

Apêndice

Tabela 5.A. Descrição das variáveis usadas para estudar as demissões coletivas e o turnover dos CEOs

Variável	Descrição	N	Média (desvio padrão)	Min.	Máx.
Turnover do CEO	Dummy igual a 1 em caso de mudança do CEO da empresa no ano t	3357	0,20 (0,40)	0	1
Ln(demissões)	$\text{Ln}(\text{empregados}_{t-1}) - \text{Ln}(\text{empregados}_t)$	4375	-0,01 (0,28)	-1,18	1,30
Δ demissões	Dummy igual a 1 se $\text{Ln}(\text{demissões}) > 0$	4375	0,42 (0,49)	0	1
Δ demissões20%	Dummy igual a 1 se $\text{Ln}(\text{demissões}) \geq 0,20$	4375	0,09 (0,28)	0	1
Mudança de presidente	Dummy igual a 1 em caso de mudança de presidente do país	5293	0,23 (0,41)	0	1
Estatal	Dummy igual a 1 se a empresa for estatal	5293	0,28 (0,44)	0	1
Crise	Dummy igual a 1 se o ano de observação for 1981, 1982, 1983	5293	0,16 (0,37)	0	1
ROA	Retorno sobre o ativo: lucro líquido sobre ativo total	5127	0,04 (0,09)	-0,32	0,34
Prejuízo	Dummy igual a 1 se a empresa apresentar lucro líquido negativo	5134	0,21 (0,41)	0	1
Ln(ativos)	Valor logarítmico do total do ativo (medido em dólar)	5277	19,39 (1,69)	7,32	24,84
Ln(empregados)	Valor logarítmico do total de empregados	4909	7,88 (1,27)	4,61	11,64
Alavancagem	Dívida total sobre ativo total	5277	0,49 (0,24)	0,04	1,3

6 Domando o Leviatã? Governança em empresas petrolíferas estatais

COMO VIMOS NOS CAPÍTULOS 1 E 3, depois da onda inicial de privatizações da década de 1990, muitas estatais foram plenamente privatizadas ou fechadas. Outras, porém — sobretudo as maiores empresas de setores “estratégicos”, como recursos naturais —, passaram por duas transformações. A primeira foi a transição do Leviatã como empreendedor para o Leviatã como investidor minoritário, tema que exploramos nos últimos capítulos deste livro. A segunda foi ou a “corporatização” (conversão em sociedade anônima) ou a privatização parcial de muitas empresas estatais, inclusive com abertura de capital para a negociação de suas ações em Bolsa de Valores. Em outras palavras, observamos a transformação do Leviatã como proprietário e gestor em Leviatã como investidor majoritário.

No capítulo 3, descrevemos esse processo de transformação no Brasil. A negociação das ações da Petrobras em Bolsa de Valores e a reforma da governança, tão necessária, tornaram essa empresa o mais importante exemplo brasileiro do Leviatã como investidor majoritário. Ao listar em Bolsa de Valores grande parcela das ações com direito a voto (as ações sem direito a voto já estavam listadas havia décadas), o governo alavancou a governança da empresa, adotando melhores prá-

ticas, como transparência das demonstrações financeiras e monitoramento dos gestores por órgãos colegiados. Não está claro, contudo, se a interferência política foi restringida. Kenyon, referindo-se à listagem das ações ordinárias da Petrobras, argumenta que, ao emitir ações para investidores privados e ao comprometer-se com a transparência, os políticos podem aumentar os custos políticos da interferência e evitar políticas prejudiciais aos interesses [das estatais].^{1, 2} No caso específico da Petrobras, o governo também permitiu aos trabalhadores usar a conta de poupança forçada (FGTS) para comprar ações da empresa, comprometendo, assim, eleitores e governo com o novo esquema de propriedade da petrolífera. Seria, porém, a negociação de ações em Bolsa de Valores medida suficiente para limitar a intervenção política? Que tipos de contratos de governança adotariam os governos para minimizar a intervenção nas empresas sob controle estatal?

Neste capítulo, analisamos a governança da Petrobras em comparação com os arranjos de governança de trinta empresas petrolíferas estatais (EPES) de vários países. Com esta análise, esperamos alcançar dois resultados. Primeiro, mostrar a ampla diversidade da governança no modelo do Leviatã como investidor majoritário. Segundo, estabelecer os limites do modelo do Leviatã como investidor majoritário com base na análise da governança de EPES e no exame de casos específicos de intervenção do Estado.

Nossos resultados são produto de dois conjuntos de análises. Primeiro, estudamos a governança numa amostra de trinta EPES. Segundo, escrutinamos com um pouco mais de detalhes a governança e os incentivos das empresas Pemex, Petrobras e Statoil, EPES do México, do Brasil e da Noruega, respectivamente. Usamos esses estudos de casos porque eles mostram variações tanto no grau de sofisticação da governança (por exemplo, para minimizar problemas de agência) quanto na intensidade da intervenção política. Por fim, mostramos como as EPES cujas ações são negociadas em Bolsas de Valores resolveram muitos dos problemas de agência descritos no capítulo 2, mas também fornecemos exemplos, mostrando que a listagem em Bolsa não é suficiente para evitar intervenções políticas nas empresas estatais. Sustentamos que a abertura de capital deve ser acompanhada de amplas reformas

institucionais que reconciliem as demandas conflitantes dos governos e dos acionistas privados minoritários.

Por que estudar empresas petrolíferas estatais?

Conforme explicamos sucintamente no capítulo 1, as EPES são produtos de uma onda de estatizações no período pós-Segunda Guerra Mundial. Antes de 1950, só poucos governos controlavam EPES, mas a onda de estatizações que retratamos no capítulo 1 envolveu muitas empresas petrolíferas, que proporcionavam rendas aos governos e se tornaram, em grande parte dos países, as maiores estatais.

Neste capítulo, estudamos reformas de governança na Petrobras e numa amostra de EPES por três razões fundamentais. Primeiro, as EPES são talvez as mais importantes empresas estatais do mundo. Elas controlam cerca de 90% das reservas petrolíferas mundiais e 75% da produção de petróleo e gás. Estima-se que 60% das reservas não descobertas do mundo estejam em países em que as EPES são atores dominantes.³

Segundo, vemos com nitidez, nas EPES, a mutação do Leviatã, que deixa de ser empreendedor (proprietário e gestor) e assume novas configurações organizacionais, a fim de resolver alguns problemas do modelo "original" de capitalismo de Estado. A transformação de muitas EPES em empresas de capital aberto, com ações negociadas em Bolsas de Valores, associa-se, em geral, tanto à redução dos problemas de agência quanto ao afastamento do governo da gestão de EPES. O processo de corporatização ou de abertura de capital das EPES geralmente melhora a transparência, a profissionalização da gestão, a implementação de incentivos ao desempenho para a alta administração e para outros gestores e, em tese, aumenta a competitividade. Corporatização é o processo pelo qual a empresa, em nosso caso uma estatal, "é reestruturada para adotar os padrões da moderna 'corporação', ou seja, de grande empresa, geralmente organizada sob a forma de sociedade anônima [...] [com] um executivo-chefe (CEO) e com um presidente do conselho de administração";⁴ embora o Estado continue como único proprietário da empresa. A abertura de capital, ou listagem das ações da empresa em

Bolsa de Valores, para negociação em pregão público envolve muitas das mesmas mudanças, mas acrescenta a vantagem de outros proprietários monitorarem os gestores e de os preços das ações no mercado refletirem o desempenho da empresa. Em suma, a corporatização e, principalmente, a negociação das ações em Bolsa têm sido consideradas maneiras de aliviar alguns dos problemas sociais, políticos e de agência das empresas estatais.

