isso prefere não opinar nessa questão.

Para o gestor, o processo de globalização econômica foi o impulsionador da GC nas empresas. *“Da quebra das fronteiras políticas e econômicas, emergiu a necessidade de condutas que fossem universais para os capitais que circulavam livremente pelos mercados financeiros”*. Para ele, a Lei SOX favoreceu para que essas condutas e políticas estivessem regulamentadas legalmente.

Melhores condições de financiamento e empréstimos para as empresas que aplicam práticas de GC é segundo o I13 : *“É a vantagem mais imediata percebida pela adesão das melhores práticas de GC da BOVESPA”*. Isso ocorre porque os credores como bancos e/ou órgãos do governo como o BNDES possuem alíquotas de taxas de juros aplicadas que são inversamente proporcionais aos níveis de GC que a empresa integra na BOVESPA.

Para a dimensão do setor elétrico, o gestor afirma que desde 1997, quando o fundo foi criado, as empresas do setor elétrico integram a carteira do fundo de previdência. As empresas

do setor elétrico merecem uma análise mais detalhada de forma individual. Para o II3, o que se torna relevante são os contratos de cada empresa.

O tempo de concessão das empresas elétricas varia de 5 a 30 anos. Se um vencimento de contrato coincidir com um momento de abundância de crescimento econômico, as empresas podem arcar com uma sobre-valorização na renovação do contrato, e o inverso também ocorre. As análises de risco são mal dimensionadas pelas empresas. Somente o governo se beneficia da forma como os contratos estão dispostos. O marco regulatório de 2004 penaliza demais as empresas do setor.

Para última dimensão, da análise de investimentos, o gestor afirma que trabalha na área de gestão de recursos desde 1988, porém está como gestor do fundo de previdência desde a criação do mesmo em 1997. Nota-se que com relação ao mercado financeiro, o investidor é bastante positivista com o Brasil. Para ele, os mecanismos do mercado financeiro brasileiro são superiores até mesmo alguns países desenvolvidos.

O Brasil possui a terceira maior bolsa de valores do mundo. As transações financeiras são feitas instantaneamente. As câmaras de custódia estão todas integradas com as sociedades corretoras. Os investidores estrangeiros possuem privilégios que viabilizam suas aplicações no país. Os bancos são sólidos e seguros. A inflação está controlada e por último a inclusão bancária já atinge algo em torno de 70% da população.

A análise da conjuntura econômica e das demonstrações financeiras são importantes para a tomada de decisão mas não são suficientes na opinião do II3. O *valuation* das empresas é a principal ferramenta para tomada de decisão. *“O desequilíbrio entre a cotação dos ativos e o valor econômico da empresa é que nos motiva a tomar nossas decisões de investimento”*.

As recomendações dos analistas em relação às empresas, embora seja um bom indicador não é definidor para a tomada de decisão de investimento, porque segundo o gestor, as recomendações são muito semelhantes entre os analistas financeiros. *“O consenso de mercado não apresenta ganhos de eficiência para o investidor. Ou todos estão certos, ou todos estão errados”*. Por último, o papel do DRI é *“o que realmente exerce uma função de importância para as práticas de GC”*. O executivo que exerce essa função, segundo o gestor, deve ser uma pessoa que entende do negócio da empresa como um todo, além de possuir características de comunicação para que os investidores consigam vislumbrar de maneira correta as políticas e práticas de GC executadas pelas companhias abertas.

Na conversa informal, que foi realizada com o investidor, após a aplicação do instrumento de pesquisa, novas elucidacões sobre o setor elétrico foram apresentadas. Para ele:

A GC é induzida a ser praticada pelas empresas do setor elétrico brasileiro, por 3 motivos pontuais que são aplicadas apenas a esse setor: (i) as empresas são intensivas em capital, uma vez que as unidades hidrelétricas instaladas são os principais ativos da empresa; (ii) os investimentos realizados possuem um prazo longo de maturação; e (iii) a estrutura oligopolizada do setor cria barreiras à entrada a qualquer nova empresa no setor.

O investidor também deixou claro que um dos fatores que não está incluído na dimensão da análise de investimento, mas merece destaque são os dividendos pagos pelas companhias. “As empresas do setor elétrico, na média, são melhores pagadoras de dividendos do que as empresas dos demais setores”. Para ele, isso ocorre pois como os orçamentos são de longo prazo, qualquer lucro que supere as precisões da própria empresa, devem ser distribuídos ao acionista por falta de opções de investimento.

Para concluir, o I13 afirma que as práticas de GC não são relevantes para a tomada de decisões de investimento, e mesmo que o desenho institucional, que estão inseridas as empresas do setor elétrico, favoreça a gestão de ações coordenadas de GC, o investidor se sente insatisfeito com as políticas de GC aplicadas pelas empresas do setor no Brasil.

5.2.6 Investidor Estrangeiro 1 (IE1)

Dentre o grupo de investidores qualificados, o Investidor Estrangeiro detinha em Maio/2007 (data-base para a escolha dos tipos de investidores), 35,01%, sendo o investidor com maior representatividade na BOVESPA. A participação relativa desse grupo importante merece destaque e é reproduzida com a seleção de 3 investidores estrangeiros na pesquisa.

A participação do investidor estrangeiro no mercado de capitais foi regulamentada pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) em 1996 e vem sofrendo diversas alterações legais e tributárias ao longo dos anos. Porém, eles possuem direito de investir nos mesmos produtos disponíveis que os investidores brasileiros desde que os ativos financeiros e ações negociadas, bem como outras formas de aplicações financeiras, sejam registrados e mantidos em custódia ou em depósitos bancários por uma instituição autorizada pela CVM e pelo Banco Central. Com isso, as autoridades monetárias e financeiras brasileiras garantem melhor

controle para as regras e recomendações internacionais para a prevenção e detecção de lavagem de dinheiro.

Investimentos internacionais em ações são isentos de imposto de renda sob ganhos de capital e investimentos oriundos de países ou dependências que não tributam a renda ou que a tributem a uma alíquota inferior a 20% são tributados, como os investidores locais. Não há período mínimo de permanência para os investimentos no Brasil.

A globalização financeira iniciada na década de 90 foi um dos grandes responsáveis pela participação dos investidores estrangeiros nos mercados de capitais, para as autoridades financeiras tiveram que se organizar para permitir que esses capitais ingressem no Brasil, colocando o país como uma opção de investimento estrangeiro para todo o mundo.

O investidor estrangeiro é provavelmente o investidor mais ágil e mais bem preparado, em termos de informação e conhecimento do mercado financeiro, uma vez que possui acesso nas principais praças econômicas globais e seus recursos podem migrar entre países sem o empecilho burocrático que seria recomendado aos investidores nacionais. Por esse motivo, antes mesmo de saber sobre a decisão dos investidores estrangeiros sobre seus investimentos no setor elétrico, é necessário que se identifique num momento inicial sua decisão e opção pelo Brasil. Para isso, o Instrumento de Pesquisa é aplicado e levemente modificado.

O Investidor Estrangeiro 1 (IE1) selecionado concedeu a entrevista ao pesquisador em 02 de março de 2009 em Porto Alegre no escritório do pesquisador. A entrevista durou aproximadamente 50 minutos. O IE1 estava representado pelo Gerente de Captação de Recursos para América Latina que é brasileiro. O IE1 é uma empresa de investimento sediada na Califórnia (Estados Unidos) que possui vários produtos e atua em diversos mercados globais.

A empresa existe desde 1948 e seus principais ramos de atividade são: Mercado de corretagem (ações), gestão de fundos de investimento, produtos de renda fixa, seguros e previdências. No Brasil atua desde 2001 exclusivamente na área de gestão de fundos de investimentos. O fundo de ações da administra US\$ 6 Bilhões aplicados entre os países emergentes (Brasil, Argentina, Chile, Colômbia, México, Rússia, Índia, China, África do Sul, Leste Europeu e Sudeste Asiático). A origem do capital é composta por 40.000 cotistas que a empresa possui.

O IE1 mora em Nova York e é o gerente do fundo quando esses recursos são destinados ao Brasil. O IE1 acredita que a alocação do fundo esteja atualmente com 20% dos recursos aplicados no Brasil (equivalente a US\$ 1,2 Bilhões). Já dentre os ativos brasileiros que são selecionados para investimento, 50% está aplicado em títulos do Governo Federal e

os 50% está aplicado na Bovespa (equivalente a US\$ 600 Milhões) e o IE1 acredita que dessa carteira de ações brasileiras, 10% esteja alocada ao setor elétrico (equivalente a US\$ 60 Milhões).

Para as questões de classificação, onde são identificadas a percepção do IE1 em relação ao mercado financeiro, ao setor elétrico brasileiro e a GC, o gestor explicou que as decisões de investimento em determinados países são tomadas por um colegiado, e no Brasil não é diferente. A independência do gerente frente ao colegiado é limitada e cabe ao gestor diversificar o portfólio de forma setorial entre as empresas da Bovespa. *“Como moro nos EUA, acabo tomando nossas decisões de investimentos com o auxílio dos profissionais brasileiros que a nossa empresa possui como parceiros”*.

Segundo o gerente: *“as estratégias de investimento são revistas diariamente, todo o dia algum dos ativos financeiros do fundo são negociados”*. A percepção do gerente frente ao mercado financeiro brasileiro, especificamente, é bastante positiva.

Temos investidores americanos que nunca pensaram em aplicar seus recursos fora dos EUA. Atualmente, com as economias desenvolvidas operando com taxas de juros perto de zero, os fundos que aplicam em ativos de países emergentes vêm ganhando espaço.

Com relação à GC, o gerente acredita que sua decisão de investimento é baseada nos princípios de GC aplicado pelas empresas. *“O Fundo exige que a decisão de investimento seja feito em empresas que possuam algum lastro na GC”*. Já com relação à GC nas empresas brasileiras, o gerente acredita que as empresas devam estar preocupadas em quais práticas de GC devem tomar para atrair recursos de investidores estrangeiros. *“Sempre achei que GC tem mais importância aos estrangeiros do que aos locais, agora que estou gerindo um fundo estrangeiro, tenho certeza disso.”* Com relação ao grau de satisfação com as práticas de GC das empresas brasileiras do setor elétrico, o IE1 afirma que sente neutro frente ao que vem sendo realizado.

As empresas deveriam se preocupar em fazer divulgação aos investidores estrangeiros nos principais centros financeiros do mundo como : Nova York, Los Angeles, Londres, Tokyo, Frankfurt, Dubai, para apresentar seus resultados, estratégias e práticas de GC, diferenciais aos acionistas e pontos fortes da empresa frente ao mercado.

Com relação à GC e a relevância para a tomada de decisão, o gerente afirma que:

Por determinação do colegiado que traçou as estratégias de investimentos para os países emergentes, ficou decidido três grandes diretrizes envolvendo o mercado brasileiro: (i) os maiores ativos brasileiros alocados deve possuir o lastro no Governo Federal e deve alocar no mínimo 50% dos recursos disponibilizados ao Brasil; (ii) nenhuma empresa individualmente pode superar 25% da alocação brasileira do fundo e (iii) os recursos aplicados no Brasil devem necessariamente serem aplicados em empresas que integrem algum nível de GC da BOVESPA.

Na última parte do instrumento de pesquisa são abordadas as questões da mensuração do direcionamento, separados pelas 3 dimensões (GC, setor elétrico brasileiro e análise de investimentos) que compõem o questionário. Com relação às questões da dimensão da GC, o investidor acredita que o ponto importante para analisar as práticas de GC das empresas seja o tratamento que é dado ao acionista minoritário.

Empresas que já possuem históricos de conflitos entre gestores e proprietários, ou conflitos entre estruturas acionárias que ocasionem algum dano aos minoritários ou aos preferencialistas (portadores de ações que não possuem direito ao voto), normalmente estão fora do nosso portfólio sugerido, independente da tese de investimento.

O IE1 ainda acredita que o processo de GC no Brasil esteja longe do ideal, segundo ele: *“A idealização de práticas de GC só foi possível com a globalização financeira, por determinação do capital internacional”*.

Para o gestor do fundo estrangeiro, a falta de um padrão internacional contábil prejudica a análise dos investidores globais. *“Os investidores estrangeiros precisam da assessoria de administradores financeiros locais para entender as demonstrações financeiras das empresas dos outros países”*. Sobre os conselhos de administração, o IE1 acredita que *“a falta de uma idoneidade dos conselheiros no Brasil, que ainda são indicados por qualificações políticas, atrasa o processo de GC”*.

