

2 Revisão de literatura

2.1. Setor de energia elétrica no Brasil

Na primeira metade do século XX o Brasil passou por um considerável crescimento da demanda por energia elétrica. As cidades estavam se modernizando, a população migrava do campo para as cidades, fábricas de automóveis começavam a chegar a São Paulo, mas o sistema de fornecimento de energia não acompanhava a agilidade desse processo. A recessão econômica dos anos 1930 diminuiu os investimentos no setor e a Segunda Guerra Mundial, em seguida, dificultou a importação de equipamentos. Duas grandes empresas estrangeiras detinham 80% das concessões de energia, situação que permaneceu até os anos 1960, em um período em que a economia brasileira crescia 2,5% ao ano, mas o setor de energia crescia apenas 1,9% ao ano (Magalhães e Tomiyoshi, 2011).

A evolução histórica da energia elétrica brasileira é a seguinte: no início era privada, sem estatutos de regulação ou coordenação centralizada. Passou a ser monopólio estatal entre os anos 1960 e meados dos anos 1990 com a compra ou expropriação das empresas estrangeiras. Período que coincidiu, boa parte, com a ditadura militar brasileira (1964- 1985). Desde então, iniciou-se um período de privatizações, com novas orientações para regulação através de mecanismos de mercado (Santana e Oliveira, 2000).

O modelo estatal começou a apresentar sinais de fadiga a partir dos anos 1980 por conta de restrições orçamentárias dos governos estaduais e federal. O sistema era caracterizado por ser um monopólio estatal verticalizado. A última década do século XX, no entanto, foi marcada pelo esgotamento da capacidade de geração de energia elétrica e pelo aquecimento da economia, o que aumentou a necessidade de investimentos em expansão da capacidade de produzir energia.

O estímulo à concorrência nos mercados atacadistas é a principal característica dos modelos que vem sendo implantados na indústria de energia elétrica em vários países. A desverticalização das empresas que atuam em mais de um segmento, seja de geração, transmissão, distribuição ou comercialização já foi adotada na Inglaterra, nos países nórdicos e na Argentina (Leite e Castro, 2008). Além disso, a obrigatoriedade da desverticalização é uma forma de restringir a prática de subsídios cruzados entre as cadeias de produção, limitando os repasses de maiores custos para os consumidores cativos (Joskow, 2003).

O setor de energia elétrica brasileiro passou por mudanças nos últimos anos com incentivo à competição como a desverticalização, as restrições a participações cruzadas (*crossownerships*), os limites de autosuprimento (*self-dealing*), a especialidade dos ativos envolvidos, a volatilidade dos custos marginais de curto prazo e exigências de incentivos à expansão da capacidade instalada. Muitas empresas públicas tiveram que se reorganizar dividindo-se de acordo com os segmentos de geração, transmissão e distribuição. Eletropaulo, antiga empresa estrangeira *Light* e comprada pelo governo brasileiro em 1979, foi uma delas. A empresa passou novamente por uma reestruturação em 1995 devido ao processo de privatização e deu origem a quatro novas empresas: Empresa Metropolitana de Água e Energia (EMAE), Empresa Paulista de Transmissão de Energia Elétrica (EPTE), Eletropaulo e Bandeirantes.

Há, porém, dúvidas sobre a eficácia da competição em um país cuja matriz energética é hidrelétrica, uma vez que exige dependência entre as usinas e requer uso de coordenação central das operações. Este é o caso do Brasil. E como a verticalização é proibida, as empresas tendem a se estruturar sob a forma de *holdings*, visando a minimizar os custos de transação e ampliar os ganhos das sinergias das operações ao longo da cadeia de produção. Segundo Leite e Castro (2008), o propósito inicial da privatização era criar um sistema no qual a competição e os preços definidos no mercado spot estimulassem novos investimentos, porém a execução apresentou falhas significativas com inconsistências nas regras contratuais. Os modelos gerais do setor são apresentados por Leite e Castro (2008):

“De maneira geral, a indústria de energia elétrica pode ser organizada a partir de quatro modelos básicos (HUNT; SHUTTLEWORTH, 1996): (i) monopólio, com as empresas em geral sob controle estatal e atuando de forma verticalizada; (ii) comprador único ou purchase agency, em que, sob a forma de monopólio, uma só empresa compra toda a energia gerada e revende para os varejistas; (iii) competição no atacado, no qual o âmbito da competição encontra-se no segmento de geração; e (iv) competição no varejo, em que a concorrência acontece também no segmento de comercialização para consumidores finais.”