A história, todavia, não é tão simples. O modelo do Leviatã como acionista majoritário, que exploraremos neste capítulo, está sujeito a limites. As EPES atuam como intermediárias no fluxo de renda que os governos recebem com a exploração de petróleo e de gás. Portanto, é nessas empresas que a tentação do governo de intervir na administração se manifesta com mais intensidade. Também é por causa dessas rendas que os governos se sentem tão tentados a usar as EPES para realizar objetivos sociais. Além disso, são também as EPES que os governos, em geral, querem que sejam menos transparentes sobre como gerenciam as receitas.⁵ Por fim, as EPES se destacam, no mais das vezes, como protagonistas ou monopolistas na comercialização de gasolina e gás, setores de alta sensibilidade política que afetam diretamente a renda das famílias e a lucratividade dos negócios, acirrando, em consequência, a tentação do governo para controlar seus preços. O estudo das EPES, em decorrência, possibilita a análise de quando se rompe a suposta autonomia política associada ao modelo do Leviatã como investidor majoritário.

Além disso, o próprio processo de abertura de capital das EPES complica as questões nesse contexto de duplo resultado ou objetivo, uma vez que os investidores privados minoritários, para os quais seria preferível que a empresa perseguisse a estratégia de maximização do valor para os acionistas, podem entrar em choque com os governos, que priorizam objetivos sociais e políticos. Nesse ambiente, os governos terão dificuldade em assumir compromisso confiável com a proteção dos direitos dos acionistas minoritários.⁶ Conforme explicamos mais no fim do capítulo, entretanto, o contrato implícito de dividir rendas nas EPES também inclui o compartilhamento dos prejuízos resultantes dessas intervenções políticas, como controles de preços e decisões inadequa-

das sobre onde abrir refinarias e a quem se associar em novos projetos. Mesmo que a partilha dos prejuízos esteja implícita nos arranjos entre EPES e investidores, quanto melhores forem a regulação e a proteção dos investidores em um país, menores serão os prejuízos a serem repartidos, em consequência das veleidades dos políticos.

Do Leviatã como empreendedor ao Leviatã como investidor majoritário

Governos de todo o mundo encararam a negociação de ações de estatais em Bolsas de Valores como solução para a maioria dos problemas relacionados com o modelo do Leviatã como empreendedor, analisado no capítulo 2. Também na indústria petrolífera manifestou-se a tendência para a corporatização e para a abertura de capital das grandes empresas petrolíferas estatais. Na teoria, as diferenças entre corporatizar, de um lado, e abrir o capital, de outro, de estatais ou de EPES não são grandes. Na tabela 6.1, mostramos como a corporatização e a abertura de capital, em tese, são tentativas de manejo dos mesmos problemas das empresas estatais no modelo do Leviatã como empreendedor.

Em nossa opinião, a corporatização e a abertura de capital diferem apenas ligeiramente em termos de configuração organizacional. Ambas incluem gestão profissional, conselho de administração que se reúne com regularidade e acompanha o desempenho dos gestores, e certo nível de transparência nas finanças da empresa. Todavia, embora a revisão das demonstrações financeiras por auditoria independente seja sempre condição necessária para a abertura de capital, o mesmo requisito em geral também é necessário — embora nem sempre — para a corporatização das empresas. Finalmente, a grande diferença entre as duas iniciativas é que o monitoramento dos gestores é mais intenso nas empresas de capital aberto, seja pelo mercado em si (por exemplo, preço das ações), seja, simplesmente, pelos acionistas minoritários, que têm incentivos para fiscalizar o desempenho da empresa.

Na tabela 6.1 apresentamos as três diferenças básicas — de acordo com as visões social, de política partidária e de agência — entre simples

Tabela 6.1. Domando o Leviatã: corporatização versus abertura de capital nas EPES

Teoria da ineficiência das estatais	Atributos do modelo do Leviatã como empreendedor	Como a abertura de capital muda esse atributo?	Diferenças entre corporatização e abertura de capital
Visão social	Duplo resultado.	Maximização do valor para os acionistas suscetível a interferências políticas, se a empresa não estiver blindada. Conflito provável se os acionistas minoritários, em busca da lucratividade, se chocarem com o governo, em busca de objetivos sociais ou políticos.	Com a corporatização, o governo pode perseguir o duplo resultado, sem afetar negativamente os acionistas minoritários, em busca de lucratividade.
	Horizonte de longo prazo, governo como investidor paciente que tolera perdas.	Horizontes temporais provavelmente mais curtos, os mercados em geral ficam impacientes.	Sem a abertura de capital, não há pressões de curto prazo pelos investidores do mercado. No entanto, o governo pode sentir-se tentado a usar a estatal para atenuar os ciclos econômicos.
Visão de política partidária	Nomeação dos CEOs com base em outros critérios que não o mérito (por exemplo, conexões políticas).	Gestores profissionais selecionados pelo conselho de administração.	Com a corporatização, mas blindado contra a política, o conselho de administração pode escolher gestores, porém as nomeações políticas são mais prováveis que nas empresas de capital aberto.
	Uso das estatais pelo governo para atenuar os ciclos de negócios (por exemplo, admitindo mais empregados ou demitindo menos empregados que o necessário).	O efeito é reduzido se a empresa estiver blindada contra a intervenção política.	Com a corporatização, a intervenção do governo é maior que nas empresas de capital aberto; nestas últimas, os membros independentes do conselho de administração podem reduzir, mas não eliminar, as intervenções ostensivas.
	Restrições orçamentárias fracas (socorros prováveis).	Restrições orçamentárias fracas persistem (governos ainda tendem a socorrer).	Inexiste risco claro de falência (governos provavelmente socorrerão).