Com relação ao setor elétrico brasileiro, o IE1 acredita que as empresas brasileiras deveriam aproveitar liderar a discussão sobre o abastecimento de energia mundial, uma vez que as capacidades energéticas e os recursos naturais brasileiros são de muita importância ao planeta.

As empresas do setor de energia devem implementar fontes de energia sustentáveis. Por exemplo, a notícia de que a Cemig fez um investimento em parques eólicas nos interior de Minas Gérias teve muita relevância aos investidores americanos. Atualmente, pensar em uma empresa sustentável deve começar por um mundo sustentável.

O IE1 não acredita que os órgãos reguladores do setor elétrico, como a ANEEL e o ONS, sejam decisivos pela não-viabilidade do negócio no setor. *“Luz é um serviço público. As empresas privadas que hoje responsabilizam o governo pela falta de rentabilidade das empresas, sabiam do de regulação desde as privatizações”*.

Para a última dimensão que trata sobre análise investimentos, o IE1 acredita que a análise econômico-financeira das empresas e da conjuntura econômica (construção de cenários macroeconômicos) sejam as principais ferramentas para a tomada de decisão de investimentos.

Se o mercado vai mal, ninguém quer saber se a empresa aplica práticas de GC ou não, uma vez que o crédito seca para todas. Porém, quando a liquidez está mais abundante, onde as oportunidades de investimentos começam a aumentar, a GC ainda pesa nessa análise, mas em menor grau.

O histórico de rentabilidade está cada vez menos decisivo para a tomada de decisão de investimento.

Em um mundo com ciclos cada vez menores, um histórico de rentabilidade positiva de 10 anos tem a mesma relevância do que um histórico positivo de 3 meses. Ninguém está tomando decisões com informações passadas.

Para o IE1, o *valuation* das empresas precifica as decisões do mercado sobre o momento atual da precificação dos ativos. *“Para a precificação de qualquer ação, a GC ainda não possui o peso devido para os investidores”*. Já o DRI deve ser o *“embaixador da GC dentro da empresa”* e a avaliação dos analistas do mercado financeiro são conseqüências do bom relacionamento que possuem com esses profissionais.

Após 50 minutos de conversas sendo regidos pelo instrumento de pesquisa, iniciou-se uma conversa informal de 18 minutos com o IE1. O gestor acredita que a GC, por ainda ser uma prática recente no mercado financeiro, não conseguiu desenvolver todo o seu potencial e

suas percepções são falhas para qualquer *stakeholder* da empresa. Os motivos dessa falta de relevância, segundo o investidor, ocorrem em função da falta de eficiência de mercado.

Utopicamente, as empresas que praticam de forma correta e adequada as políticas de GC deveriam possuir uma vantagem competitiva e deveria existir uma barreira aos investimentos e às fontes de financiamento às empresas que não aderirem a nenhum nível de GC.

A razão desse dilema para o IE1 são as bolhas especulativas e os excessos que o mercado não consegue controlar.

Quando ocorre uma expansão econômica, todas empresas ganham, tanto as boas quanto as ruins. Quando o momento é recessivo, está acontecendo a mesma coisa. Todas sofrem da mesma maneira. A GC ainda não é uma ferramenta que alavanca as empresas e/ou protegem as mesmas de momentos de enxugamento de capital, tudo isso em função dos excessos e das bolhas especulativas ocasionadas pela falta de eficiência do mercado.

O IE1 ainda sugere que a GC ganhará a relevância devida quando os órgãos reguladores do mercado financeiro atuarem de forma punitiva e corretiva.

Para concluir, O IE1 reafirma que é indiferente com as práticas de GC adotadas pelas empresas do setor elétrico brasileiro, mesmo assim, releva a GC para tomada de decisão de investimento.

5.2.7 Investidor Estrangeiro 2 (IE2)

O segundo investidor estrangeiro selecionado é um fundo de investimento em empresas de energia ao redor do mundo. O fundo de ações é um fundo exclusivo e fechado para novas captações, possuindo aproximadamente 100 cotistas e existe desde dezembro de 2001. O fundo de energia é um dos produtos de uma administradora de recursos canadense que faz a gestão do patrimônio de pessoas físicas qualificadas no Canadá e responde judicialmente pelo fundo. O fundo de energia possui aproximadamente um patrimônio de US\$ 7 Milhões, dos quais, atualmente, 10% desse valor deve estar alocado em ações setor de energia brasileiro. O IE2 acredita que seu perfil ao risco seja moderado.

O respondente pelo IE2 é canadense e além do fundo de energia, é gestor de mais 2 fundos setoriais: um de tecnologia da informação e outro de empresas da área de saúde. A

entrevista foi realizada em 06/02/2009. O investidor, nas questões de classificação, afirmou que as decisões de investimento são realizadas em conformidade com 3 pré-requisitos.

As empresas de energia que recebem aportes de capital, através de compra de ações, em nossos fundos precisam necessariamente: (i) possuir grau de investimento de pelo menos uma agência de classificação de risco, (ii) ter ações negociadas na Bolsa de Nova York e (iii) a empresa deve estar coberta pela equipe de análise da empresa.

O IE2 afirmou que estando de acordo com esses 3 requisitos, o fundo é operado diariamente pelos operadores que avaliam os melhores *timings* (momentos) de compra e venda de um determinado grupo de ações que são acompanhados e permitidos alocar o patrimônio do fundo. *“No Brasil, apenas a Petrobrás e a Eletrobrás cumprem os 3 requisitos exigidos”*. O gestor do fundo acredita que o mercado financeiro atualmente vive uma crise de confiança, ocasionado pelas empresas de classificação de risco. Para ele: *“É inadmissível que uma empresa como o Citigroup, por exemplo, esteja operando a beira da concordata em um espaço de tempo de 3 meses”*. O IE2 acredita que existem falhas nos mecanismos de classificação.

Pessoas com alto nível de conhecimentos financeiros não podem errar tão feio em suas previsões. Ou o mundo corporativo está em uma velocidade incontrolável, ou algumas pessoas agiram de má fé. Gostaria de acreditar na primeira opção, mas boa parte dessa crise financeira que está levando o mundo a uma recessão econômica, foi ocasionada pela má fé de alguns agentes econômicos.

Com relação ao setor elétrico brasileiro, o IE2 afirma que é impossível analisar o setor elétrico isoladamente. *“Existem distribuidoras, geradoras e transmissoras. Porém, as sinergias são conquistadas apenas por empresas integradas que não possuem custos de energia cruzados”*.

O investidor acredita que além de todas as regulamentações provenientes do Estado, os custos de energia são muito altos para empresas que participam dos leilões dos contratos livres de energia, comprando e vendendo de terceiros. Para o investidor, a maioria das empresas elétricas brasileiras não possui uma tese de investimento que seja sustentado em bons fundamentos econômicos. *“Mesmo que as empresas do setor elétrico recebam o grau de investimento, a equipe de pesquisa faz cobertura apenas das empresas integradas e da Eletrobrás”*.

Com relação à GC, o IE2 acredita que a crise econômica iniciada no segundo semestre de 2008, teve como consequência a inutilização de algumas práticas de gestão adotadas por diversas empresas. Segundo ele, uma das práticas que perdeu importância foi a GC. “*O mercado financeiro em momentos de instabilidade como o atual, busca a proteção do capital. As práticas de GC ficam em segundo plano*”. Assim como em outras entrevistas com os demais investidores selecionados, se percebe que a crise econômica global está no epicentro das respostas. O IE2 se diz insatisfeito com as práticas de GC adotadas não apenas pelas empresas do setor elétrico brasileiro, mas com todas as práticas que as empresas aplicam que procuram defender os acionistas, independente do setor da economia que as empresas atuam. Por isso, o IE2 afirma que as práticas de GS aplicados pela empresas não possuem relevância direta para tomada de decisão ao fundo de energia.

Para as questões de direcionamento, percebe-se que na dimensão da GC, o IE2 conhece as práticas aplicadas pela GC desde os finais dos anos 90. “*Aqui nos EUA e no Canadá, a GC ganhou projeção com o escândalo da fraude no balanço da Enron*”. A importância da GC segundo o gestor não está nas conformidades e nos níveis de GC da BOVESPA. Para ele, a importância e a relevância são percebidas no que as empresas fazem na prática.

Muitas empresas aderiram às práticas de GC no Brasil pelas facilidades de abertura de capital que era destinada a empresas que se prontificassem a aplicar algum nível de garantia aos acionistas. Hoje, acredito que sejam mais de 100 empresas listadas em algum nível de GC na BOVESPA, porém não acredito que todas as exigências continuem a ser aplicadas por essas companhias. A falta de fiscalização e a falta de uma câmara arbitrária independente que interfira nas ações e práticas das empresas que venham a lesar os investidores ainda carecem de um profissionalismo.

Segundo o investidor, as recomendações da OCDE para aplicações da GC vêm evidenciando problemas e falhas que os agentes econômicos percebem. Para o gestor:

Segundo a OCDE, a GC trata das maneiras pelas quais os fornecedores de recursos às corporações se asseguram que irão obter retornos maiores de seus investimentos. Na prática não existe um caso de sucesso que isso tenha sido encontrado. A GC não é garantia de geração de valor ao acionista.

A visibilidade empresarial, segundo o IE2, “*é o mais incontornável problema da GC*”. As empresas que aplicam práticas de GC procuram melhor visibilidade para garantir melhores

condições de financiamento. Porém, a visibilidade ocorre na forma de um certificado, que não possui fiscalização constante e as empresas praticam de forma tendenciosa para captar recursos de investidores estrangeiros.

Cabe aos gestores não cair nessas armadilhas e separar empresas que possuem políticas claras de GC e empresas que são certificadas. Em minha opinião, empresas que integram o NM (nível mais avançado da GC da BOVESPA), não possuem garantias aos acionistas sem uma análise mais complexa.

Com relação à dimensão do setor elétrico, o IE2 trabalha como investidor nesse setor desde a criação fundo de energia em 2001. Para ele, o setor elétrico vem perdendo relevância frente às formas alternativas de geração de energia. *“A Petrobrás, que é uma empresa com investimentos em P&D elevados, possui uma participação muito superior à Eletrobrás em nosso fundo”*. O investidor acredita que existe uma tendência e uma preocupação com o futuro do planeta e os fundos de energia vem destacando maior importância às fontes de energia alternativas, como o bicombustível, por exemplo, que além de possuir custos de produção menores, é menos danoso à sustentabilidade, ocasionando assim melhores margens às empresas e retornos melhores aos acionistas.

Para a última dimensão das questões de direcionamento, que trata sobre análise de investimentos, o IE2 acredita que a importância das decisões de investimentos em empresas esteja na percepção da perpetuidade das empresas.

Um balanço positivo em ano específico pode significar que a empresa teve sorte (ganhos financeiros, taxa de câmbio, reajuste de preços, reversões de impostos, etc.). Porém resultados positivos ao longo prazo são indícios de que a empresa além de lucrativa é sustentável.

Segundo o gestor, os históricos de rentabilidade são indicadores relevantes para as decisões de investimento. Já a análise de risco para um fundo global de energia não é relevante para a tomada de decisão de investimento, pois os riscos microeconômicos específicos de determinadas empresas são de difícil mensuração.

O objetivo do fundo é ser cada vez mais global. Para ser global, infelizmente não podemos nos especializar nos marcos regulatórios brasileiros, russos e poloneses ao mesmo tempo. Para isso temos profissionais que fazem esse tipo de avaliação para nós.

As recomendações das empresas pelos analistas financeiros norteiam as decisões de investimento do fundo. Os analistas do fundo apenas fazem a cobertura de empresas que possuem um consenso de que a tese de investimento possui um potencial de valorização acima da média do mercado.

No nosso fundo da área de saúde, por exemplo, existia uma empresa israelense que estava chamando atenção por uma inovação farmacêutica em 2005 na área de células-tronco. A empresa possuía grau de investimento e ações listadas na Bolsa de Nova York. O comitê se reuniu para que a área de análise fizesse sua avaliação sobre o investimento nessa empresa. Quando eles souberam que os agentes locais e os analistas em Dubai não tinham boa recomendação para a empresa em função da shaira (código de condutas e ética no mercado financeiro muçulmano), a equipe de análise nem começou a fazer as análises econômicas e financeiras da empresa, rejeitando o investimento em primeira instância. Para resumir, a empresa perdeu o grau de investimento em 2008, seu nível de endividamento é superior ao seu patrimônio líquido e o valor de mercado da empresa despencou 80% em 2 anos.