O processo de privatização não foi completo. Empresas geradoras como Furnas, Eletronorte e Chesf permaneceram estatais, bem como algumas outras de outros segmentos. Foi criada a agência reguladora ANEEL, o Operador Nacional do Sistema Elétrico (ONS), responsável pelo controle das instalações utilizadas para a distribuição da eletricidade, e o Mercado Atacadista de Energia Elétrica (MAE). No MAE, criado em agosto de 1998, seriam realizadas as operações de compra e venda de energia elétrica. Peculiaridades do sistema elétrico nacional como matriz energética predominantemente hidrelétrica, muitas usinas instaladas no mesmo leito e precipitação pluviométrica variável fizeram com que o preço do MAE não fosse resultado da oferta e demanda do mercado, mas sim por modelo de otimização conhecido por NEWAVE (Oliveira, Mueller e Coutinho, 2008).

As reformas no sistema não impediram que o Brasil passasse por um *déficit* energético em 2001 numa sequência de quatro anos anteriores de poucas chuvas. Novas alterações foram feitas no sistema. O MAE é chamado atualmente de Câmara de Comercialização de Energia Elétrica (CCEE). A CCEE, que sucedeu o MAE em 2004, registra e administra contratos firmados entre geradores, comercializadores, distribuidores e consumidores livres. É ela que mantém o registro dos contratos firmados no Ambiente de Contratação Regulada (ACR) e de Contratação Livre (ACL). Uma vantagem deste novo modelo é que as empresas distribuidoras não podem ser proprietárias de ativos de geração e nem firmar contratos com consumidores livres. Dessa forma, fica reduzido o risco de subsídios cruzados.

2.2. Governança corporativa

A Governança Corporativa, segundo o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), reúne práticas que têm a finalidade de aumentar o valor da empresa, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para a sua perenidade. O objetivo é criar um conjunto eficiente de mecanismos, seja de incentivo ou monitoramento, que assegurem ações dos executivos alinhadas com os interesses dos acionistas, evitando assim os conflitos de agência. Para Shleifer e Vishny (1997), governança corporativa consiste no conjunto de mecanismos pelos quais investidores se asseguram do recebimento de retorno sobre seus investimentos.

Para a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), governança é:

“o conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital. A análise das práticas de governança corporativa aplicada ao mercado de capitais envolve, principalmente: transparência, equidade de tratamento dos acionistas e prestação de contas.”

Pesquisas recentes apontam relações empíricas entre proteção ao investidor e valor da empresa, tanto em mercados desenvolvidos quanto emergentes (Leal, 2004). Estudos de La Porta et al. (1998, 2000, 2002) concluem que melhor proteção ao acionista está associada a um valor maior dos ativos da empresa, corroborando a hipótese de que investidores externos estão dispostos a pagar mais por ativos financeiros quando os direitos dos acionistas estão assegurados.

As práticas de governança são de caráter voluntário, no entanto, esforços legais foram feitos para aumentar a transparência e fortalecer os direitos dos acionistas. Em outubro de 2001, por exemplo, houve a reforma da Lei das S.A.. Em relação ao Conselho de Administração, a Lei das S.A. determina que seja 15% das ações ordinárias o percentual mínimo para a eleição de um conselheiro de administração e que os acionistas preferenciais tenham direito a um conselheiro desde que atinjam ao menos 10% do capital total. Crimes contra o mercado de capitais também são tipificados na Lei das S.A. (Carvalho da Silva, 2006).

Dentre as recomendações, o IBGC, em 1999, lançou o Código de Boas Práticas de Governança Corporativa. Em 2001 e 2004 foram lançadas outras duas edições do mesmo código, que tinha como linhas principais a prestação de contas, a equidade e a transparência. A CVM reformou a Lei da Comissão de Valores Mobiliários e em junho de 2002 publicou as Recomendações sobre Governança Corporativa. Em 2001, a Bolsa de Valores do Estado de São Paulo (Bovespa) lançou três novos segmentos de mercado; Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado, que serão abordados na seção 2.2.1, e o Banco Nacional do Desenvolvimento (BNDES) definiu a adoção de práticas de boa governança corporativa como um dos requisitos preferenciais para a concessão de financiamentos por meio do “Programa de Incentivo à Adoção de Práticas de Governança Corporativa”.