(continua)

Tabela 6.1. (continuação)

Teoria da ineficiência das estatais	Atributos do modelo do Leviatã como empreendedor	Como a abertura de capital muda esse atributo?	Diferenças entre corporatização e abertura de capital
Visão de agência	A administração tem poucos incentivos.	Maior probabilidade de contratos de pagamento por desempenho, bônus e opções sobre ações.	Com a corporatização, é provável que haja contratos de incentivos, exceto quanto a opções sobre ações. O duplo resultado, porém, pode enfraquecer os incentivos.
	Dificuldade de avaliar o desempenho por causa do duplo resultado.	Preços das ações como indicador de desempenho.	Só com a corporatização não há pressões de mercado. Os governos precisam definir metas mensuráveis.
	Ausência de punição expressa para os gestores com mau desempenho.	Conselho de administração pode demitir gestores com mau desempenho.	Só com a corporatização os gestores podem perder o emprego se apresentarem mau desempenho; no entanto, as pressões tendem a ser menos intensas que nas empresas de capital aberto, sujeitas ao monitoramento externo.
	Incentivos fracos para o monitoramento por ministros e órgãos públicos.	Investidores institucionais, credores, agências de risco e analistas monitoram o desempenho.	Se as EPES emitirem títulos de dívida, os credores podem monitorá-las. Se o conselho de administração tiver membros independentes, preocupados com a própria reputação, eles também as monitorarão.
	Falta de transparência, informações financeiras incompletas.	Melhoria da transparência; normas contábeis seguindo GAAP ou IRPS.	O mesmo que nas empresas de capital aberto.
Monitoramento deficiente: conselho de administração inexistente (ministro supervisiona) ou composto de membros indicados por interesses políticos (baixo nível de freios e contrapesos).	Conselho de administração com alguns membros independentes e alguns nomeados políticos; dependendo dos números, pode atuar como contrapeso do governo e do CEO. O governo, contudo, pode cooptar membros do conselho.	Só com a corporatização é possível ter conselho de administração independente, se estiver blindado contra o governo e repleto de profissionais, mas as nomeações políticas são mais prováveis que nas empresas de capital aberto.	

corporatização, de um lado, e abertura de capital, de outro. Primeiro, na teoria, a corporatização não obriga as EPES a maximizar o valor para os acionistas da mesma forma que a abertura de capital, porque o único grande acionista é o governo, que talvez imponha a geração de duplo resultado à EPE. Por outro lado, as EPES corporatizadas têm a vantagem de não precisar preocupar-se com os resultados de curto prazo, ao contrário das companhias de capital aberto, o que lhes permite concentrar-se em investimentos de longo prazo e no prolongamento da vida útil dos recursos, exaurindo-os em ritmo menos acelerado.

Segundo, quando se abre o capital das EPES, supõe-se que elas passem a atender aos interesses de vários acionistas, razão por que os conselhos de administração devem ser mais diversificados e menos influenciados pelo governo. Isso não acontece necessariamente com a corporatização, pois, nesse caso, o governo é o único acionista que escolhe os membros do conselho de administração (com raras exceções, como a Saudi Aranco, que é EPE corporatizada, com arranjos de governança semelhantes aos de empresas privadas e com muitos membros independentes e externos no conselho de administração). Mesmo nas companhias de capital aberto, contudo, os governos podem cooptar membros do conselho de administração e nomear autoridades públicas (por exemplo, ministros), capazes de influenciar os conselhos de administração.

Finalmente, o monitoramento dos gestores nas empresas de capital aberto pode ser mais complexo porque, além de ter o conselho de administração como freios e contrapesos do poder do CEO, também podem sofrer pressões dos mercados. Uma empresa que, por exemplo, tente realizar objetivos sociais que afetem os interesses dos acionistas minoritários tende a ser penalizada pelo mercado com preço de ação mais baixo. A corporatização, porém, pode acarretar nível semelhante de monitoramento e sujeitar o CEO aos mesmos incentivos de mercado se a empresa emitir títulos de dívida. Tanto a emissão de obrigações quanto a venda de ações oferecem "a vantagem adicional de criar um grupo de investidores privados com participação na lucratividade da empresa. A esperança é que esse grupo torne mais difícil para o governo perseguir objetivos sociais".⁸ Nesse caso, tanto as agências de classi-

ficação de risco de crédito quanto os detentores de títulos de dívida operarão como monitores, punindo iniciativas que possam ameaçar a remuneração e a amortização dos títulos de dívida.

Apesar das diferenças entre as estatais corporatizadas e as de capital aberto, essas formas societárias têm sido amplamente adotadas pelos governos para reformar as empresas estatais e as empresas petrolíferas estatais. Em relatório mais recente da OCDE, Christiansen estima que 80% das empresas estatais nos países-membros operam como sociedades por ações (isto é, foram corporatizadas).⁹ Essas empresas respondem por 50% do emprego total em empresas estatais na OCDE. O relatório também mostra que as maiores estatais, em geral, são companhias abertas, em vez de apenas empresas corporatizadas. (Uma grande exceção é a Pemex, empresa petrolífera estatal mexicana, que não é companhia aberta.)

A literatura acadêmica encontrou fortes evidências em apoio à abertura de capital, complementando a corporatização como melhor forma de dirigir as empresas estatais. Por exemplo, uma série de estudos resumidos em Megginson encontrou forte evidência de melhoria do desempenho das estatais na condição de companhias abertas.¹⁰ Gupta conclui que, na Índia, as empresas estatais de capital aberto, que venderam participações acionárias minoritárias, apresentam melhor desempenho que as estatais de propriedade integral do Estado.¹¹ Em contraste, Aivazian também sustenta que a corporatização melhorou o desempenho das estatais chinesas, sobretudo em consequência das reformas da governança, que em geral acompanham o processo de corporatização.¹²

O argumento contra a corporatização é que, sem grandes mudanças, as reformas na governança não parecem ser tão eficientes. Zhu, por exemplo, questiona a corporatização na China, porque, sem uma cultura de autonomia e um sistema de governança que monitore os gestores e contenha a atuação do governo, reformas desse tipo não acarretarão grandes melhorias no desempenho das empresas.¹³ Estudos sobre mudanças específicas, como contratos de incentivos para gestores, também não apontam melhorias no desempenho das estatais.¹⁴ Finalmente, Wang et al. mostram que as empresas estatais chinesas que

privatizaram parte do capital e negociam ações em Bolsas de Valores dependem menos de capital de terceiros (empréstimos e financiamentos) e aumentam os investimentos, mas não parecem apresentar melhor desempenho que antes da abertura de capital.¹⁵

Governança em empresas petrolíferas estatais

Para avaliar até que ponto os governos corporatizaram e abriram o capital das empresas petrolíferas estatais, a tabela 6.2 apresenta uma lista de características básicas da governança nas maiores EPES do mundo. Definimos empresas petrolíferas estatais (EPES) como empresas de petróleo e gás em que o governo é acionista majoritário ou investidor controlador.

PROPRIEDADE

Das trinta EPES que incluímos na tabela 6.2, quinze têm ações negociadas em Bolsa de Valores do país de origem, de Nova York, ou de ambos. Essas quinze empresas adotam regimes de governança que, no papel, parecem os de empresas privadas. Por exemplo, as EPES de capital aberto têm conselhos de administração com boa proporção de membros independentes (pessoas que não trabalham no dia a dia da empresa, mas que têm expertise no setor) e desfrutam de mais autonomia financeira em relação ao governo que as empresas de capital fechado.