A contribuição do IE2 permite concluir que as práticas de GC aplicadas pelas empresas do setor elétrico não influenciam na tomada de decisão de investimento e o investidor se diz insatisfeito com as práticas adotadas pelas empresas do setor elétrico atualmente. Adicionalmente, foi percebido que a crise financeira global que iniciou no segundo semestre de 2008 esteve em pauta ao longo de toda a aplicação do questionário.

5.2.8 Investidor Estrangeiro 3 (IE3)

O terceiro investidor estrangeiro selecionado é uma gestora de ativos inglesa. Constituída em 2005, a administradora de recursos possui um patrimônio total de US\$ 15 Milhões destinados a aplicações somente em empresas de países emergentes do BRIC (Brasil, Rússia, Índia e China). A origem do capital do fundo é proveniente de seus 50 cotistas. O fundo é exclusivo e fechado, aberto para captação somente para aporte de recursos dos cotistas já existentes. O fundo foi criado a partir de ex-funcionários de diversos bancos de investimentos da Inglaterra aposentados que se reuniram e hoje mantém aplicado parte de seus patrimônios em países emergentes.

O gestor do fundo, que é o respondente da pesquisa, caracteriza o fundo como arrojado, no que tange a parte de risco existente. *“O estatuto do fundo tem objetivo em fazer*

investimentos de longo prazo em países emergentes, alavancando seus riscos assumidos em prol de retornos maiores". Atualmente, os investimentos em empresas brasileiras compõem 30% do fundo, dos quais 10% estão alocados em empresas do setor elétrico, ou seja, aproximadamente US\$ 500 mil.

Com relação às questões de classificação, o gestor afirma que a decisão de investimento é tomada unicamente por decisão própria. *"Como gestor do fundo, tenho independência total para aplicações nas empresas que julgo as melhores no presente momento"*, afirma o IE3. As decisões de alocação de capital são feitas de acordo com uma análise macroeconômica dos países e análises setoriais. Segundo ele:

As estratégias de investimento são revistas mensalmente. Sempre é feito um relatório de administração dos recursos e enviado aos cotistas, para que esses tenham conhecimento de onde seu capital está aplicado.

Para o investidor o mercado financeiro está passando por um período de turbulência que ainda pode levar alguns anos aos agentes econômicos identificarem os efeitos da crise de crédito iniciada no segundo semestre de 2008. Para ele: *"a crise de crédito é a maior crise do pós-guerra"*. Com relação ao setor elétrico brasileiro, o IE3 afirma que as empresas no Brasil que antes estavam preocupadas com a capacidade de atendimento da capacidade instalada e a demanda industrial, já não se preocupam mais com esses problemas em função do desaquecimento econômico. *"Se a crise teve algum efeito positivo para algum setor, esse setor é o elétrico. Há males que vem para o bem."* A afirmação é fundamentada pois para o gestor *"existiria sérios problemas de infra-estrutura se o Brasil continuasse crescendo a taxas de 5%"*. Com relação a GC, o investidor se diz insatisfeito com a indiferença com que as empresas que utilizam políticas de GC estão enfrentando a crise. O IE3 se sente insatisfeito com as práticas e políticas de GC adotadas e afirma que suas decisões de investimento não são baseadas nas práticas de GC aplicadas pelas companhias de capital aberto. Para ele:

As empresas que integram níveis de GC, não estão protegendo seus acionistas, não vem sendo transparente e tampouco estão mostrando equidade nas informações prestadas. Acredito que o mercado financeiro não estava preparado a fiscalizar tais empresas em um cenário tão adverso como o atual vivido.

Para o último grupo de questões que trata do aprofundamento do conhecimento do investidor nas 3 dimensões propostas (GC, Setor elétrico e análise de investimentos), o gestor

acredita que o Brasil perde vantagem competitiva por ainda trabalhar com diferentes tipos de classes de ações.

O trade-off entre a preferência aos dividendos e o controle das empresas é sempre difícil fazer com que o investidor europeu entenda porque isso não existe em nenhum lugar do mundo, só no Brasil. Enquanto existirem ações preferenciais no Brasil, a GC não estará madura o suficiente.

A Lei Sox foi definida para o IE3 como o “*divisor de águas*” para a GC. As alterações na lei, que ocorreram em função do caso da *Enron*, evidenciam que as políticas corporativas atualmente são tão importantes quanto às políticas econômicas. Com relação aos conselhos de administração, o gestor acredita que o conselho de administração tem a função de gerar mais segurança ao investidor, as dificuldades estão concentradas nas responsabilidades. “*No Brasil, os conselhos não estão tomando conhecimento das estratégias empresarias, existe omissão por falta dos executivos e negligência por falta dos conselheiros*”. Assim como falhas de coordenação entre a gestão e o conselho, existem falhas na transparência das informações. “*A quantidade de vazamento de informações em empresas de países emergentes é algo lamentável*”, segundo o acionista.

Por último, a GC deveria ter diretrizes mais bem fundamentadas nas questões ambientais. Segundo o IE3, as empresas de energia elétrica no Brasil deveriam ser “*as coordenadoras dessa diretriz*”. O gestor acredita que as empresas, concentradas na geração hidrelétrica deveriam ser responsabilizadas pelos eventuais danos causados a sociedade e a natureza. “*Faltam indicadores de confiança para mensurar o impacto ecológico da construção de qualquer nova hidrelétrica*”.

Com relação a dimensão do setor elétrico, o investidor não acredita que o Brasil tenha destaques significativos frente aos demais países emergentes. “*A industrialização brasileira é a mais antiga dos BRICs e mesmo assim, as empresas elétricas estão longe de apresentarem os mesmos padrões dos países desenvolvidos*”. Já com relação aos órgãos que regulamentam o setor, o IE3 acredita que as dificuldades para as empresas do setor elétrico enfrentam é uma falta de sinergia entre as empresas. “*O setor elétrico não possui nenhuma instituição que se apresente em nome de todas as empresas do setor para que haja um lobby frente ao governo*”. Para o gestor isso não ocorre uma vez que as estratégias das empresas não estão em conformidade, uma vez que empresas públicas e privadas almejam objetivos diferentes.

Para a dimensão da análise de investimentos, o respondente é gestor do fundo desde o primeiro trimestre de 2008 e acredita que as análises econômicas e financeiras das empresas e

a análise macroeconômica são as principais ferramentas para tomada de decisão de investimento. Mesmo assim, o gestor valoriza o papel do DRI. *“O executivo que exerce uma função de RI tem ganhado tanta importância no mundo financeiro que até cursos para formação desses profissionais foram criados”*.

Os históricos de rentabilidade não são vistos como forma de tomada de decisão de investimento. Para ele, nenhum ativo que tenha obtido ganhos acima da média do mercado estão isentos de apresentarem desempenhos pífios, isso ocorre pois *“em um mundo tão complexo, os fundamentos econômicos mudam muito rápido”*.

Após a aplicação do instrumento de pesquisa, foi realizada uma conversa informal com o investidor que teve duração de 15 minutos. Nessa conversa, o pesquisador procurou identificar individualmente com o respondente quais as empresas do setor elétrico possuem melhor recomendação de investimento para o fundo, porém a tentativa foi em vão:

Como faço a gestão de um fundo fechado, não temos a obrigação de apresentar ao público e a sociedade em geral quais são nossas preferências em determinados setores ou países. As únicas pessoas que possuem esse direito são os nossos cotistas, logo, infelizmente, não posso divulgar as nossas preferências no setor elétrico brasileiro, correndo o risco inclusive de ser penalizado segundo normas do estatuto do fundo.

A partir da entrevista com o IE3, as práticas de GC aplicadas pelas empresas do setor elétrico não influenciam na tomada de decisão de investimento da gestora de recursos inglesa, e o respondente se diz insatisfeito com as práticas de GC aplicadas, responsabilizando não apenas as empresas, mas os investidores que não pró-ativos como acionistas e os órgãos de fiscalização que são frágeis.

5.2.9 Investidor Financeiro (IB1)

Dentre o grupo de investidores qualificados, o Investidor Financeiro detinha em Maio/2007, 8,76% de participação sobre todas as transações financeiras da BOVESPA (BOVESPA, 2007). A participação relativa merece destaque e é reproduzida entre os entrevistados dessa pesquisa com 1 Investidor Financeiro, denominado IB1.

O Investidor Financeiro é o investidor que opera em nome da própria Instituição financeira diretamente, e não como de praxe, em nome de terceiros (demais investidores). Normalmente essa função é exercida nas tesourarias dos bancos, corretoras ou distribuidoras

de valores. O Investidor Financeiro assume características peculiares que o distinguem dos demais investidores.

O objetivo estratégico de uma instituição financeira que possua carta patente na BOVESPA é a intermediação de serviços financeiros, como a distribuição de títulos e valores mobiliários (ações) para os demais investidores. Além disso, as instituições financeiras comerciais, sejam elas públicas ou privadas, tratam de movimentar os meios de pagamento da população através de captações e financiamentos. A diferença entre as taxas de captação e as taxas de financiamento é conhecida como *spread* bancário. (ASSAF NETO, 2005).

O melhor aproveitamento da capacidade de recursos de uma instituição financeira ocorre quando os depósitos estão totalmente comprometidos, dentro dos limites da lei, com os tomadores de recursos. Como isso não ocorre, parte dos recursos, que não são utilizados pelos tomadores de crédito, é aplicada no mercado financeiro, seja em títulos públicos para financiar parte da dívida do governo, aplicações no interbancário (operações de empréstimo entre os bancos), ou ainda em títulos privados, como ações e debêntures (ASSAF NETO, 2005).

O IB1 selecionado para a pesquisa é um investidor financeiro que aplica parte dos recursos em ações do setor elétrico, o que justifica sua seleção. O IB1 é um banco privado nacional, com sede em São Paulo e está entre os 10 maiores bancos do país. O Banco foi fundado em 1955 e é considerado pela classificação do Banco Central do Brasil como um banco de atacado, que se caracteriza pela segmentação de mercado (BACEN, 2009). O IB1 possui uma segmentação concentrada em *leasing* (operações de crédito para compra de veículos) e investimentos. O respondente responsável pela instituição é Gerente de Tesouraria do banco. O IB1 possui um patrimônio líquido de aproximadamente R\$ 5 Bilhões. A origem desse patrimônio é proveniente da própria família que já acumulam uma experiência de quase 2 séculos na área de bancos na Europa e na América Latina.

Nas questões gerenciais, o investidor afirma que os recursos administrados pela tesouraria do banco possuem uma gestão conservadora. *“No setor financeiro, onde a solidez é o indicador de melhor referência, a tesouraria não pode ser flexível para nenhum tipo de experiência. Somos conservadores até demais”*.

Como foi explicado anteriormente, a tesouraria de um banco não é atividade fim das instituições, por isso o IB1 citou que a composição do capital oscila de acordo com a necessidade de aplicação dos recursos excedentes em poder do banco e esta condição varia de acordo com as necessidades do mercado. O IB1 porém acredita que o percentual de valores em tesouraria frente aos ativos totais do banco é maior do que nas demais instituições:

Como somos bastante conservadores, o nível de risco assumido pela área de vendas do banco é mais criterioso do que os demais bancos no Brasil, por isso nossa tesouraria possui uma disponibilidade maior em termos relativos que as demais tesourarias de outras instituições. Como somos um banco de atacado conservador, minhas responsabilidades são maiores, as vezes acho que faço a gestão de uma confraria e não de um banco.

Mesmo com todo conservadorismo aplicado, várias são as restrições legais que os bancos devem seguir diferente dos demais investidores. Duas restrições básicas são os “acordos de Basiléia I e II” que foram criados na Suíça em 1988 e 2004, respectivamente e possuem como objetivo criar exigências mínimas de capital, que devem ser respeitadas por bancos comerciais, como precaução contra o risco de crédito (ASSAF NETO, 2005). Em função disso, os valores aplicados nas tesourarias dos bancos comerciais devem ser diversificados. O resultado dessa diversificação exigida por lei ao IB1 é a aplicação de parte dos recursos excedentes em ações do setor elétrico brasileiro, que em janeiro de 2009 representava 7,3% dos recursos excedentes.