Debates sobre governança corporativa tornaram-se frequentes especialmente depois de 2002, em que as companhias norte-americanas Enron, WorldCom e Xerox foram acusadas de fraudes contábeis, *insider trading* e evasão fiscal. A Enron chegou à falência nesse episódio. Na Europa ocorreram escândalos financeiros no mesmo período como os casos Vivendi, Royal Ahold e Parmalat. Embora existam modelos de governança diferentes entre os países, dois sistemas se destacam: o anglo-saxão, cujo objetivo é criar valor para os acionistas (*shareholders*), e o modelo nipo-germânico que busca o equilíbrio entre os interesses dos acionistas e os funcionários, fornecedores e clientes (*stakeholders*) (Carvalho da Silva, 2006). As fraudes norte-americanas foram apontadas como resultado da pressão excessiva sobre os gestores para que alcancem resultados de curto-prazo, apontando assim, falhas no modelo *shareholders*. No entanto, problemas similares ocorridos na Europa indicam que o modelo *stakeholders* também apresenta falhas.

Há críticas na literatura ao modelo *stakeholders*. Segundo Silveira (2004),

“além do argumento conceitual da teoria da firma em favor do direito residual dos acionistas, a argumentação tradicional afirma que, como os acionistas são os stakeholders que carregam mais risco e menos direitos legais em relação à corporação, é em favor deles que as decisões devem ser tomadas”.

Já segundo Jensen (2001), apud Silveira (2004), “as companhias que adotam a teoria dos *stakeholders* acabarão passando por confusão gerencial, conflito, ineficiência, e, talvez, fracasso corporativo”.

No Brasil, a conscientização sobre a importância da adoção de práticas de governança é recente, da década de 1990. Nas décadas anteriores o poder de decisão nas organizações brasileiras era apenas dos executivos. Ao Conselho de Administração havia o papel de se reunir apenas para confirmar decisões tomadas pela diretoria executiva. Transformações econômicas das décadas de 1980 e 1990 como abertura comercial e privatização mudaram esse cenário e os conselheiros passaram a desempenhar um papel estratégico frente a mercados internacionalizados (Martins e Ziviani, 2011).

O modelo brasileiro de governança assemelha-se ao nipo-germânico, uma vez que há forte concentração de propriedade a poucos acionistas e, portanto, concentração de poder. O Estado tem participação nas empresas como proprietário ou regulador. Para Bertero (2000), apud Lopes e Martins (2011), as características da Governança Corporativa brasileira remetem à sociedade patriarcal, marcada por oligarquias e desigualdade socioeconômica.

Da Silveira et al. (2008) analisaram a evolução do nível de governança das empresas brasileiras entre 1998 e 2004 e concluíram que o avanço de boas práticas de governança corporativa no país é lento. Além disso, a adesão voluntária às boas práticas resulta em heterogeneidade das mesmas durante o período pesquisado.

Na teoria econômica, o tema Governança Corporativa aparece como possível solução para os conflitos de agência (Carvalho da Silva, 2006). A teoria sobre conflitos de agência não é recente, sendo, na verdade, um elemento essencial na teoria da firma e visão contratual da mesma para Coase (1937), Alchian e Demsetz (1972) e Fama e Jensen (1982), citados por Silveira (2004). O conflito baseia-se em dois caminhos distintos de atuação dos gestores: um que busca maximizar a riqueza dos acionistas e outro que maximiza interesses pessoais dos gestores. A dualidade surge a partir do momento em que controle e propriedade da firma estão em mãos distintas. Os impasses geram os chamados custos de agência, que inviabilizam a eficiência administrativa e impedem a redução de custo de capital.

No caso brasileiro, segundo Silveira (2004), por ser uma economia com alta concentração de propriedade, especialmente das ações com direito a voto, o conflito aparece com mais frequência entre acionistas controladores e minoritários. Neste sentido, o papel do conselho de administração ganha força, pois tem a função de intermediar e minimizar os custos de agência. Os custos de agência fazem parte dos custos de transação, outro tema de relevância na teoria econômica. A economia dos custos de transação deve seu desenvolvimento recente a Williamson (1988) com a compreensão de que o desempenho das empresas é definido por relações formais e informais de diversos agentes guiados pelo oportunismo frisado nos estudos sobre ambiente de racionalidade limitada (Leite e Castro, 2008). Ainda de acordo com Williamson (1988), a firma é uma estrutura de governança na qual se inserem os custos de transações. O assunto será abordado novamente na seção de governança corporativa no setor de energia elétrica (seção 2.3).