Constata-se variação significativa em termos de porcentagem do patrimônio líquido que continua em mãos do governo, depois da abertura de capital. Em algumas empresas, como a ENI (Itália) e GDF Suez (França), o governo manteve participações acionárias minoritárias, enquanto nas demais empresas de capital aberto o governo continuou como detentor majoritário das ações com direito a voto.

Os governos de alguns países preferiram apenas corporatizar suas EPES, sem abrir o capital. Portanto, em EPES como Aramco (Arábia

Saudita), PDO (Oman), KPC (Kuwait), Pemex (México) e Pertamina (Indonésia), a governança é algo semelhante à das empresas de capital aberto. Por exemplo, os conselhos de administração têm membros independentes, com expertise técnica (e talvez experiência no setor). Essas empresas também submetem suas demonstrações financeiras à auditoria independente (com exceção da Aramco, que é extremamente reservada no que se refere à situação financeira).

CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

De acordo com nossa análise do conselho de administração das EPES apresentada na tabela 6.2, é enorme a variação entre empresas, em termos de tamanho e composição do conselho de administração. De especial interesse para nós é a diversidade na composição. Das trinta empresas, somente a Statoil, a Ecopetrol e a Saudi Aramco contam com maioria de conselheiros independentes. O restante das petrolíferas estatais de capital aberto contam com conselheiros externos, ou "independentes", na medida em que não são empregados, mas são, quase sempre, funcionários do governo. O presidente do conselho de administração da Gazprom (Rússia), GDF Suez (França), OGDCL (Paquistão), ONGC (Índia), PTT (Tailândia), Petrobras e Petronas (Malásia), por exemplo, são todos, por definição, diretamente relacionados com seus governos. Em outras EPES menos transparentes, os conselhos de administração não incluem membros externos ou independentes. É o caso da NNPC (Nigéria), PDVSA (Venezuela) e Nioc (Irã).

Com efeito, na maioria das EPES de capital aberto, o presidente do conselho de administração é o ministro das áreas de petróleo e de minas, de gás e de minas ou das finanças. Nas EPES Sinopec, CNOOC e Petro China, o presidente do conselho de administração é, em geral, alguém com longa carreira no setor, mas que circulou entre empresas, como parte do rodízio de cargos do Partido Comunista chinês.

Tabela 6.2. Governança em empresas petrolíferas estatais (EPES)

EPE	País	Capital aberto	% do governo no capital votante	Tamanho do CA(1)	Conse- lheiros independen- tes	Conse- lheiros nomea- dos pelo governo	Mandato dos conse- lheiros (anos)	Membros do governo no CA	CEO e chairman (2) não são a mesma pessoa	Chairman é conselheiro externo e não é membro do governo	Autono- mia orçamen- tária	Audidores externos	Índice de governança*
Statoil	Noruega	S	70,8	10	7	0	2	N	S	S	S	S	7
Eni	Itália	S	30,3	9	3	0	3	N	S	S	S	S	6
Ecopetrol	Colômbia	S	89,9	9	6	3	1	S	S	S	S	S	6
GDF Suez	França	S	36,4	21	9	6	4	S	N	N	S	S	5
Sinopec	China	S	75,8	11	3	0	3	N	S	N(**)	S	S	5
Rosneft	Rússia	S	83,0	9	3	0	7	S	S	S	S	S	5
OGDCL	Paquistão	S	85,2	11	8	n.a.	3	S	S	N	S	S	5
Saudi Aramco	Arábia Saudita	N	100	7	5	2	?	S	S	S	S	S	5
Gazprom	Rússia	S	50,0	10	2	5	1	S	S	N	S	S	4
CNOOC Ltd.	China	S	66,0	11	5	0	3	N	S	N(**)	N	S	4
PTT	Tailândia	S	67,1	15	6+	0	3	S	S	N	S	N	4
ONGC	Índia	S	84,2	17	8	17	2	S	S	N	S	S	4
Petro China	China	S	86,7	14	5	0	3	N	S	N(**)	N	S	4
Petrobras	Brasil	S	55,7	9	2	6	1	S	S	N	N	S	3
KazMunayGas	Cazaquistão	S	62,0	8	3	5	3	S	S	N(*)	N	S	3
Petronas	Malásia	S	100	16	7	9		S	N	N	S	S	3
PDO	Oman	N	60,0	12	5	7	?	S	S	N		N(?)	2
KPC	Kuwait	N	100	15				S	N	N	S(***)		2
PEMEX	México	N	100	15				S	S	N	N	S	2
Pertamina	Indonésia	N	100	7	11	3	?	S	N	N		S	2
QP	Qatar	N	100	7	4	6	6	N	S	N	N	S	2

(continua)

Tabela 6.2. (continuação)

EPE	País	Capital aberto	% do governo no capital votante	Tamanho do CA(1)	Conse- lheiros independen- tes	Conse- lheiros nomea- dos pelo governo	Mandato dos conse- lheiros (anos)	Membros do governo no CA	CEO e chairman (2) não são a mesma pessoa	Chairman é conselheiro externo e não é membro do governo	Autono- mia orçamen- tária	Audidores externos	Índice de governança*
Petro S.A.	África do Sul	N	100	n.a.	2	5		S	N	S	N	N	1
Sonatrach	Argélia	N	100	13	0		n.a.	S	N	N	S	N	1
Adnoc	UAE	N	100	10		10	?	S	N	N	N	N	0
EGPC	Egito	N	100	n.a.	0					N		N	0
INOC	Iraque	N	100	n.a.	0					N		N	0
Libya NOC	Líbia	N	100	5		5	?	S	S	N	N	N	0
NIOC	Irã	N	100	8	0	8	?	S	S	N	N	N	0
NNPC	Nigéria	N	100	9	0	9	?	S	N	N	N	N	0
PDVSA	Venezuela	N	100	10	0	10	2	S	N	N	N	N	0

(1) CA = conselho de administração

(2) Chairman = presidente do conselho de administração

FONTES: Tordo et al.,¹⁹ tabelas 4,6 e 4,7; Capital IQ; capitulos relevantes em Hults, Thurber e Victor²⁰ e sites das empresas.

NOTAS: Os pontos de interrogação denotam incerteza sobre a informação, não por inexistir, mas por não ser divulgada. Por exemplo, quando os membros do conselho de administração são nomeados pelo governo, o mandato deles está atrelado aos ciclos eleitorais ou políticos. Em outros conselhos de administração, os mandatos dos conselheiros não são definidos expressamente.

(*) De acordo com a Capital IQ, Timur A. Kulibayev, presidente do conselho de administração da KazMunayGas, tem ligações estreitas com o presidente do Cazaquistão. Portanto, questiona-se até que ponto é chairman independente.