Nas questões de classificação, onde é avaliada a percepção do investidor em relação ao atual momento do mercado financeiro, da governança corporativa e do setor elétrico, o IB1 afirma que os limites de aplicação dos recursos da tesouraria são definidos em reuniões de comitês de crédito que são realizadas quinzenalmente pelo conselho de administração do banco.

O Conselho me dá poderes limitados entre algumas poucas opções para alocar um percentual pré-definido de partes dos montantes. Ou seja, meu trabalho é ver quanto temos em caixa e escolher normalmente entre 5 ou 6 grupos, 3 ou 4 opções para cada grupo de aplicação.

O IB1 possui dois momentos de tomada de decisão de investimento bem definidos. O primeiro é feito pelo comitê e no segundo momento, a alocação é definida pelo tesoureiro, que procura selecionar em um dos grupos que é definido pelo comitê, como o grupo de “renda variável” através do “Código de Aplicação dos Recursos de Tesouraria” que também é elaborado pelo comitê, mas é revisto trimestralmente.

O atual “Código de Aplicação de Tesouraria”, em linhas gerais, limita os investimentos em: (i) ações nas quais os proprietários não possuem participação relevante (ii) ações listadas na BOVESPA; (iii) diversificação de pelo menos quatro setores da economia; (iv) empresas com compromissos sócio-ambientais bem definidos e por último (v) empresas listadas nos níveis de GC da BOVESPA, respectivamente pelo grau de importância.

Com relação ao atual momento do mercado financeiro, o IB1 acredita que as restrições provenientes da falta de liquidez internacional que começaram a ser verificadas no 2º semestre de 2008, tendem a aumentar. *“A crise financeira internacional vem sendo sentida pela aversão ao risco e pelo aumento dos critérios de seleção dos investimentos.”* Já com relação ao setor elétrico brasileiro, o investidor acredita que a independência do setor elétrico com o mercado de crédito internacional gera vantagens competitivas para o setor nas tomadas de decisões de investimento frente aos outros setores:

O setor de energia elétrica está blindado pelo negócio em si. Já os setores de siderurgia, mineração e varejo que possuem grande dependência do crédito internacional devem sofrer mais nos próximos 2 anos.

Com relação às práticas e políticas de GC aplicadas pela empresa do setor, o investidor ainda acredita que a falta de transparência das empresas brasileira é muito incipiente e poucas conclusões definitivas podem ser avaliadas atualmente, porém o IB1 afirma que *“boas práticas de GC, no longo prazo, serão obrigatórias.”*

O investidor se diz “indiferente” no que tange a sua satisfação com as práticas de GC:

Algumas empresas são oportunistas, pois utilizam a GC pela visibilidade e pelo modismo, já existem outras que praticam a GC de forma correta. Na média, acredito que o grau de satisfação do banco frente às práticas aplicadas pelas empresas do setor seja neutro.

Porém, como o próprio “Código de Aplicações de Tesouraria” deixa claro, mesmo que em menor destaque, a GC possui relevância para a tomada de decisão de investimentos do IB1. Para as questões de direcionamento em sua primeira dimensão da GC, o investidor acredita ser importante para a análise das práticas de GC das empresas é o relacionamento das empresas com os agentes do mercado financeiro. *“A empresa que aplica GC como estratégia tem a obrigação pelo cumprimento da transparência”.*

O IB1 acredita que os controladores das empresas brasileiras ainda não estão totalmente convencidos das utilizações da GC como vantagem competitiva. Segundo o gerente de tesouraria, os conflitos entre acionistas e controladores no Brasil são mais evidentes em comparação com os países desenvolvidos e ainda cita como exemplo a utilização de ativos da empresa em prol dos próprios controladores. *“A utilização de veículos, aeronaves e pagamento de royalties pelo uso do nome na empresa deve ser combatida em qualquer empresa.”*

Com relação às questões específicas da GC, como a geração de valor de mercado através da GC, o investidor não acredita que esse tipo de relação deva existir:

Os investidores, erradamente, imaginavam que as ações das empresas praticante dos níveis de GC da BOVESPA estariam blindadas a qualquer desvalorização. O ano de 2008 mostrou que isso não é verdade.

O IGC (Índice que compõem apenas ações de empresas listadas nos níveis de GC da BOVESPA obteve desempenho inferior ao IBOVESPA (índice da Bovespa) em 2008 (ECONOMATICA, 2008). Com relação aos conselhos de administração e assuntos ligados à responsabilidade da gestão nas empresas, o IB1 acredita que esses dois temas estão vinculados:

Os departamentos jurídicos e financeiros das empresas devem agir em conjunto com o conselho de administração, muitos especialistas financeiros possuem conhecimento das operações financeiras, porém desconhecem os termos de contratos das operações que cabe ao departamento jurídico. Empresas de níveis elevados de GC acabaram contratando operações financeiras questionáveis, como os contratos de derivativos cambiais, e o conselho de administração não tinha o conhecimento devido dos riscos inerentes que quase levaram à falência algumas empresas em 2008.

Com relação ao setor elétrico brasileiro, o investidor acredita que é importante para tomada de decisões de investimento no setor a forma com a qual as empresas administram os lucros:

Como todos os projetos de investimento devem obrigatoriamente serem aprovados pelo governo, é importante para as empresas que não possuem planos de investimento elevados, distribuir aos acionistas o lucro gerado no exercício através do pagamento de dividendos. Planos de investimentos audaciosos em empresas do setor de energia elétrica não são atrativos pela ótica do investidor.

As barreiras impostas pelos marcos regulatórios e os níveis de interferência da ANEEL e do Ministério de Minas e Energia são elevados para o setor em comparação com os demais setores da economia. *“A interferência do Estado nas empresas de energia torna o setor menos eficiente do ponto de vista da rentabilidade econômica”.*

Para a dimensão da análise de investimentos o IB1 possui como fundamento para a tomada de decisão de investimento o “Código de Aplicação de Tesouraria” que foi explicado anteriormente. O código utiliza as análises econômicas e financeiras das empresas para escolha de alocação dos recursos, e em menor grau os indicadores de GC.

“O Custo Médio Ponderado de Capital das empresas é a principal ferramenta para aplicação dos recursos em tesouraria do banco”. O investidor explica que o Comitê de Tesouraria aprova os investimentos após a análise da conjuntura econômica, que no caso do IB1 é realizado por uma empresa de consultoria independente da instituição financeira, para que não haja conflito de interesses. *“Nem sempre o que fazemos com o caixa do próprio banco, é recomendado para os clientes. Essa independência é importante no meu ponto de vista.”*

Segundo IB1 o *valuation* das empresas e as recomendações do mercado financeiro devem ser analisados em conjunto:

Os analistas que fazem a cobertura das empresas utilizam os mesmos dados para análise, por isso que existe sempre um consenso no mercado entre os bancos e as corretoras sobre as avaliações de preços justos para as empresas listadas na bolsa.

O IB1 destaca o importante papel que deve ser exercido pelo DRI, que na sua concepção é *“a pessoa que possui o dever e a satisfação com a comunidade financeira, possuindo a árdua tarefa de transmitir os dados gerenciais aos investidores.”*

A contribuição do IB1 permite concluir que as práticas de GC aplicadas pelas empresas do setor elétrico influenciam na tomada de decisão de investimento, porém o seu grau de satisfação é neutro com as práticas adotadas pelas empresas do setor elétrico atualmente.

6. CONCLUSÕES

O objetivo deste trabalho foi analisar a influência das práticas de GC executadas pelas empresas do setor elétrico brasileiro nas decisões de investimentos, a partir de entrevistas com investidores que possui parte de seu capital investido em empresas do setor. As conclusões têm como referência a delimitação do tema, a questão de pesquisa e os objetivos propostos.

O primeiro objetivo específico foi respondido a partir da análise geral dos resultados das empresas. As 15 empresas foram solicitadas a participar da pesquisa a partir do convite enviado às empresas por correio eletrônico, disponível no Apêndice B. Foram utilizadas 6 fontes de evidência para mensuração e análise das respostas. Entre as fontes de análise, destacam-se: (i) Entrevista pessoal com o responsável na empresa pelo RI; (ii) Questionário respondido via correio eletrônico com o responsável pelo RI; (iii) Apresentação de resultados em reuniões da APIMEC; (iv) Relatórios de Sustentabilidade entregue pela companhia; (v) Análise da página da empresa na Internet (*homepage*) e verificação da relevância à GC e (vi) Pesquisas e estudos anteriores sobre as práticas de GC nas empresas.

Das 15 empresas em análise, 10 empresas foram analisadas a partir de 4 fontes de evidência e 5 empresas foram analisadas a partir de 3 fontes de evidência. 4 empresas (Tractebel, COELCE, CEMIG e Energias do Brasil) disponibilizaram um horário para que fosse realizado uma entrevista ou com o DRI, ou com algum membro do Conselho de Administração que possui vínculos na elaboração da estratégia da GC. Independente dos níveis de GC da BOVESPA que as empresas integram, verificou-se uma preocupação e um interesse das empresas na implementação e aplicação de práticas de GC a todos os *stakeholders*.

O segundo objetivo específico que propõe uma análise da percepção dos investidores sobre as práticas de GC de maior relevância realizadas pelas empresas do setor elétrico brasileiro foi respondido pela análise dos resultados dos acionistas e pela aplicação do instrumento de pesquisa em 9 investidores selecionados. A transparência, a equidade nas informações e a gestão de conflitos foram as práticas mais citadas pela análise de conteúdo temática nos instrumentos de pesquisa.

E por último, o terceiro objetivo específico, foi respondido a partir de uma triangulação dos resultados entre as empresas e os investidores. A importância e a relevância que os acionistas recebem por parte das empresas foi verificado, embora as práticas de GC

aplicadas pelas empresas ainda estejam em um estágio de maturidade e evolução e ainda se percebeu um confronto entre o que as empresas estão se propondo e o que as empresas estão fazendo na prática. Os investidores acreditam que isso esteja ocorrendo por falta de regulação e fiscalização dos órgãos competentes.

Os avanços da GC e as vantagens empresariais da aplicação de instrumentos, políticas e práticas são conhecidos e relevantes para as empresas que visam o incremento no seu valor econômico (ANDRADE; ROSSETTI, 2006). A partir da análise do instrumento de pesquisa com os 9 investidores e análise das práticas de GC das empresas do setor elétrico, chegou-se a algumas conclusões sobre as 3 dimensões de análise (GC, setor elétrico brasileiro e análise de investimentos).

A GC, corroborando com a revisão de literatura, sob a ótica dos investidores, está centrada em 3 pilares conforme análise do instrumento de pesquisa: (i) equidade, (ii) transparência e (iii) gestão de conflitos ocasionado por estrutura acionária. Os investidores acreditam que a idéia central da GC esteja na sustentabilidade empresarial, conforme é sugerido pela literatura.

Com a globalização e a abundância de liquidez de capitais internacionais que foi verificada na primeira metade da década, as empresas brasileiras começaram a praticar as técnicas de gestão visando a responsabilidade corporativa, focando em melhor visibilidade e melhores condições de financiamento. Algumas elucidações sobre as práticas de GC já haviam sido verificadas desde o teste piloto e dos pré-testes com os especialistas e com o respondente. Ficou evidenciado que a GC não é um modismo empresarial e sim uma tendência de longo prazo que envolve alterações nas práticas de gestão.

Ficou evidente que os investidores responsabilizam os órgãos competentes pela falta de fiscalização e monitoramento das práticas de GC. Para os investidores pesquisados, não existe responsabilidade por parte dos órgãos certificadores e dos órgãos de regulação do mercado como a BOVESPA, a CVM e o IBGC. Parte desses resultados ficou evidente na análise geral dos resultados das empresas (5.1.16), onde algumas companhias com altos padrões de níveis de GC não atingiram bons resultados pelos quesitos das recomendações da CVM. A falta de fiscalização sobre as empresas do setor elétrico no que tange a parte da GC foi percebida por todos os acionistas e pode-se dizer que a falta de relevância com a GC para tomada de decisões de investimento é em parte responsabilidade dessa omissão dos órgãos reguladores, causando insatisfação a todos os respondentes.

Muitas empresas ainda acreditam que em função dos altos custos de implementação e pela falta de vantagem competitiva percebida pelos acionistas, os investimentos na área são

adiados ou cancelados, evidenciando assim a falta de maturidade que algumas empresas encaram tais práticas.