Os prejuízos a curto e longo prazo na economia mundial das fraudes citadas anteriormente alçaram a Governança Corporativa a um dos principais temas na área de gestão. Mas, como o foco desta pesquisa é avaliar a composição dos conselhos de administração nas empresas do setor de energia elétrica, outras questões ligadas à Governança Corporativa não serão abordadas como remuneração dos gestores, aquisições hostis, redução de custo de capital, ativismo de investidores institucionais, posse de ações ou opções por parte dos executivos e conselheiros, *tag along*, *free float* e *poison pills*.

2.2.1. Níveis diferenciados de governança

Instituído pela Bovespa em 11 de dezembro de 2000, o Novo Mercado passaria a dar destaque a empresas comprometidas com altos graus de exigência de práticas de governança corporativa. Juntamente com o Nível 1 e Nível 2, os níveis diferenciados de Governança tornaram-se uma forma de atestado de comprometimento com a transparência que algumas empresas passaram a assumir voluntariamente. O Novo Mercado é voltado principalmente para empresas que irão abrir capital, enquanto os níveis 1 e 2 foram criados para incentivar empresas já listadas na Bovespa a adquirirem gradativamente práticas de governança. Sendo assim, os três níveis apresentam graus de exigência crescente em termos de boas

práticas de governança corporativa. As regras da Bovespa visam a ampliar os direitos dos acionistas e garantir maior transparência na divulgação das informações como presença de membros independentes e efetivos nos conselhos de administração e a existência de uma câmara de arbitragem para a resolução de conflitos.

Para que uma empresa de capital aberto faça parte de um dos níveis diferenciados de governança é preciso, além de atender às exigências da Bovespa, que a adesão seja aprovada em assembleia-geral e as regras do nível escolhido sejam incluídas no estatuto social da companhia. Para garantir o cumprimento das regras, um contrato é assinado entre a Bovespa e a empresa. A seguir estão as principais práticas de cada nível diferenciado de Governança Corporativa:

Nível 1

- Publicação trimestral das demonstrações financeiras consolidadas e da demonstração dos fluxos de caixa;
- Manter um percentual mínimo de 25% das ações em circulação, inclusive após operação de alienação de controle (*free float*);
- Promover a dispersão acionária por meio da realização de ofertas públicas de ações;
- Disponibilização de um calendário anual de eventos corporativos como divulgação de resultados e realização de reunião pública anual com analistas e investidores;
- Divulgação anual da quantidade e das características da posição acionária de todos os investidores que possuem mais de 5% das ações seja de forma direta ou indireta;
- Divulgação mensal das negociações de valores mobiliários e derivativos de emissão da companhia pelos acionistas controladores;
- Divulgação de informações adicionais nas ITRs, DPF, e IANs;
- Divulgação de acordo de acionistas e programas de *stock options*.

Nível 2 (Engloba as regras do Nível 1 com as seguintes regras adicionais)

- Divulgação de demonstrações financeiras de acordo com os padrões internacionais (U.S., GAAP ou IASB);
- Adesão às regras de Câmara de Arbitragem para resolução de conflitos societários;
- Conselho de Administração composto com no mínimo 5 componentes e mandato unificado de até 2 anos, permitida a reeleição e formado por pelo menos 20% de conselheiros independentes;
- Oferta pública de compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico, em caso de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação no Nível 2;
- *Tag along* de 100% aos ordinaristas minoritários, ou seja, extensão das iguais condições obtidas pelos controladores em uma possível venda do controle da companhia, e *tag along* de 80% para os detentores de ações preferenciais;
- Em matérias como transformação, incorporação, fusão, cisão da companhia e aprovação de contrato com as subsidiárias é exigido o direito de voto aos acionistas preferencialistas.

No Novo Mercado, englobam-se as regras dos Níveis 1 e 2 e soma-se a exigência de emissão exclusiva de ações ordinárias pela companhia ou, no caso de empresa que já possua capital aberto, exige-se a conversão das ações preferenciais em ordinárias.