(**) Os presidentes do conselho de administração de empresas chinesas geralmente são apresentados como externos e independentes, mas, como são membros importantes do Partido Comunista, essa independência é questionável.

(***) Stevens explica que o governo do Kuwait aprovou uma série de reformas em 2004 que tornaram a KPC relativamente autônoma em relação ao governo e à holding.¹⁹

(#) Índice de governança: Calculamos esse índice adicionando oito escores. Primeiro, 1 ou 0 para a hipótese positiva ou negativa de a empresa ter privatizado parte das ações. Segundo, 1 ou 0 para o governo como acionista minoritário ou não. Terceiro, 1 ou 0 se o número de conselheiros externos independentes for ou não superior a zero. Quarto, 1 ou 0 se os conselheiros externos independentes forem ou não maioria. Quinto, 1 ou 0 se inexistir ou existir funcionários do governo no conselho de administração. Sexto, 1 ou 0 se o presidente do conselho de administração for externo ou interno. Sétimo, 1 ou 0 se a empresa tiver ou não autonomia orçamentária. Oitavo, 1 ou 0 se as demonstrações financeiras da empresa forem ou não auditadas por auditoria privada. Essa soma resulta em índice que varia de 0 a 8.

AUTONOMIA FINANCEIRA

A tabela 6.2 mostra que as EPES de capital aberto, em geral, têm autonomia orçamentária, ou seja, importantes decisões sobre investimentos e sobre a distribuição dos recursos gerados pela empresa não precisam da aprovação prévia do governo. Usualmente, isso significa que as empresas podem empreender projetos lucrativos com mais frequência e podem gastar mais com exploração, P&D e assim por diante. (As exceções são Petrobras e as três empresas chinesas — Sinopec, CNOOC e Petro China. Nessas empresas, alguns investimentos necessitam de aprovação prévia do governo.)

TRANSPARÊNCIA FINANCEIRA E
MONITORAMENTO EXTERNO DAS EPES

Outro elemento importante do estudo é o nível de transparência e de auditoria externa das EPES. De acordo com a visão de agência, a dificuldade de monitoramento — ou sua falta total — é um dos maiores problemas das empresas estatais. Na tabela 6.2, vê-se que entre as EPES corporatizadas de capital fechado há bastante sigilo nos relatórios financeiros. Muitas dessas empresas não sofrem auditorias externas independentes. Em contraste, as demonstrações financeiras das EPES de capital aberto são auditadas por empresas de contabilidade privadas, quase sempre com boa reputação internacional. Aqui a exceção é a PTT, da Tailândia, que é auditada pelo auditor geral do país.

ÍNDICE DE GOVERNANÇA PARA
EMPRESAS PETROLÍFERAS ESTATAIS

Para não sugerir que as EPES desfrutam de mais autonomia em relação ao Estado que na realidade, incluímos na última coluna da tabela 6.2 um índice de governança que reflete o grau de independência das EPES na prática, em vez de na teoria. Calculamos esse índice

adicionando oito escores que atribuímos a disposições específicas de governança. Primeiro, adotamos o escore de 1 ou 0 para as hipóteses positiva ou negativa de a empresa ter privatizado parte de seu patrimônio líquido. Segundo, consideramos o escore de 1 ou 0 para o governo como acionista minoritário ou não. Terceiro, também adicionamos 1 se o número de conselheiros externos independentes é superior a 0. Quarto, também somamos 1 se os conselheiros externos independentes forem maioria. Esse escore é extremamente importante por indicar a existência de freios e contrapesos contra o poder do CEO. Quinto, acrescentamos 1 se não houver funcionários do governo no conselho de administração. Sexto, acrescentamos 1 se o presidente do conselho de administração for externo (ou seja, não for nem servidor público nem político ligado ao partido ou à coalizão do governo, nem alguém relacionado com a empresa). Sétimo, somamos 1 se a empresa tiver autonomia orçamentária. Finalmente, acrescentamos 1 se as demonstrações financeiras da empresa forem auditadas por auditoria privada. Essa soma resulta em índice que varia de 0 a 8. Classificamos as EPES da tabela 6.2 de acordo com o respectivo índice de governança, desde as com governança mais forte até aquelas sujeitas a intervenções do governo.

Nosso índice de governança oferece três insights. Primeiro, muitas EPES de capital aberto têm arranjos de governança bastante semelhantes aos de empresas privadas. Isso não significa dizer que a governança privada é panaceia, uma vez que grandes empresas privadas ainda enfrentam escândalos e abusos por parte dos acionistas controladores e dos CEOs. Esses novos arranjos, contudo, mitigam grande parte dos problemas de agência que a literatura econômica associa às EPES. Além disso, alguns dos arranjos de governança reduzem a intervenção política ao introduzir freios e contrapesos ao poder do acionista controlador e dos gestores, atenuando algumas das preocupações da visão política.

Segundo, é ampla a variação da governança e muitas são as EPES de capital aberto que desfrutam de pouca independência em relação ao governo, seja porque não têm autonomia orçamentária, seja porque o conselho de administração está cheio de funcionários públicos ou de membros indicados pelo governo.

Finalmente, as empresas corporatizadas de capital fechado, na prática, parecem ser menos imunes à influência do governo que as de capital aberto. Mesmo que algumas delas tenham membros independentes no conselho de administração, poucas desfrutam de autonomia orçamentária. O governo ainda precisa aprovar importantes decisões sobre investimentos ou até referendar expressamente o orçamento anual.

Nossa amostra de EPES também inclui empresas mais opacas — nem corporatizadas nem de capital aberto — com índices de governança extremamente baixos. Ao reunir dados para essa tabela, constatamos como algumas EPES dificultam o acesso a informações básicas sobre a própria situação e desempenho, abrangendo dados financeiros e descrições formais sobre como atua o conselho de administração e sobre quem nomeia os respectivos membros. Muitas EPES não divulgam relatórios anuais. Ross associa a falta de transparência de algumas EPES, na base de nossa escala de governança, ao desejo de regimes ditatoriais ou autocráticos de extrair fundos dessas empresas para enriquecer membros da coalizão do governo, para comprar votos ou para beneficiar o partido no poder.¹⁹ Na verdade, o FMI incluiu normas sobre transparência para EPES em alguns de seus pacotes de ajuda financeira a países em desenvolvimento. Assim foi em Angola, onde o FMI vem tentando convencer a Sonangol, empresa petrolífera estatal, a melhorar a transparência e a submeter as demonstrações financeiras a auditoria independente.²⁰

Portanto, em geral, os governos de muitas economias grandes corporatizaram ou abriram o capital das EPES para melhorar a eficiência da empresa. Por que teriam esses governos tentado tornar suas EPES mais eficientes? A resposta talvez tenha a ver com o desfecho das crises das décadas de 1970 e 1980 e com as dificuldades que assolaram alguns países, na década de 1990 (por exemplo, a Europa Oriental depois do comunismo e a Ásia no rescaldo da crise financeira asiática). Apesar do problema do duplo objetivo ou resultado, os governos perceberam que o mau desempenho das empresas estatais enfraquece o Estado e talvez acarrete dificuldades fiscais. Ao contrário, empresas lucrativas podem fortalecer o Estado. Portanto, configurar as estatais para a lucratividade e a eficiência no longo prazo pode contribuir

para a realização dos próprios objetivos financeiros do governo. Por exemplo, EPES lucrativas geram dividendos para o governo, ao mesmo tempo que garantem recursos para o país. A questão é se essas boas intenções se mantêm firmes quando os governos enfrentam emergências ou pressões extremas dos eleitores (por exemplo, se ocorrer grande aumento nos preços da gasolina e do gás, em período pré-eleitoral).