Outra insatisfação percebida pelos investidores trata da composição dos conselhos de administração das empresas do setor elétrico. O viés político da escolha gera conflitos com os objetivos dos acionistas. Para os investidores também, o papel do DRI poderia ser melhor exercido pelas empresas do setor. A falta de profissionalismo para um cargo executivo de importância para a difusão da GC entre todos os *stakeholders*, salvo alguns casos, não é bem executado pelos profissionais presentes.

Por último, a insatisfação dos investidores com as políticas aplicadas pelas empresas do setor elétrico trata sobre as diferenças entre a listagem e as práticas. Muitas empresas não estão em conformidade com os níveis de GC que integram na BOVESPA. Em alguns casos de gestão de conflitos entre acionistas e gestores, principalmente em empresas estatais, que são administradas com um viés político, o destaque ao acionista não foi relevado. Porém, a partir da análise do resultado das empresas, o destaque ao acionista foi verificado. Logo, existe uma diferença entre o que as empresas fazem e o que os investidores percebem.

Com relação ao setor elétrico brasileiro e as empresas pesquisadas, o desenho do setor possui 3 características bem distintas dos demais setores da economia, o que deveria ratificar a importância da utilização da GC para as empresas do setor e aos órgãos governamentais que regulamentam o setor. As características são: (i) setor intensivo em capital; (ii) a estrutura do setor elétrico brasileiro é oligopolizada, havendo uma barreira à entrada de novas empresas no setor e (iii) os investimentos possuem um prazo de maturação muito longo, de tal forma que alguns contratos de concessão possuem validade de 30 anos.

A crise econômica e financeira iniciada no segundo semestre de 2008 norteou basicamente todas as entrevistas com os 9 investidores na pesquisa. Porém ficou claro, que o setor elétrico brasileiro apresenta uma solidez financeira que o mantém ileso da desaceleração econômica global. Ironicamente, o setor elétrico brasileiro corre riscos maiores quando o crescimento econômico está em forte expansão. A possibilidade de um novo racionamento de energia, como o ocorrido em 2001, com projeções menores de crescimento ao Brasil, está afastada.

Como eletricidade é um serviço público, a gestão do setor elétrico brasileiro possui forte regulação pelo Estado. Segundo os investidores e as próprias empresas do setor, o abuso do poder político e a forma social, eventualmente com caráter eleitoreiro, com que os órgãos do Estado, o Ministério e a ANEEL administram e controlam o setor, ocasiona em punições

às empresas que confrontam como os objetivos do acionista. O marco regulatório de 2004 foi identificado como principal impeditivo para a viabilidade econômica das empresas do setor

A hipótese de que a GC é relevante para a avaliação de investimentos nas empresas do setor elétrico não foi confirmada, respondendo o objetivo geral de forma negativa. A partir das 9 entrevistas, foram identificadas outras ferramentas para tomada de decisões de investimentos mais relevantes do que as práticas de GC.

As técnicas de avaliação de análise de investimento são provenientes da administração financeira. Os acionistas do setor elétrico realizam a sua tomada de decisões de investimento nas empresas do setor elétrico a partir das análises econômicas e financeiras das empresas, tais como Balanço Patrimonial, Demonstração dos Resultados do Exercício, Avaliação de Índices e indicadores econômicos e financeiros, como P/VPA (Preço da ação / Valor Patrimonial da Ação), indicadores de geração de caixa, potencial de valorização da ação, que normalmente os investidores utilizam as recomendações de analistas financeiros e setoriais. Também merece destaque o *valuation* das empresas que possui influência na escolha intra-setorial.

Além dos indicadores empresariais, existem indicadores macroeconômicos relevantes para a tomada de decisão de investimentos como análise de conjuntura econômica, construção de cenários e avaliações das políticas econômicas que mesmo tendo mostrado sinais de fraquezas e riscos incorridos pela crise de crédito americana, ainda são as principais ferramentas para avaliação de investimentos, segundo os investidores.

Desta forma pode-se concluir que os objetivos propostos no trabalho foram atingidos, sendo possível através da revisão de literatura e da análise dos resultados das empresas e das entrevistas com os investidores rejeitar a hipótese de que a GC é relevante para a tomada de decisões de investimento para empresas do setor elétrico.

O Capítulo 6 continua suas considerações finais divididos em 3 seções. Na Seção 6.1 as contribuições da pesquisa, a partir de uma expansão da delimitação do tema a partir do estudo de caso do setor elétrico. Na Seção 6.2 as limitações do estudo são apresentadas, a fim de evitar novos vieses para pesquisas futuras e justificar algumas das contribuições. Na Seção 6.3 recomendações para futuras pesquisas evidenciam que o tema não está esgotado e sugestões para novos estudos foram propostos.

6.1 CONTRIBUIÇÕES DA PESQUISA

Este trabalho objetivou contribuir tanto para a teoria como para a prática sobre a análise das práticas de GC como objetivo estratégico das empresas do setor elétrico e de que forma pode ser percebida pelos investidores somando-se com as práticas de avaliação de investimentos, através da revisão de literatura e pela realização da pesquisa de campo.

Quanto à contribuição para o conhecimento acadêmico, para este trabalho foi realizada uma ampla leitura sobre GC e sobre o setor elétrico brasileiro, buscando os aspectos relevantes para o incremento do valor econômico da empresa e os benefícios à empresa para a aplicação da GC.

Quanto à contribuição gerencial, verificou-se que a rejeição da hipótese de que a GC seja relevante para tomada de decisão de investimentos não é responsabilidade somente das empresas, e também dos órgãos reguladores da GC no mercado brasileiro. Algumas empresas do setor elétrico não estão obedecendo às recomendações da BOVESPA, da CVM e do IBGC e não está havendo punições, nem fiscalização devida, gerando desinteresse dos *stakeholders* com a GC.

Diferente do que a revisão de literatura apresentou, foi verificado que a GC não possui diferentes percepções para determinados grupos de investidores. Não foi verificado, pelas entrevistas realizadas, diferenças entre a relação da GC e da análise de investimentos no setor elétrico entre os grupos de investidores. A única conclusão que se tirou é que os investidores institucionais e o investidor financeiro possuem menor independência e liberdade para avaliação dos investimentos do que os demais investidores, podendo a GC ser relevante ou não, dependendo da recomendação do comitê da instituição.

Por fim, pode ser apontada como contribuição geral deste trabalho a verificação de que existe uma diferença entre o que as empresas aplicam sobre GC e o que é percebido pelos investidores. Mesmo que os acionistas sejam destacados pelas empresas na elaboração das práticas, esses não sentem que haja o interesse devido com questões consideradas pelos próprios investidores como relevantes.

6.2 LIMITAÇÕES DA PESQUISA

A pesquisa se limitou a analisar e comparar diferentes fontes de evidência entre as empresas. O motivo da limitação ocorreu em função do tempo disponível para a sua realização. As empresas que não se prontificaram a responder e auxiliar no trabalho tiveram suas práticas de GC analisadas da mesma forma, porém a partir de uma análise de materiais disponibilizados e/ou participações nas reuniões de associações, mas de alguma forma esse viés pode ser percebido como uma limitação da pesquisa em função da impessoalidade.

A segunda limitação trata sobre o confronto entre os resultados das empresas e dos acionistas. O atual momento do mercado financeiro, conforme havia sido previsto na Capítulo 4 comprometeu as análises de resultados. Isso ocorreu porque as entrevistas e análises dos materiais das empresas ocorreram de um modo geral, no terceiro trimestre de 2008. Já as entrevistas com os investidores ocorreram de um modo geral, entre o quarto trimestre de 2008 e o primeiro trimestre de 2009. O que se verificou nessa diferença temporal foi que a crise de crédito americana iniciada em setembro de 2008 teve relevância aos investidores e não foi percebida pelas empresas na ocasião da análise.

Este trabalho não esgota a literatura dos temas abordados e respectivas referências existentes, sendo que o tema abordado neste trabalho possui diversas referências na literatura científica, dentre as fontes pesquisadas. Há significativo volume de material científico relacionado com GC sendo construído na academia e no mercado financeiro, sendo que os materiais emergentes e demais fontes de pesquisa sobre GC não estão relacionados com estratégia empresarial e estão na literatura de finanças corporativas.

6.3 RECOMENDAÇÕES PARA PESQUISAS FUTURAS

O valor do estudo de caso está na oportunidade de aprimorar uma teoria e provocar abordagens alternativas de estudo do fenômeno que poderão ser investigados posteriormente (STAKE, 1994). A criação de uma teoria geral não é dada como certa, uma vez que os resultados do estudo de caso para o setor elétrico não é garantia de que os mesmos resultados possam ser aplicados aos demais setores da economia pelas peculiaridades do setor e das características de práticas de GC das demais empresas.

No intuito de verificar se a GC não influencia na tomada de decisões de investimento apenas no setor elétrico, que é, segundo os investidores, um setor muito regulado e operado de forma política pelo Estado, em função de eletricidade ser um bem público, recomenda-se que o mesmo estudo seja feito em outro setor da economia, onde a iniciativa privada tenha melhores poderes de negociação.

Pelos resultados alcançados, pode-se recomendar como sugestão para pesquisas futuras, o impacto das práticas de GC aplicadas pelas empresas sobre a regulação dos agentes fiscalizadores como a CVM e a BOVESPA. Essa pesquisa teria importância haja visto que parte dos resultados negativos em que os investidores não creditam a GC como inspiração para tomada de decisão de investimento é responsabilidade pela forma que os agentes econômicos certificam, regulam e fiscalizam as empresas que estão motivadas a utilizar a GC com outros objetivos que não a geração de valor.

Outra recomendação para pesquisa futura que pode ser desenvolvida a partir dos resultados obtidos é uma pesquisa no setor elétrico não pelas práticas de GC e sim pelas análises econômicas e financeiras das empresas, que ao julgar pelas respostas, ainda são os indicadores mais relevantes para tomada de decisão de investimento. A proposta de mensuração da evolução dos indicadores econômicos e financeira das empresas se propõe a apresentar o grau de envolvimento dos acionistas e seus investimentos a partir da evolução em uma série temporal dos resultados econômicos e financeiros, através de balanços patrimoniais e demonstrações de resultados. Em resumo, essa recomendação trata de avaliar se os investimentos dos acionistas nas empresas do setor estão de fato vinculados diretamente proporcional com os resultados financeiros das companhias individualmente.

REFERÊNCIAS

ABREU, Yolanda V. **A Reestruturação do Setor Elétrico Brasileiro: Questões e Perspectivas**. Dissertação (Mestrado) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, 1999. 184p.

AES TIETÊ (AES). **Relatório Trimestral – 2T08**. Reunião Apimec – Sul. Porto Alegre, 11 de Agosto de 2008a.

_____. **Descrição da empresa**. Disponível em: < <http://www.aestiete.com.br>>. Acesso em: 14 de Julho de 2008b.

_____. **Práticas de Governança Corporativa AES Tietê – Relações com Investidores** [mensagem pessoal]. Mensagem recebida por <felipe@ffbrokerage.com.br> em 11 de Setembro de 2008c.

ANEEL - AGÊNCIA NACIONAL DE ENERGIA ELÉTRICA. **Missão da ANEEL**. Disponível em: <www.aneel.gov.br>. Acesso em: 15 abr. 2008.

ALCHIAN, A.; DESMETZ, H. Production, information costs and Economic Organization. **American Economic Review**. v. 84, n. 303, pp. 1157-1173, nov. 2005.

ANDRADE, Adriana; ROSSETI, José Paschoal. **Governança Corporativa – Fundamentos, Desenvolvimento e Tendências**. 2.ed. São Paulo: Atlas, 2006.

ARAÚJO, J. L. A Questão do Investimento no setor elétrico Brasileiro: Reforma e Crise. **Revista Nova Economia**, Belo Horizonte, v.11, n. 1, p.77-96, jul. 2001.

ASSAF NETO, Alexandre. **MERCADO FINANCEIRO**. 6ª Edição. São Paulo. Atlas, 2005. 470 p.

AUSTIN. **Relatório de Rating de Governança Corporativa da CPFL Energia S.A.** São Paulo, 30 de Abril de 2008. 96 p.

BABIC, V. **Corporate Governance problems in transition economies**. Winston Salem: Wake Forest University, Social Science Research Seminar, 2003.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BACEN). **Sistema Financeiro Nacional**. 2009. Disponível em: <www.bcb.gov.br/?SFN>. Acesso em: 22 Jan. 2009

BARDIN, L. **Análise de Conteúdo**. Lisboa: Edições Setenta, 1994.