2.2.2. Conselhos de administração

O Conselho de Administração é obrigatório no Brasil desde 1976 para as sociedades de capital aberto, de economia mista e de capital autorizado. A lei determina um número mínimo de três conselheiros (Leal e Oliveira, 2002). A recomendação do IBGC é que os conselhos tenham no mínimo 5 e no máximo 11 membros. Em uma pesquisa da empresa de consultoria Spencer Stuart (1999) com 92 companhias, o tamanho médio dos conselhos brasileiros era de 6,8 membros.

A principal função do conselho é monitorar o gerente (Monks e Minow, 2001). Dentre as atividades do conselho de administração, que é um órgão intermediador nos eventuais conflitos de agência, estão o monitoramento das decisões e a supervisão da gestão. Também cabe ao conselho de administração contratar, demitir e definir a remuneração dos executivos.

Uma característica da legislação brasileira é a permissão de que as funções de Presidente do Conselho e diretor executivo sejam exercidas pelo mesmo profissional. Pesquisa de Ventura (2000) com 438 empresas listadas e dados da CVM aponta que em 41% das empresas o diretor executivo e o presidente do conselho são a mesma pessoa e em 72% das companhias o diretor executivo faz parte do conselho.

Em pesquisa recente do IBGC (2009) sobre o panorama da Governança Corporativa no Brasil com 85 empresas de controle nacional e faturamento acima de R\$ 200MM, constatou-se um aumento significativo da participação de conselheiros independentes, porém aumentou também o número de executivos integrando os conselhos e a participação feminina ainda é restrita. O tamanho médio dos conselhos está dentro do recomendado para 86% da amostra, 22% dos conselheiros são independentes e metade dos conselhos pesquisados possuem mulheres no seu quadro, mas a média de conselheiras no Brasil é de apenas 6%. Na Suécia, país que lidera o *ranking* com pelo menos uma representante mulher em 100% das empresas, a média é de 22%.

Vários trabalhos acadêmicos abordam o tema conselho de administração. O assunto é uma das unidades de governança corporativa mais trabalhadas na literatura, uma vez que a atuação do conselho de administração juntamente com os diretores e o diretor executivo define as políticas e a gestão da empresa. Apesar da ausência de teoria formal, há muitas pesquisas empíricas. Hermalin e Weisbach (2003) se concentram no conselho de administração como um mecanismo endógeno de governança corporativa tratando dos Estados Unidos principalmente. Os autores apresentam as limitações das pesquisas empíricas envolvendo conselhos de administração ao afirmarem que as variáveis de interesse normalmente são endógenas tornando os resultados de difícil interpretação. O problema da endogeneidade persiste uma vez que teoria da governança corporativa ainda não definiu como os mecanismos de governança interagem. A maior parte dos trabalhos sobre o tema utiliza modelos econométricos em que as

variáveis de governança são independentes e as variáveis de valor e de desempenho são dependentes, o que não comporta a probabilidade de variáveis de governança corporativa serem endógenas e não exógenas. A utilização de equações simultâneas pode mitigar o problema (Silveira, 2004). Hermalin e Weisbach (2003) dão exemplos de formas de mitigar o problema de endogeneidade:

“An importante issue to consider when evaluating these studies is the endogeneity of board composition. Hermalin and Weisbach (1998) suggest that poor performance leads to increases in board independence. In a cross-section, this effect is likely to make firms with independent directors look worse, because this effect leads to more independent directors on firms with historically poor performance. Both Hermalin and Weisbach (1991) and Bhagat and Black (2000) have attempted to correct for this effect using simultaneous-equation methods.”

John e Senbet (1998) concentram-se também no conselho de administração. Leal e Oliveira (2002) analisam as práticas do conselho de administração no Brasil enquanto Dutra e Saito (2001) avaliam a composição do conselho de administração, suas práticas e o uso do voto cumulativo no país. Já Da Silveira, Barros e Famá (2003) concluíram que não há relação entre taxas de retorno e número de conselheiros externos. Mas existe relação significativa positiva entre quantidade de conselheiros e retorno, apresentando um valor ideal entre quatro a oito componentes.