Normalmente, as empresas de capital aberto têm mais autonomia para decidir sobre investimentos e exercem mais controle sobre os próprios lucros que suas congêneres apenas corporatizadas. Algumas EPES de capital aberto — embora nem todas — também costumam ser mais blindadas contra a intervenção política, não só em relação aos lucros, mas também quanto à estratégia e aos objetivos nacionais. Isso se explica, em parte, pela composição do conselho de administração, mas, principalmente, pelo ativismo de acionistas importantes cujo dinheiro está em jogo se o governo decidir desviar o curso da empresa para objetivos que destroem valor. A expectativa dos reformadores das empresas estatais era que o governo interviesse menos em EPES de capital aberto, para não comprometer a própria reputação perante os acionistas minoritários e para não perder o voto de muitos deles, que compõem parcela significativa do eleitorado (por exemplo, por meio de fundos de pensão).²¹ A ideia é que, se o governo intervier em EPES de capital aberto, a reação dos acionistas, inclusive os institucionais, grandes bancos e fundos de pensão privados, poderá ser bastante forte para domar o investidor majoritário (o governo), evitando que venha a extrair benefícios do controle da empresa. Em suma, o mecanismo de compromisso que restringe o Leviatã depende de quanto o governo se importa com os acionistas minoritários, o que *não* significa dizer que esse compromisso *sempre* ocorrerá em empresas estatais com ações negociadas em Bolsa de Valores. Conforme veremos em seguida, há importantes variações na intervenção política em empresas de capital aberto.

A governança é importante para o desempenho?

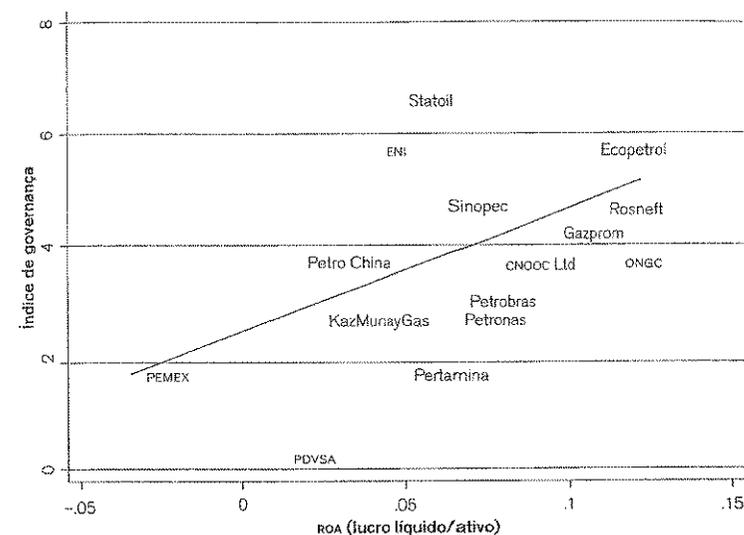
Questão óbvia ao analisar a governança é se ela realmente importa para o desempenho. No caso de estatais, em geral, e de EPES, em especial, queremos saber duas coisas. Primeiro, se a governança alinha os interesses de proprietários (o governo) e gestores; segundo, se os arranjos de governança, ao blindar a administração contra os objetivos sociais e políticos, se associa a desempenho superior pelas EPES. Essas questões são difíceis de responder e exigem dados sofisticados que, infelizmente, só estão disponíveis sobre poucas empresas petrolíferas (ou seja, não há observações suficientes para um trabalho econométrico sério).

Portanto, nesta seção, fornecemos evidências básicas apenas no intuito de argumentar que, para EPES, melhor governança, medida pelo nosso índice de governança, na tabela 6.2, parece correlacionar-se com melhor desempenho.

Na figura 6.1, vê-se que é alta a correlação entre autonomia em relação ao governo e retorno sobre o ativo. Correlação semelhante observa-se na figura 6.2, que mostra um gráfico de dispersão do índice de governança versus o logaritmo da produtividade do trabalho (lucro líquido por trabalhador). Pelo menos duas são as hipóteses que poderiam explicar essa relação. Primeiro, as empresas com índice de governança mais alto criam condições para que os gestores adotem a lucratividade como principal objetivo em vez de precisar maximizar variáveis sociais e políticas. Segundo, na maioria das empresas com baixo índice de governança, como a Pemex, do México, o governo tributa os resultados com altas alíquotas ou controla diretamente o orçamento. Portanto, nessas empresas, os CEOs dispõem de menos recursos gerados internamente para investir em oportunidades lucrativas. Alternativamente, esses gráficos talvez estejam dizendo que as empresas com melhor governança podem atrair mais capital externo e explorar melhor as oportunidades lucrativas de maneira mais eficiente (com produtividade do trabalho mais alta).

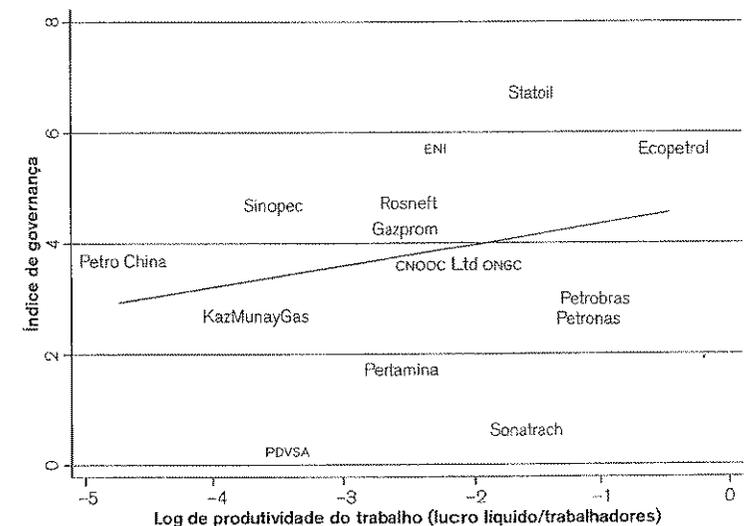
Se os freios e contrapesos embutidos nos novos regimes societários das EPES de capital aberto reduzirem a intervenção política, é de esperar que a produtividade do trabalho se correlacione com o índice

Figura 6.1. Governança e retorno sobre o ativo em EPES, 2011



FONTE: Criado pelos autores com dados da tabela 6.2 e com dados financeiros e operacionais da Capital IQ e PIW (2011).