BERLE, A.; MEANS, G. **The Modern Corporation and private property**. 2 ed. New York: Harcourt Brace Jovanovich, 1932.

BERTOLUCCI, Janete Lara; BERNARDES, Patrícia. BRANDÃO, Mônica M. Políticas e práticas de governança corporativa em empresas brasileiras de capital aberto. **Revista de Administração (RAUSP)**, São Paulo, v. 41, n. 2, p.183-196, abr.-jun. 2006.

BLAIR, M. M. For whom should corporations be run? An economic rationale for shareholder management. **Long range planning**, v. 31, 1999.

BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO (BOVESPA). **Índice de Governança Corporativa**. 2007. Disponível em: <www.bovespa.com.br>. Acesso em: 28 abr. 2007.

CADBURY, Adrian. The future of governance: the rules of the game. **Journal of General Management**, London, v. 24, 1999.

CARLSON, Rolf. **Ownership and value creation: strategic corporate governance in the new economy**. New York: John Wiley & Sons, 2001. 307p.

CARVALHO, Antonio Gledson. Governança Corporativa no Brasil em Perspectiva. **Revista de Administração (RAUSP)**, São Paulo, v. 37, n. 3, p. 19-32, jul.-set. 2002.

CELESC – Centrais Elétricas de Santa Catarina. **Governança Corporativa**. Disponível em: <<http://www.celesc.com.br/>>. Acesso em: 27 de Julho de 2008.

_____. **Relatório Trimestral – 3T07**. Reunião Apimec – Sul. Porto Alegre, 13 de Novembro de 2007.

CEMIG - Companhia Energética de Minas Gerais. **Relatório 1º Semestre de 2006**. Reunião Apimec – Sul. Porto Alegre, 05 de Setembro de 2006.

_____. **Relações com investidores**. Disponível em: <<http://v2.cemig.infoinvest.com.br/>>. Acesso em: 18 de Agosto de 2008a.

_____. **Relatório 3º Trimestre de 2008**. Reunião Apimec – Sul. Porto Alegre, 14 de Novembro de 2008b.

CESP – Companhia Energética de São Paulo. **Relações com investidores**. Disponível em: <<http://www.cesp.com.br/ri/>>. Acesso em: 21 de Julho de 2008.

CLAESSENS, S.; FAN, P.J. **Corporate Governance and Investment Policy**. Pittsburgh: Center for Research on Contracts and the Structure of Enterprise. Working paper, 1996.

CLAUDIO, Alexandre K. Geração e Transmissão de Energia Elétrica no Brasil. **Relatório Banco Espírito Santo**. São Paulo, 2008. 60 p.

COELCE – Companhia Elétrica do Ceará. **Relações com investidores**. Disponível em: <<http://www.coelce.com.br/>>. Acesso em: 27 de Julho de 2008.

_____. **Plano Decenal de Sustentabilidade 2008 - 2017**. Fortaleza. dez, 2008b.

_____. **Práticas de Governança Corporativa Coelce – Relações com Investidores** [mensagem pessoal]. Mensagem recebida por <felipe@ffbrokerage.com.br> em 29 de Julho de 2008c.

COPEL – Companhia Paranaense de Energia. **Governança Corporativa**. Disponível em: <<http://www.copel.com/>>. Acesso em: 18 de Agosto de 2008a.

_____. **Práticas de Governança Corporativa Copel – Relações com Investidores** [mensagem pessoal]. Mensagem recebida por <felipe@ffbrokerage.com.br> em 04 de Setembro de 2008b.

_____. **Relatório Anual e Demonstrações Contábeis 2007**. Fortaleza. Abril, 2008.

COOPER, D.; SCHINDLER, P. **Método de Pesquisa em Administração**. 7.ed. Porto Alegre: Bookman, 2003.

COUTINHO, Paulo C. **Determinação da Taxa de Retorno Adequada para Concessionárias de Distribuição de Energia Elétrica no Brasil**. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Ciência da Informação da Universidade de Brasília, 2006. 183p.

CPFL Energia. **Relatório de Sustentabilidade 2007**. São Paulo. Dez, 2007. 59p.

_____. **Relações com investidores**. Disponível em:
<<http://www.cpfl.com.br/>>. Acesso em: 24 de Agosto de 2008a.

_____. **Relatório Trimestral – 2T08**. Reunião Apimec – Sul. Porto Alegre, 11 de Agosto de 2008b.

CVM (Comissão de Valores Mobiliários): Texto integral da **Instrução nº409** CVM de 18 de Agosto de 2004.

DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de Investimentos** – Fundamentos e Técnicas para determinação do valor de qualquer ativo. São Paulo. Qualitymark, 1997.

DIÁRIO OFICIAL DA UNIÃO (DOU). **Lei 10.848 Marco Regulatório do Setor Elétrico**. 183º da Independência e 116º da República. Brasília, 15 de Março de 2004.

ECONOMÁTICA. **Stock Guide**. Disponível em: <www.economica.com.pt>. Acesso em: 15 abr. 2008.

ELETROBRÁS. **Plano Decenal de Expansão e Sustentabilidade 1999/2008**. GCPS. Brasília. dez, 1999.

_____. **Relatório Trimestral – 1T06**. Reunião Apimec – Sul. Porto Alegre, 12 de Junho de 2006.

_____. **Relatório Anual e Demonstrações Contábeis 2007**. Brasília. Mar, 2008.

_____. **Relações com Investidores**. Disponível em: <<http://www.eletrabras.gov.br>>. Acesso em: 05 de Fevereiro de 2009.

ELETROPAULO. **Relatório de Sustentabilidade 2007**. São Paulo. 28 de Maio de 2008. 172p.

_____. **Práticas de Governança Corporativa Eletropaulo – Relações com Investidores** [mensagem pessoal]. Mensagem recebida por <felipe@ffbrokerage.com.br> em 8 de Julho de 2008b.

ENERGIAS DO BRASIL. **Relatório Anual de 2007**. São Paulo. Dez, 2007. 146p.

_____. **Relatório Trimestral – 2T08**. Reunião Apimec – Sul. Porto Alegre, 13 de Agosto de 2008a.

_____. **Governança Corporativa**. Disponível em:
<<http://www.energiasdobrasil.com.br/>>. Acesso em: 24 de Agosto de 2008b.

EQUATORIAL ENERGIA. **Relatório de Desempenho Trimestral – 1T08**. São Luís. 12 de Maio de 2008.

FREGONESI, M. **Práticas de Governança Corporativa Equatorial Energia – Relações com Investidores** [mensagem pessoal]. Mensagem recebida por <felipe@ffbrokerage.com.br> em 15 de Dezembro de 2008.

G8. Declaração homologada da Reunião de Cúpula, Colônia, Jun. 1999. In: **International Corporate Governance Network**. Annual Conference. Frankfurt, jul.1999.

GARCIA, Felix Arthur. **Governança Corporativa**. Rio de Janeiro. Dissertação (Mestrado) – Instituto de economia. Universidade Federal do Rio de Janeiro, 2005. 123p.

GARCIA, L.; QUEK, F. Qualitative research in information systems. Time to be subjective? In: LEE, A. S.; LIEBENAU, J.; DEGROSS, J.I. (ed.) **Information system and qualitative research**. London, UK: Chapman & Hall. 1997.

GIL, A. C. **Métodos e Técnicas de Pesquisa Social**. São Paulo: Atlas, 1999.

GODOY, A.S. Pesquisa qualitativa: tipos fundamentais. **Revista de Administração de Empresas**, São Paulo, v. 35, n. 3, p. 20-29, mai.-jun., 1995.

GOMES, Antonio *et al.* O setor elétrico. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, jan. 2006.

GORGA, Erica. A cultura brasileira como fator determinante na governança corporativa e no desenvolvimento do mercado de capitais. **Revista de Administração (RAUSP)**, São Paulo, v. 39, n. 4, p. 309-326, out.-dez. 2004.

HITT, Michael A. **Administração Estratégica**. São Paulo: Thomson, 2003.

HOPPEN, N; LAPOINTE, L; MOREAU, E. Um guia para avaliação de artigos de pesquisa em Sistemas de Informação. **ReAd**, Porto Alegre, 7. ed., v. 2, n. 2, 1996.

IMF. **Guia IMF – Companhias Abertas 2007/ 2008**. São Paulo, Edição 2007/2008. IMF Editora Ltda, 2007.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). **Código das melhores práticas de governança corporativa**. 2006. Disponível em: <www.ibgc.org.br>. Acesso em: 20 abr. 2007.

JENSEN, Michael C; MECKLING, William H. The nature of man. **Journal of Applied Corporate Finance**, v. 7, n. 2, 1994.

KLEIN, Benjamin. Contracting costs and residual profits: the separation of ownership and control. **Journal of Law & Economics**, v. 26, 1985.

KLIMT, Bryan; YANG, Yiming. The Enron Corpus: A New Dataset Research. **Economics and Technologies Institute**, v. 15, p. 217-254, 2004.

LA PORTA, Rafael *et al.* Law and Finance. **Journal of Political Economy**, v. 106, p. 1113-1155, 1998.

LA PORTA, Rafael; SHLEIFER, Andrei; LOPEZ-DE-SILANES, Florêncio. Corporate ownership around the world. **Journal of Finance**, v. 54, p. 471-517, 1999.

LIGHT. **Manual de Governança da Light S.A.** Rio de Janeiro, 22 de Junho de 2007. 32p.

_____. **Teleconferência de Resultados do 2º Trimestre de 2008**. Rio de Janeiro, 12 de Agosto de 2008a.

_____. **Informações Institucionais**. Disponível em:
<<http://www.light.com.br/>>. Acesso em: 24 de Agosto de 2008b.

LONGO, R.; BERMANN, Célio. Avaliação do Processo de Reestruturação do setor elétrico brasileiro: Das propostas à realidade. **Revista de Engenharia – FAAP**, São Paulo, v. 1, ano 16, n. 43. p. 5-13, 2003.

MALHOTRA, N. K. **Pesquisa de Marketing: uma orientação aplicada**. 4.ed. Porto Alegre: Bookman, 2006.

MARTINS, J. R.; CELESCUEKCI, H. O novo Modelo do Setor Elétrico Brasileiro – Lei 10.848/04. **Relatório Trench, Rossi, Wantabe e Mackenzie Advogados Associados**. São Paulo, 2004. 120p.

MATHIESEN. **Management ownership and financial performance**. PhD dissertation, séries 18.2002. Copenhagen Business School, 2002.

MINISTÉRIO DE MINAS E ENERGIA (MME). **Histórico do Ministério de Minas e Energia**. Disponível em: <<http://www.mme.gov.br/site/menu/>>. Acesso em: 15 abr. 2008.

MINTZBERG, H.; AHLSTRAND, B.; LAMPEL, J. **Safári de Estratégia**. São Paulo: Artmed, 1999
MOITA, Rodrigo M. S. **Two Essays on Electricity Markets: Entry into Hydroelectric Generation Industry and The political Cycle of Regulated Prices**. Tese (Doutorado) – University of Illinois, 2006. 89p.

MONKS, Robert A.G. **The new global investors**. Oxford: Capstone, 2001.

MONKS, Robert A.G; MINOW, Nell. **Corporate Governance**. Oxford: Blackwell, 2004.

NUNES, Wilson R. **Práticas de Governança Corporativa CESP – Relações com Investidores** [mensagem pessoal]. Mensagem recebida por <felipe@ffbrokerage.com.br> em 14 de Outubro de 2008.

OCDE. Guidelines for multinational expertises: annual report 2001. **Global instruments for corporate responsibility**. Paris: OCDE, 2001.

_____. **OCDE Principles of Corporate Governance**. Paris: OCDE, 1999.

OLIVEIRA, M.; MAÇADA A.C.G.; GOLDONI, V. Análise da aplicação do método estudo de caso na área de sistemas de informação. In: ENANPAD, 2006, Salvador, Bahia. **Anais do ENANPAD**. Rio de Janeiro: ANPAD, set. 2006.

OLIVEIRA, R.G. **As Novas Estratégias das Empresas Privatizadas do Setor Elétrico Brasileiro**. Dissertação (Mestrado) – Programa de Pós Graduação de Engenharia da Universidade Federal do Rio de Janeiro, mar. 1999. 219p.

ONISHI, R. Sumário Executivo do Setor de Energia Elétrica. **Relatório Banco Fator**. São Paulo, 2007. 38p.