Apesar das limitações de pesquisa, alguns resultados aparecem com regularidade. A composição dos conselhos a partir do índice conselheiro interno e externo não está correlacionada com o desempenho da empresa. No entanto, o número de diretores que participa do conselho está negativamente relacionado ao desempenho financeiro da companhia (Hermalin e Weisbach, 2003). A remuneração ou premiação de conselheiros independentes com ações ou opções tende a alinhar seus interesses aos dos demais acionistas; incentivo que faz com que exista forte associação entre independência do conselho e desempenho financeiro (Hillman e Dalziel, 2003). Outra regularidade aparece em relação à atividade dos conselhos. As decisões tomadas no conselho de administração estão relacionadas às características do mesmo. Empresas com maior proporção de diretores externos e conselhos pequenos tendem a atingir melhores resultados em questões de aquisições, *poison pills*, remuneração dos executivos e substituição do diretor executivo (Hermalin e Weisbach, 2003).

Para Bhagat e Black (1999) há relação significativa entre composição do conselho e desempenho. A conclusão foi feita a partir da análise de conselhos de administração de empresas norte-americanas constituídos, principalmente, por membros independentes, que, segundo a pesquisa, comportam-se de forma distinta dos conselhos em que a presença de conselheiros independentes não é expressiva. Argumenta-se também que conselheiros independentes tendem a ser mais socialmente atentos e solícitos às necessidades dos acionistas (Dunn e Sainty, 2009).

Apesar da regularidade de alguns resultados, não há consenso no tema. A variedade de mercados, leis, regulamentos e indústrias pode resultar em conclusões distintas para diferentes amostras.

2.2.3. Tamanho do conselho e desempenho

O tamanho ideal dos conselhos de administração é tema recorrente na literatura de governança corporativa. Yemark (1996) utiliza o Q de Tobin como aproximação de valor de mercado e encontra uma relação inversa entre tamanho do conselho e valor da empresa em uma amostra com 452 grandes companhias norte-americanas entre 1984 e 1991. A conclusão do estudo é de que empresas com conselhos menores apresentam melhores indicadores financeiros e melhor desempenho do diretor executivo. É neste sentido que estão as conclusões de boa parte dos estudos ligados à quantidade de conselheiros.

Lipton e Lorsch (1992), apud Yemark (1996), recomenda um número máximo de 10 conselheiros com a justificativa de que conselhos muito grandes até podem ter maior poder de monitoramento, mas podem gerar demora na tomada de decisão, aversão ao risco, excesso de preocupação com cortesia no lugar da franqueza. Além disso, sua pesquisa aponta que quanto menor o conselho, mais sensível à performance fica atrelada a remuneração do diretor executivo. Jensen (1993) corrobora com a hipótese de excesso de polidez em grandes conselhos, além de facilidade de controle do grupo por parte do diretor executivo quanto maior o conselho de administração for. Outra contribuição importante de Yemark (1996) é mostrar que quanto mais pulverizadas são as ações de uma empresa, mais chances dela ser representada por um conselho de administração grande.

2.2.4.

Cargos de diretor executivo e presidente do conselho

Os códigos de boas práticas de governança recomendam que os cargos de diretor executivo e presidente do conselho sejam ocupados por pessoas diferentes para evitar a concentração de controle. Alguns estudos empíricos apontam nesta mesma direção, embora para Black et al. (2009) “esta recomendação é menos importante quando presidente da empresa é um gerente contratado, sob a supervisão do grupo ou da família controladora”.

Da Silveira et al. (2003), em estudo sobre a relevância da estrutura de governança para o valor das empresas de capital aberto no Brasil, concluíram que a separação dos cargos resulta em maior valor de mercado para a companhia. Black et al. (2009) mostram que, das 88 empresas analisadas na pesquisa sobre o panorama das práticas de governança corporativa no Brasil, 71% mantêm pessoas distintas nas posições de diretor executivo e presidente do conselho.

2.2.5.

Participação feminina nos conselhos de administração

As primeiras discussões a respeito do papel das mulheres nos conselhos de administração datam mais ou menos 30 anos como, por exemplo, Bacon e Brown (1997), Cooney (1978), Orr (1977) e Stultz (1979), apud Dalton e Dalton (2010). Dentre as primeiras conclusões, Harrigan (1981) e um estudo da Heidrick & Struggles Inc. (1977) sugerem que as mulheres tinham mais chance de pertencer a conselhos de grandes empresas, especialmente as de bens de consumo. As empresas se beneficiam por terem mulheres no quadro do conselho de administração porque elas entendem melhor a perspectiva das consumidoras e dos clientes e ainda promovem o desenvolvimento de outras funcionárias (Dunn, 2010).