Figura 6.2. Governança e produtividade do trabalho em EPES, 2011



FONTE: Criado pelos autores com dados da tabela 6.2 e com dados financeiros e operacionais da Capital IQ e PIW.²²

de governança. A figura 6.2 mostra exatamente isso. As empresas com altos índices de governança tendem a usar o trabalho de maneira mais produtiva. Ou seja, os novos arranjos de governança dessas EPES podem atenuar os tipos de pressões políticas e sociais para aumentar o emprego, que analisamos no capítulo 2.

Governança na Pemex, na Petrobras e na Statoil

Depois de examinar a governança de EPES na seção anterior, passaremos agora a analisá-la com mais profundidade para compreender de que maneira o Leviatã como investidor majoritário atua na prática. Para esse propósito, com base em Pargendler, Musacchio e Lazzarini,²³ comparamos a Petrobras com a Statoil e a Pemex. Essas comparações nos permitem estudar as principais diferenças entre corporatização e abertura de capital, assim como a variação no nível de intervenção política entre empresas de capital aberto.

PROPRIEDADE

Na tabela 6.3, mostramos a variação na propriedade do governo (participação no capital com direito a voto) e nos níveis de autonomia em relação ao governo (controle da empresa sobre os próprios recursos) nas três empresas. A Pemex é empresa de capital fechado que apresenta a maioria dos atributos das empresas corporatizadas que analisamos na seção anterior, enquanto a Petrobras e a Statoil são empresas de capital aberto, sob controle do governo.

CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

À primeira vista, as configurações dos três conselhos de administração parecem muito semelhantes: são relativamente grandes, com conselheiros independentes. O exame da composição do órgão colegiado

Tabela 6.3. Governança na Petrobras, na Statoil e na Pemex (jul. 2012)

	Petrobras	Statoil	Pemex
Governança			
Pelo estatuto; é empresa independente?	Sim (sociedade anônima)	Sim (sociedade limitada)	Parte do governo
Ações negociadas em grande Bolsa de Valores	Sim	Sim	Não
Conselho de administração (CA)			
Número de conselheiros	9	10	15
Número de conselheiros externos	2	7	4
Os conselheiros externos são maioria?	Não	Sim	Não
O governo tem representantes no CA?	Sim	Não	Sim
Direitos dos acionistas e poder do governo			
Duas classes de ações (com e sem direito a voto)	Sim	Uma classe (uma ação, um voto)	Não tem ações
Ações com direito a voto de propriedade do governo	50,2% (gov.) + 8,2% (BNDESPAR)	67%	100%
Direitos do governo sobre a geração de caixa (% do capital total)	28,70%	67%	100%
Golden share ou poder de veto das principais decisões	Direito de veto porque tem a maioria dos votos	Direito de veto porque tem a maioria dos votos	Direito de veto em relação a todos os assuntos
Os acionistas minoritários têm direito de eleger membro do conselho?	Sim, até dois	Não	Não aplicável
Relações com o governo			
Impostos como % da receita (2011)	25,2% líquido (34% menos deduções)	28% da receita menos deduções para exploração e depreciação	56,2% da receita
Pagamentos adicionais ao governo			
	Dividendos	Dividendos de acordo com participação acionária e imposto de 3% sobre a totalidade dos dividendos	Todos os lucros adicionais, menos deduções para exploração e depreciação

FONTE: Pargendler et al.²⁴ Compilado do site das empresas e de questionários enviados à Pemex.

revela que os conselhos da Petrobras e da Pemex estão repletos de membros do governo e que os conselheiros externos são minoria. Em outras palavras, embora a Petrobras seja empresa de capital aberto, é alto o nível de intervenção política na empresa, por meio do conselho de administração, assim como mediante o simples exercício do poder (por exemplo, como analisamos mais adiante, o presidente do Brasil, direta ou indiretamente, por intermédio dos conselheiros relacionados com o governo pode pedir ao CEO da Petrobras que faça certos investimentos ou pratique determinadas ações).

Em contraste, a lei norueguesa proíbe membros do governo de participar do conselho de administração da Statoil. Em 1962, ocorreu um acidente numa empresa de mineração estatal de cujo conselho de administração o ministro da Indústria era membro. Seguiu-se um escândalo político, atribuindo o acidente à negligência do governo. Em consequência, o governo trabalhista foi derrotado em moção de confiança. “Desde então, nenhum servidor público da Noruega pode ser membro do conselho de administração de qualquer empresa estatal, protegendo os políticos e membros do governo, quando esses empreendimentos vão mal.”²⁵

AUTONOMIA FINANCEIRA E A PARTE DO GOVERNO

Na parte inferior da tabela 6.3, incluímos uma seção que mostra a extensão em que os governos do Brasil, da Noruega e do México tributam as EPES e quanto arrecadam na forma de dividendos. Os regimes fiscais da Petrobras e da Statoil parecem extremamente semelhantes. O governo fica com algo entre 25% e 28%, na forma de tributação do lucro, e recebe dividendos com base nos direitos das ações sobre a geração de caixa (28,5% na Petrobras e 67% na Statoil). No México, o governo fica com todo o lucro da Pemex — cerca de 56% em impostos sobre o lucro e o restante em dividendos —, depois devolve à Pemex algumas deduções para depreciação e para projetos de exploração. Com efeito, após a parte do governo, dos pagamentos de pensões e da remuneração de obrigacionistas, a empresa geralmente tem resultado negativo.

A tabela 6.3 mostra um padrão interessante e enigmático. Comparando os impostos e dividendos que os governos brasileiro e norueguês arrecadam da Petrobras e da Statoil, respectivamente, parece que o governo brasileiro dá mais autonomia à Petrobras do que o governo norueguês à Statoil. Sim, o governo brasileiro precisa aprovar alguns dos grandes investimentos da Petrobras, ao passo que a Statoil teria mais autonomia financeira apenas no papel.

Na tabela 6.4, também comparamos indicadores básicos de transparência financeira e autonomia orçamentária. Como já mencionamos, apenas o governo norueguês parece dar à sua empresa petrolífera estatal completa autonomia orçamentária. A Petrobras precisa da aprovação do governo para certos projetos de investimento, enquanto a Pemex a exige para todos os projetos de investimento e para a totalidade do orçamento. Com efeito, esta última tem um escritório de controle interno e, além disso, só pode promover grandes mudanças no orçamento por meio do ministro das Finanças. Das três, portanto, a Pemex é a que tem menos flexibilidade, quando se trata do uso de recursos gerados internamente.