OPERADOR NACIONAL DO SISTEMA ELÉTRICO (ONS). **Atuação do ONS**. Disponível em <<http://www.ons.org.br/home/>>. Acesso em: 15 abr. 2008.

PINHEIRO, A. M. C. Privatização no Brasil: Por quê? Até onde? Até quando?. A Economia Brasileira dos anos 90. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, jan. 1999.

PIRES, J. C. L. Desafios da Reestruturação do Setor Elétrico. Texto para Discussão nº 76. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, mar. 2000.

PIRES, J. C. L.; GAMBIAGI, Fabio; SALES, A. F. As perspectivas do setor elétrico após o Racionamento. Texto para Discussão nº 97. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, out. 2002.

PORTER, M. **Estratégia competitiva: técnicas para análise de indústrias e da Concorrência**. 2ª ed. Rio de Janeiro: Campus, 2004.

PUGLISI, M.L.; FRANCO, B. **Análise de conteúdo**. 2. ed. Brasília: Liber Livro, 2005.

ROSS, Stephen A.; WASTERFIELD, Randolph W.; JAFFE, Jeffrey F. **Administração Financeira – Corporate Finance**. 2.ed. São Paulo: Atlas, 2002.

SAUER, Ildo. **Um Novo Modelo para o Setor Elétrico Brasileiro**. Dissertação (Mestrado) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, 1999. 126p.

SENHORAS, Eloi M.; TAKEUCHI, Kelly Pereira; TAKEUCHI, Katituchia Pereira. A importância Estratégica da Governança Corporativa no Mercado de Capitais: Um estudo internacional comparado. **Simpósio de Excelência em Gestão e Tecnologia (SEGET)**, 2006.

SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. A survey of corporate governance. **Journal of Finance**, v.52, 1997.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli. **Governança Corporativa, Desempenho e Valor da Empresa no Brasil**. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, 2002. 152p.

_____. **Governança Corporativa e Estrutura de Propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil**. Tese (Doutorado) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, 2004. 250p.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli, BARROS, Lucas Ayres B. C.; FAMÁ, Rubens. Estrutura de Governança e Valor das Companhias Abertas Brasileiras. **Revista de Administração de Empresas (RAE)**, São Paulo, v. 43, n. 3, jul.-set. 2003.

STAKE, R. E. Case studies. In: DENZIN, N. e LINCOLN, Y. **Handbook of qualitative research**. Thousand Oaks, California: Sage Publications, 1994.

TERNA. **Código de Ética da Terna - 2006**. Rio de Janeiro. Outubro, 2006.

_____. **Práticas de Governança Corporativa Terna – Relações com Investidores** [mensagem pessoal]. Mensagem recebida por <felipe@ffbrokerage.com.br> em 18 de Setembro de 2008.

TERRA, Paulo Renato S.; LIMA, João Batista Nast. Governança Corporativa e a reação do mercado de capitais à divulgação das informações contábeis. **Revista de Contabilidade e Finanças – USP**, São Paulo, n. 42, set.-dez. 2006.

TRACTEBEL ENERGIA. **Governança Corporativa**. Disponível em: <<http://www.tractebelenergia.com.br>>. Acesso em: 26 de Julho de 2008.

TRANSMISSÃO PAULISTA. **Relatório Anual 2007**. Reunião Apimec. São Paulo, 20 de Fevereiro de 2008.

WAGNER, Stephen; DITTMAR, Lee. The unexpected Benefits of Sarbanes-Oxley. **Harvard Business Review**, Boston, v. 84, n. 4, p. 133-140, 2006.

WARD, Ralph D. **21st Century Corporate Board**. New York: John Wiley & Sons, 1997.

WEBER, R.P. **Basic Content Analysis**. 2nd ed. Thousand Oaks: SAGE Publications, 1990. 96p.

WILLIAMSON, O.E. **The Mechanisms of Governance**. Oxford: Oxford Univesity Press, 1996.

YIN, R. K. **Estudo de Caso: planejamento e métodos**. São Paulo: Bookman, 2005.

APÊNDICE A – Protocolo de Pesquisa

A. IDENTIFICAÇÃO

A.1 TÍTULO

ANÁLISE DAS PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA DO SETOR DE ENERGIA ELÉTRICA BRASILEIRO

A.2 PESQUISADOR RESPONSÁVEL

- Nome: Felipe Nemitz Beys
- Identidade: 3022600559 – SSP/RS
- CPF: 976.861.660-15
- Endereço: Rua Jaraguá, 542 / 801 - Porto Alegre – RS – CEP : 90.450-140
- Fone: (51) 9901-2133
- E-mail: felipe@ffbrokerage.com.br

A.3 INSTITUIÇÃO RESPONSÁVEL

- Universidade: Pontifícia Universidade Católica do Rio Grande do Sul (PUCRS).
- Faculdade: Faculdade de Administração e Contabilidade e Economia (FACE)
- Curso: Mestrado em Administração e Negócios (MAN)
- Orientador: Prof. Leonardo Rocha de Oliveira, Ph.D.

B. VISÃO GERAL DO PROJETO

B.1 INFORMAÇÕES PRÉVIAS

- **Governança Corporativa:** é assunto cujo interesse e impacto na gestão empresarial tem sido crescente, embora ainda seja considerada por muitos como uma novidade no ambiente de negócios. Trata de políticas e práticas com influência sobre diversos aspectos relacionados ao desempenho empresarial. É o estudo de caso propriamente dito.
- **Setor Elétrico Brasileiro:** As empresas do setor sofrem com regulamentações, com o desenho do setor e com a intervenção do Estado. As práticas de governança corporativa são importantes como vantagem competitiva e para atração de capital. O setor elétrico brasileiro é o objeto de investigação. As 15 empresas selecionadas do setor são os sujeitos do Estudo de Caso Múltiplo.
- **Investidores:** Apresentam racionalidade financeira e livre mobilidade de capital. Tomam suas decisões de investimento baseado no retorno de capital esperado e selecionam às melhores empresas para se tornarem acionistas a partir dessa racionalidade. Os investidores são os respondentes da pesquisa.

Em suma, a relevância da GC é a questão de pesquisa para as decisões de investimentos dos investidores no setor elétrico brasileiro.

B.2 QUESTÕES, HIPÓTESES, PREPOSIÇÕES E SITUAÇÕES PROBLEMÁTICAS

- As práticas de governança corporativa possuem a mesma influência nas tomadas de decisões de investimento (i) no Brasil e no resto do mundo; (ii) no setor elétrico brasileiro em comparação com os demais setores da BOVESPA; (iii) entre os diferentes perfis de investidor;
- As práticas de governança corporativa do setor elétrico são suficientes e relevantes quanto suas aplicações sob a ótica do investidor? Quais sugestões adicionais feitas pelos investidores? O foco no acionista como *stakeholder* é verificado?

B.3 LEITURAS RELEVANTES

- **Governança Corporativa:** Andrade; Rossetti (2006), Babic (2003), Berle; Means (1932), BOVESPA (2007), Cadbury (1999), Carlson (2001), Carvalho (2002), G8

(1999), Hitt (2003), Jensen; Mecklin (1994), La porta; Shleifer; Lopez-de-Silanes (1998) e (1999), Monks (2001), Monks; Minow (2004), OCDE (1999) e (2001), Shleifer; Vishny (1997), Silveira (2002) e (2003).

- **Setor Elétrico Brasileiro:** Oliveira (1999), Pires (2000), Araújo (2001), Sauer (2002), Eletrobrás (1999), Pires; Gambiagi; Sales (2002), Abreu (1999), ANEEL (2008), ONS (2008), MME (2008), Onishi (2007), Longo; Bermann (2003), Martins; Celescuekci (2004), Pinheiro (1999).

C. PROCEDIMENTO DA COLETA DE DADOS

C.1 RESPONDENTES

- 9 investidores no total: Pessoa Física 1 (IF1), Pessoa Física 2 (IF2), Investidor Institucional 1 (II1), Investidor Institucional 2 (II2), Investidor Institucional 3 (II3), Investidor Estrangeiro 1 (IE1), Investidor Estrangeiro 2 (IE2) Investidor Estrangeiro 3 (IE3) e Instituição Financeira (IB1). Os critérios para essa seleção também estão melhor entendidas na seção 4.6. Os sigilos de identidade deverão ser mantidos conforme Instrução da Comissão de Valores Mobiliários pelo regimento do profissional de investimento, atividade exercida pelo pesquisador.

C.2 PLANO DE COLETA DE DADOS

- Entrevistas focadas.
- Material de apoio.
- Análise de Conteúdo.
- Elaboração do instrumento de Pesquisa.

C.3 PREPARAÇÃO ANTERIOR

- Coleta de materiais a partir das empresas do setor elétrico.
- Participação em seminários e reuniões de classe.
- Contato com profissionais de relacionamento com investidores das empresas.
- Preparação do pesquisador.

D. QUESTÕES DO ESTUDO DE CASO

D.1 ORIENTAÇÃO GERAL DAS QUESTÕES

- Lista das empresas em análise: AES Tietê, CESP, Eletrobrás, Tractebel, Celesc, Coelce, Equatorial, Eletropaulo, Terna, Transmissão Paulista, Cemig, Copel, CPFL, Energias do Brasil e Light.
- Assuntos relevantes: (i) Conhecimento das práticas de Governança Corporativa, (ii) Opiniões sobre as práticas de Governança Corporativa, (iii) Foco no acionista, (iv) Influência nas tomadas de decisão de investimento a partir das práticas de governança corporativa e (v) Considerações finais: Responsabilidades, Conclusões, Sugestões futuras, Conclusões, Níveis de Satisfação.

D.2 INSTRUMENTO DE PESQUISA

A estrutura do instrumento de pesquisa foi desenvolvida tendo como base a estratégia proposta por Cooper e Schindler (2003). O questionário possui três tipos de questões de mensuração: questões gerenciais, questões de classificação e questões de direcionamento.

- (i) Questões Gerenciais: identificam dados cadastrais dos investidores como: ramo de atividade, idade / data de fundação, patrimônio, origem do capital, composição da sociedade, perfil dos entrevistados e perfil de propensão ao risco, composição do portfólio de investimento, alocação no setor de elétrico.
- (ii) Questões de Classificação: identificam a percepção do investidor em relação ao atual momento do mercado financeiro, da governança corporativa e do setor elétrico, além do nível de seu entendimento sobre tais tópicos. Identificar também a satisfação com as políticas existentes de governança corporativa, a estratégia utilizada para tomada de decisão de investimento e papel da governança corporativa para a decisão de investimento.
- (iii) Questões de Direcionamento: compõem o aprofundamento das 3 dimensões de análise do instrumento de pesquisa: (i) governança corporativa, (ii) setor elétrico e (iii) análise de investimentos especificamente do setor elétrico brasileiro. Após o roteiro de entrevista, foi feita uma conversa informal de aproximadamente 10 minutos com tópicos livres.

APÊNDICE B – CONVITE PARA PARTICIPAÇÃO NA PESQUISA

À

Empresa XXXX

At. Departamento de Relações com Investidores

Sr (a). XXXX

Referência: Pesquisa sobre as práticas e políticas de Governança Corporativa aplicadas pela empresa.

Prezados (as) Senhores (as)

A Governança Corporativa tem adquirido uma importância crescente, por ser bem difundida a hipótese de que as empresas que aplicam as melhores práticas e políticas de governança corporativa alteram seus modelos de gestão, sua estratégia empresarial e seu desempenho em busca do aumento do valor da empresa.

Os investidores percebem as políticas e práticas adotadas pelas empresas e realizam suas percepções sobre o assunto e avaliam a importância que tais práticas possuem para a tomada de decisões de investimento.

Sou estudante do Mestrado de Administração e Negócios da Pontifícia Universidade Católica do Rio Grande do Sul e minha pesquisa de dissertação tem como título a “Análise das Práticas de Governança Corporativa do Setor de Elétrico Brasileiro” e a sua empresa integra o IEE (Índice de Energia Elétrica) da BOVESPA (Bolsa de Valores de São Paulo) e por isso foi selecionada a participar da pesquisa.

Gostaria de agendar uma visita com o executivo responsável pela área de Governança Corporativa, se possível. Em caso de não disponibilidade para um encontro, outras opções para conhecer as práticas de Governança Corporativa aplicadas pela empresa também podem ser sugeridas.