As poucas pesquisas empíricas que investigam o impacto da presença feminina nos conselhos geralmente testam a relação direta entre a proporção de mulheres e o desempenho corporativo. São estudos que apresentam evidências distintas: alguns encontram relação positiva (Carter *et al*, 2003; Erhardt *et al*, 2003), enquanto outras não encontram significância estatística ou concluem que existe uma relação negativa entre as duas variáveis (Shrader *et al*, 1997; Rose, 2007). Uma possível explicação para as contradições encontradas é a falta de

atenção a variáveis intermediárias como tarefas realizadas e processos dentro dos conselhos, uma vez que a qualificação específica e o tempo de experiência da mulher podem influenciar a produtividade do conselho e não apenas diversidade de gênero (Zahra e Pearce, 1989; Forbes e Milliken, 1999).

O número de mulheres que pertencem a conselhos de administração cresceu na última década no mundo (Helfat *et al*, 2006; Vinnicombe *et al*, 2008). O gráfico abaixo mostra essa evolução no caso norte-americano de 1993 a 2009 com base no *ranking* da revista *Fortune* com as 500 maiores empresas do país. Houve crescimento da participação feminina em conselhos de administração, principalmente após a publicação da lei *Sarbanes-Oxley* em julho de 2002 com punições severas em casos de fraude além de um conjunto de regras sobre governança corporativa.

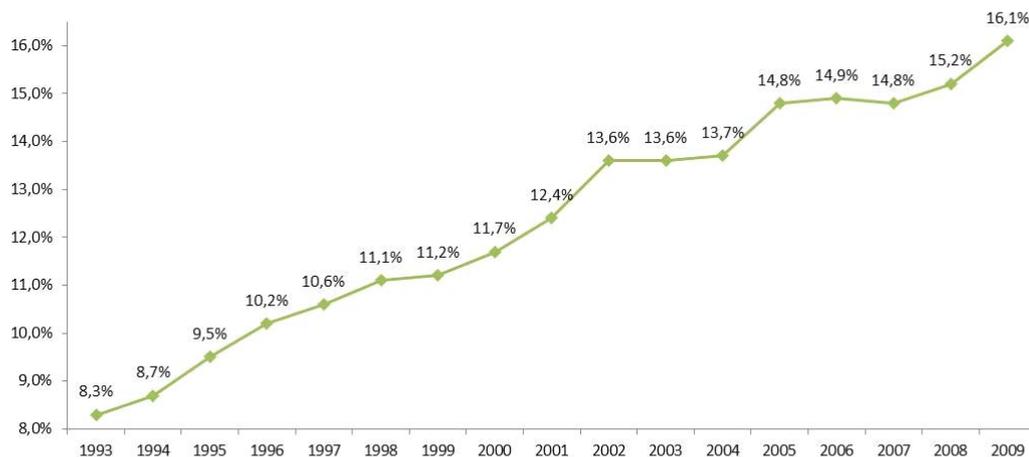


Figura 1- Porcentagem de mulheres nos conselhos de administração das empresas do ranking Fortune 500.

Fonte: Dalton e Dalton (2010).

Segundo Dalton e Dalton (2010), um dos possíveis motivos para esta mudança nos últimos anos é a valorização da diversidade e da inclusão. A sociedade está buscando empresas que montem sua estrutura baseada na pluralidade (Milliken e Martins, 1996). Outros autores argumentam que a limitação para a atuação de mulheres no conselho de administração vinha sendo a baixa capacitação para o cargo (Catalyst, 2006; Daily *et al*, 2004; Rosenberg, 2008, Terjesen *et al.*, 2008; Eagly e Carli, 2007). Dalton e Dalton (2010) argumentam, em contrapartida, que as mulheres aumentaram seu conhecimento e

experiência neste segmento profissional, tornando-se assim fortes e capazes candidatas para trabalharem como conselheiras. Mas, apesar de competências similares, mulheres não avançam para cargos no conselho na mesma proporção que os homens. (Daily *et al*, 1999; Tersejen *et al*, 2008).