Além de mestrando em Administração, sou sócio-diretor da F&F Brokerage – Agentes de Investimento LTDA. que é uma *asset management* em Porto Alegre que existe desde 2001 e administra atualmente uma carteira de R\$ 200 Milhões compostos por 400 clientes.

Sua participação é muito importante para a pesquisa. Os resultados futuros poderão ser entregues a empresa, se assim solicitados.

Caso ocorram dúvidas ou questionamentos, me coloco inteiramente a disposição para eventuais esclarecimentos.

Desde já, agradeço a participação.

Atenciosamente,

Felipe Nemitz Beys
F&F Brokerage Investimentos
Rua Dr. Florêncio Ygartua, 288/10º andar
Porto Alegre – RS – Brasil
+55 51 3388-3000
www.ffbrokerage.com.br
www.pucrs.br/man

APÊNDICE C – INFORMAÇÕES DAS EMPRESAS

1. AES Tietê

AES TIETÊ S.A

Principal atividade	Serviços de Eletricidade
Endereço	Rua Lourenço Marques, 158 / 1º andar - São Paulo / SP
Telefone	(11) 2195-2020
Website	www.aestiete.com.br
Diretor Relação com Investidores	Britaldo Pedrosa Soares
E-mail	britaldo.soares@aes.com
Auditor Independente	Ernst & Young Auditores Independentes
Principal acionista	Companhia Brasileira de Energia
Total de ações	381.200.000.000
Nível GC (Bovespa)	Nível 0

AES TIETÊ S.A	Participação acionária
Cia. Brasileira de Energia	51,80%
Eletrobrás	8,25%
<i>Free Float</i>	39,95%
Total	100,00%

2. Companhia energética de São Paulo (CESP)

CESP

Principal atividade	Serviços de Eletricidade
Endereço	Av. N. Sª do Sabará, 5312 - São Paulo / SP
Telefone	(11) 5613-396
Website	http://www.cesp.com.br/
Diretor Relação com Investidores	Vicente K. Okazaki
E-mail	ricesp@cesp.com.br
Auditor Independente	Deloitte Auditores Independentes
Principal acionista	Governo do Estado de São Paulo
Total de ações	319.383.125
Nível GC (Bovespa)	Nível 1

CESP	Participação acionária
Governo Estado São Paulo	32,60%
BNDES	4,66%
Eletrobrás	3,95%
Banco Credit Suisse First Boston	3,00%
Deutsche Bank	2,45%
<i>Free Float</i>	53,34%
Total	100,00%

3. Centrais Elétricas Brasileiras (ELETROBRAS)

ELETROBRÁS

Principal atividade	Serviços de Eletricidade
Endereço	SCN, Quadra 4 , Bloco B - Brasília / DF
Telefone	(61) 3329-7304
Website	http://www.elektrobras.gov.br
Diretor Relação com Investidores	Luiz Augusto P. Andrade Figueira
E-mail	figueira@elektrobras.com
Auditor Independente	BDO Trevisan
Principal acionista	Governo Federal
Total de ações	564.749.250
Nível GC (Bovespa)	Nível 1

ELETROBRÁS	Participação acionária
Governo Federal	53,99%
BNDES	14,78%
<i>Free Float</i>	31,23%
Total	100,00%

4. Tractebel Energia

TRACTEBEL ENERGIA

Principal atividade	Serviços de Eletricidade
Endereço	Rua Antonio Dib Mussi, 366 - Florianópolis / SC
Telefone	(48) 3221-7227
Website	http://www.tractebelenergia.com.br/
Diretor Relação com Investidores	Marc Verstraete
E-mail	ri@tractebelenergia.com.br
Auditor Independente	BDO Trevisan
Principal acionista	Suez Energy South America Part. Ltda.
Total de ações	652.742.192
Nível GC (Bovespa)	Novo Mercado

TRACTEBEL ENERGIA	Participação acionária
Suez Energy South America	51,80%
BNDES	2,80%
<i>Free Float</i>	45,40%
Total	100,00%

5. Centrais Elétricas de Santa Catarina (CELESC)

CELESC

Principal atividade	Serviços de Eletricidade
Endereço	Av. Itamarati, 160 - Florianópolis / SC
Telefone	(48) 3231-5000
Website	http://www.celesc.com.br/
Diretor Relação com Investidores	Arnaldo Venício de Souza
E-mail	arnaldovc@celesc.com.br
Auditor Independente	Martinelli Auditores
Principal acionista	Governo do Estado de Santa Catarina
Total de ações	38.571.591
Nível GC (Bovespa)	Nível 2

CELESC	Participação acionária
Governo Estado Santa Catarina	50,18%
Caixa Previdência BB - Previ	16,63%
Eletrobrás	9,00%
<i>Free Float</i>	24,19%
Total	100,00%

6. Companhia Elétrica do Ceará (COELCE)

COELCE

Principal atividade	Serviços de Eletricidade
Endereço	Av. Barão de Studart, 2.917 - Fortaleza / CE
Telefone	(85) 216-1350
Website	http://www.coelce.com.br/
Diretor Relação com Investidores	Teobaldo José Cavalcante Leal
E-mail	tleal@coelce.com.br
Auditor Independente	Deloitte Auditores Independentes
Principal acionista	Investluz S.A.
Total de ações	155.710.600
Nível GC (Bovespa)	Nível 0 - Planos de migração ao N1 em 2009

COELCE	Participação acionária
Investluz S.A	56,60%
Eletrobrás	7,10%
Caixa Previdência BB - Previ	5,30%
<i>Free Float</i>	31,00%
Total	100,00%

7. Equatorial Energia

EQUATORIAL ENERGIA

Principal atividade	Serviços de Eletricidade
Endereço	Av. Colares Moreira, 477 - São Luís / MA
Telefone	(98) 3217-2123
Website	http://www.equatorialenergia.com.br/
Diretor Relação com Investidores	Leonardo Duarte Dias
E-mail	leonardo.dias@equatorialenergia.com.br
Auditor Independente	KPMG Auditores Independentes
Principal acionista	Brasil Energia LLC
Total de ações	196.675.000
Nível GC (Bovespa)	Nível 2 - Planos de migração ao NM em 2009

EQUATORIAL ENERGIA	Participação acionária
Brasil Energia LLC	30,72%
Janus Overseas Funds	4,20%
<i>Free Float</i>	65,08%
Total	100,00%

8. Eletropaulo

ELETROPAULO

Principal atividade	Distribuição de Energia
Endereço	Rua Lourenço Marques, 158 / 2º andar – São Paulo
Telefone	(11) 2195-2147
Website	http://www.eletropaulo.com.br/
Diretor Relação com Investidores	Alexandre Cesar Innecco
E-mail	ri.eletropaulo@aes.com.br
Auditor Independente	Ernst & Young Auditores Independentes
Principal acionista	AES Elpa
Total de ações	41.835.676
Nível GC (Bovespa)	Nível 2

ELETROPAULO	Participação acionária
AES Elpa	30,97%
Governo Federal	7,97%
Cia. Brasileira de Energia	2,61%
BNDES	0,75%
<i>Free Float</i>	57,70%
Total	100,00%

9. Transmissão Paulista

TRANSMISSÃO PAULISTA

Principal atividade	Serviços de Eletricidade
Endereço	Rua Casa do Ator, 1.155 / 9º andar - São Paulo / SP
Telefone	(11) 3138-7560
Website	http://www.cteep.com.br/
Diretor Relação com Investidores	Eduardo Feldman Costa
E-mail	ri@cteep.com.br
Auditor Independente	Deloitte Auditores Independentes
Principal acionista	ISA Capital do Brasil S.A.
Total de ações	149.285.035
Nível GC (Bovespa)	Nível 1

TRANSMISSÃO PAULISTA	Participação acionária
ISA Capital do Brasil S.A.	50,12%
Eletrobrás	28,86%
Governo Estado São Paulo	5,37%
<i>Free Float</i>	15,65%
Total	100,00%

10. Terna

TERNA PARTICIPAÇÕES

Principal atividade	Transmissão de Energia Elétrica
Endereço	Praça Quinze de Novembro, 20 - Rio de Janeiro / RJ
Telefone	(21) 2212-6000
Website	http://www.terna.com.br/
Diretor Relação com Investidores	Giovanni Giovannelli
E-mail	giovanni.giovannelli@terna.com.br
Auditor Independente	KPMG Auditores Independentes
Principal acionista	Terna Rede Eletrica Nazionale Italiana S. p. A.
Total de ações	263.051.472
Nível GC (Bovespa)	Nível 2

TERNA	Participação acionária
Terna Italiana S.p.A	66,00%
BNDES	2,60%
Free Float	31,40%
Total	100,00%

11. Companhia Energética de Minas Gerais (CEMIG)

CEMIG

Principal atividade	Serviços de Eletricidade
Endereço	Av. Barbacena, 1200 / 5º and. - Belo Horizonte / MG
Telefone	(31) 3299-3930
Website	http://www.cemig.com.br/
Diretor Relação com Investidores	Luiz Fernando Rolla
E-mail	lrolla@cemig.com.br
Auditor Independente	Deloitte Auditores Independentes
Principal acionista	Governo do Estado de Minas Gerais
Total de ações	162.153.819
Nível GC (Bovespa)	Nível 1

CEMIG	Participação acionária
Governo Estado Minas Gerais	50,97%
Banco Schain	13,33%
South American Eletric Ltda.	13,12%
Eletrobrás	3,89%
BNDES	0,13%
<i>Free Float</i>	18,56%
Total	100,00%

12. Companhia Paranaense de Energia (COPEL)

Principal atividade	Serviços de Eletricidade
Endereço	Rua Coronel Dulcídio, 800 - Curitiba / PR
Telefone	(41) 3322-3535
Website	http://www.copel.com.br/
Diretor Relação com Investidores	Paulo Roberto Trompczynski
E-mail	ri@copel.com.br
Auditor Independente	Deloitte Auditores Independentes
Principal acionista	Governo do Estado do Paraná
Total de ações	273.655.376
Nível GC (Bovespa)	Nível 0

COPEL	Participação acionária
Governo Estado Paraná	31,10%
BNDES	14,00%
Eletrobrás	1,50%
<i>Free Float</i>	53,40%
Total	100,00%

13. CPFL Energia

CPFL ENERGIA

Principal atividade	Serviços de Eletricidade
Endereço	Rua Gomes de carvalho, 1.510 / 4º andar – São Paulo
Telefone	(11) 3756-6083
Website	http://www.cpfl.com.br/
Diretor Relação com Investidores	José Antonio de Almeida Filippo
E-mail	ri@cpfl.com.br
Auditor Independente	KPMG Auditores Independentes
Principal acionista	521 Participações S.A.
Total de ações	479.756.730
Nível GC (Bovespa)	Novo Mercado

CPFL ENERGIA	Participação acionária
521 Participações S.A.	31,10%
VBC Energia S.A.	29,20%
Banco Credit Suisse First Boston	12,70%
<i>Free Float</i>	27,00%
Total	100,00%

14. Energias do Brasil

ENERGIAS DO BRASIL

Principal atividade	Serviços de Eletricidade
Endereço	Rua Bandeira Paulista 530 – 14º - São Paulo / SP
Telefone	(11) 2185-5919
Website	http://www.energiasdobrasil.com.br/
Diretor Relação com Investidores	Antonio Jose Sellare
E-mail	antonio.sellare@energiasdobrasil.com.br
Auditor Independente	KPMG Auditores Independentes
Principal acionista	Grupo EDP
Total de ações	212.185.600
Nível GC (Bovespa)	Novo Mercado

ENERGIAS DO BRASIL	Participação acionária
Grupo EDP	62,40%
BNDES	8,60%
Eletrobrás	1,50%
<i>Free Float</i>	27,50%
Total	100,00%

15. Light

LIGHT

Principal atividade	Serviços de Eletricidade
Endereço	Av. Marechal Floriano, 168 - Rio de Janeiro - RJ
Telefone	(21) 2211-2980
Website	http://www.light.com.br/
Diretor Relação com Investidores	Ronnie Vaz Moreira
E-mail	ronnie.moreira@light.com.br
Auditor Independente	Deloitte Auditores Independentes
Principal acionista	RME - Rio Minas Energia participações S.A.
Total de ações	133.907.046
Nível GC (Bovespa)	Novo Mercado

LIGHT	Participação acionária
RME - Rio Minas Energia	75,22%
Caixa Previdência BB - Previ	4,17%
<i>Free Float</i>	20,61%
Total	100,00%