No Brasil faltam pesquisas acadêmicas que apontem o impacto da presença feminina nos conselhos de administração. O IBGC (2011) traçou um panorama do papel da mulher na estrutura dos conselhos de administração a partir de dados de 454 e 506 empresas listadas que forneceram informações no Formulário de Referência em 2010 e 2011. Os resultados encontrados estão a seguir:

- As mulheres ocupam 7,7% das posições nos conselhos de administração das companhias brasileiras listadas de um total de 2.647 posições de conselho;
- 66,30% dos conselhos não possuem uma mulher em seu quadro de profissionais;
- As mulheres são maioria no conselho em apenas 2,64% das empresas;
- Em média, as mulheres compõem até 20% das cadeiras dos conselhos;
- A análise a partir da diversidade entre os níveis diferenciados de GC da Bovespa mostra que apenas 4% das empresas listadas no Novo Mercado possuem mulheres nos Conselhos de Administração. Porcentagem abaixo dos 7,7% totais;
- Apenas 3,9% das empresas possuem mulheres no cargo de presidente do conselho de administração, sendo o Novo Mercado o único segmento que não possui mulheres no cargo.

Alguns países criaram legislação para regulamentar a exigência de mulheres conselheiras. A Noruega foi o primeiro país a adotar uma lei conforme apontam Nielsen e Huse (2010):

“Norway is a particular interesting context to study the effects of women directors on board decision-making and effectiveness due to the recent law that requires 40% of the members of the boards of publicly listed companies to be women. The law came into force in January 2006 and companies that did not comply with the law by January 2008 were threatened to be closed down”.

Em seguida, a França aprovou em 2007 uma lei que exige paridade salarial como forma de coibir que as mulheres fizessem parte dos conselhos sem remuneração. A Espanha e Holanda, em 2007, aprovaram cotas para as mulheres com prazo de adaptação até 2015. Bélgica e Itália estabeleceram cota de 33% em 2011. A Bélgica está sob o regime *comply or explain*, em que a não adoção da cota precisa ser justificada. Já a Itália tem um prazo de três anos para se adaptar. A Austrália não exige nenhuma cota, mas obriga as empresas listadas a divulgar políticas na promoção da diversidade (IBGC, 2010).

Nielsen e Huse (2010) fizeram uma pesquisa com 201 empresas norueguesas em 2003 combinando teorias sobre diversidade de gênero e desempenho de grupo pelo método estatístico de análise de fator. Os resultados estão sem o viés da lei que exige cotas de gênero nos conselhos de administração do país e estão de acordo com as hipóteses de pesquisa de que mulheres no conselho ampliam a eficiência estratégica e o desenvolvimento das atividades.

A literatura em diferenças entre gêneros indica que homens e mulheres apresentam comportamentos de liderança distintos. Eagly e Johnson (1990), citados por Nielsen e Huse (2010), afirmam que as mulheres tendem a ser mais democráticas e participativas, menos hierárquicas e mais cooperativas. Conselheiras questionam com mais liberdade as decisões a serem tomadas pelo conselho de administração. Além disso, elas aprimoram os debates em torno do processo decisório (Huse e Solberg, 2006).

As limitações de pesquisa neste tópico resumem-se majoritariamente ao uso de quantidade de mulheres no conselho de administração como indicador de diversidade sem levar em consideração as características profissionais das mulheres e dos homens que participam destes conselhos.

2.3. Governança no setor de energia elétrica

A desverticalização das empresas de energia, principal característica da última reforma pela qual passou o setor, não impôs restrição legal em termos de participação de mercado para as empresas estruturadas em *holding*. Os agentes reguladores assumem que a *holding* tem um papel neutro. O resultado é que há uma tendência ao aumento da concentração de mercado nos segmentos de geração e distribuição (Leite, 2008).

A economia dos custos de transação é o principal referencial teórico usado para a análise da estrutura de governança corporativa no setor. Há um aumento das relações contratuais com o processo de desverticalização das empresas de energia e as empresas passam de um sistema de coordenação para dar lugar à competição (Santana e Oliveira, 2000).

Freire et al. (2010) analisaram o comportamento das empresas do setor de energia no Brasil em momentos de turbulência e encontraram que as empresas com boas práticas de governança corporativa ofereciam melhor Lucro por Ação para os acionistas e mostraram-se empresas com maior estabilidade em períodos de crise financeira. Já Junior et al. (2009) avaliaram a relação entre a adoção de práticas de governança e a alavancagem financeira do setor elétrico no ano de 2008. As conclusões são de que as empresas que praticam as boas regras de governança corporativa possuem um nível mais baixo de alavancagem, sugerindo a confirmação da hipótese de que a governança corporativa eleva o valor das ações, incentivando o uso do capital próprio.