SELEÇÃO DE GESTORES E INCENTIVOS

Na tabela 6.4, apresentamos ainda uma comparação de como essas três empresas escolhem o CEO. Na Petrobras e na Statoil, os CEOs são selecionados e nomeados pelo conselho de administração. Na Petrobras, porém, o conselho de administração está repleto de servidores públicos e de membros indicados pelo governo. Portanto, a seleção e a nomeação do CEO representam um processo político no qual a palavra final é do presidente da República. Como maneira de avaliar a intervenção política na nomeação de altos executivos, em conformidade com nossa análise no capítulo 5, avaliamos comparativamente o turnover do CEO nas três EPES. Vemos que, na Petrobras, o CEO mudou depois de três das sete últimas eleições presidenciais. Na Pemex, as mudanças de CEO também apresentam forte correlação com as eleições presidenciais. Na Statoil, contudo, a nomeação do CEO é relativamente independente dos ciclos eleitorais. Por isso é que, talvez, os CEOs da Pemex e da Petrobras

Tabela 6.4. CEOs, incentivos e subordinação, na Petrobras, Statoil e Pemex (julho de 2012)

	Petrobras	Statoil	Pemex
CEOs/incentivos			
CEO selecionado por:	CA	CA	Presidente do México
Atual CEO:	Maria das Graças Foster (CEO técnico, embora mantenha relações estreitas com a presidente Dilma Rousseff)	Helge Lund (técnico-político)	Juan José Suárez Coppel (técnico)
Perfil de CEOs anteriores	9 técnicos, 1 técnico-político	2 técnicos-políticos, 2 técnicos, 2 políticos	4 técnicos, 2 técnicos-políticos, 3 políticos
Mandato médio do CEO em anos	2,7	6,7	3,2
Em geral, muda-se o CEO depois da eleição presidencial?	Em 3 de 7 eleições	Não	Sim
A remuneração do CEO inclui componente de pagamento por desempenho?	Sim	Sim	Não
O CEO recebe opções sobre ações?	Não	Sim	Não
O CEO tem ações?	Sim	Sim	Não
Finanças e transparência			
Orçamento autônomo	Não, alguns investimentos necessitam de aprovação do governo	Sim	Não, alguns investimentos necessitam de aprovação do governo
Auditoria das demonstrações financeiras (por empresa privada)	Sim	Sim	Sim
Normas contábeis	IFRS	IFRS	IFRS (desde 2012)
Frequência de divulgação das demonstrações financeiras	Trimestral	Trimestral	Trimestral
Principais investidores institucionais	Fundos de pensão locais: Black Rock	Fundo de seguro estatal da Noruega	Obrigacionistas e ex-Im Bank
Rating pela S&P de títulos de dívida em moeda nacional	BBB	AA-	A-
Regulação	Agência Nacional de Petróleo (ANP), ligada ao Ministério das Minas e Energia	Diretoria de Petróleo da Noruega (DPR), subordinada ao Ministério de Petróleo e Energia	Comissão Nacional de Carboidratos (CNH, em espanhol), agência descentralizada, ligada ao Ministério de Energia (Sener)

FONTE: Pargendler et al.²⁶ Compilado dos sites das empresas e de questionário enviado à Pemex.

NOTA: IFRS significa International Financial Reporting Standards (Normas Internacionais de Relatórios Financeiros), estabelecidas pelo International Accounting Standards Board. O IFRS normalmente exige que as empresas divulguem informações mais detalhadas que os princípios de contabilidade em geral aceitos (GAAP), que são as normas contábeis exigidas para registrar ações ou negociar obrigações (títulos de dívida) na Bolsa de Valores de Nova York.

mudem aproximadamente a cada três anos, enquanto os da Statoil ficam no cargo, em média, sete anos.

Nossa análise também sugere que os antecedentes dos CEOs são menos políticos nas empresas de capital aberto. Trata-se, porém, de algo difícil de afirmar porque mais da metade dos CEOs da Pemex, embora com ligações políticas, tem intensa formação técnica no setor e também porque os CEOs da Statoil, embora normalmente técnicos, em geral também são políticos.

Finalmente, também consideramos a variação dos incentivos e da remuneração dos CEOs nessas três EPES. Embora tanto a Petrobras quanto a Statoil adotem contratos de remuneração por desempenho, esta última é a única que oferece opções sobre ações aos CEOs. Tanto na Petrobras quanto na Statoil, o CEO efetivamente tem ações da empresa. Além disso, a Petrobras e a Statoil pagam aos CEOs salários compatíveis com os de executivos-chefes de empresas privadas do setor de petróleo (por exemplo, 2 milhões de dólares por ano na Statoil), enquanto a Pemex paga muito menos, em conformidade com a remuneração de funcionários de alto nível da burocracia estatal (aproximadamente 200 mil dólares por ano).

TRANSPARÊNCIA FINANCEIRA E MONITORAMENTO EXTERNO DAS EPES

Em termos de relatórios financeiros e de transparência, a Petrobras, a Statoil e a Pemex cumprem as normas do International Financial Reporting Standards (IFRS). As três empresas divulgam demonstrações financeiras trimestrais e usam as agências de risco para classificar os títulos de dívida que emitem. Em parte, os altos níveis de transparência da Pemex têm a ver com o fato de emitir títulos de dívida em vários mercados de ações, o que lhe impõe o cumprimento de normas financeiras internacionais e o recebimento de classificação de risco de crédito satisfatória.

Quem monitora o CEO dessas EPES? Além do conselho de administração, das agências de classificação de risco de crédito e dos credores, os investidores institucionais também participam do monitoramento

dos executivos da Statoil e da Petrobras. Fundos de pensão locais e fundos americanos, como Black Rock, são os maiores acionistas minoritários da Petrobras. Embora a Pemex, por não ter ações negociadas em Bolsas de Valores, não seja monitorada por investidores institucionais, a atuação de seus gestores é acompanhada pelos credores e pelas agências de classificação de risco de crédito. Decisões da empresa que destroem valor para os acionistas são punidas com classificação de risco de crédito mais baixa ou com taxas de juros mais altas.

REGULAÇÃO DE PETROLÍFERAS ESTATAIS NO BRASIL, NA NORUEGA E NO MÉXICO

Outro fator importante para a compreensão das EPES e das empresas estatais em geral é a regulação.²⁷ Em todos os três casos, há agências reguladoras que prestam contas a órgãos públicos (como o Ministério da Energia) e que, pelo menos no papel, são dirigidas por profissionais técnicos. Análise mais profunda da atuação dessas agências, contudo, revela diferenças profundas. No Brasil, a Agência Nacional do Petróleo (ANP) é relativamente fraca e muito influenciada pelo governo. Além disso, ficou com a reputação manchada desde quando alguns de seus executivos foram pilhados extorquindo empresas privadas.²⁸ Em consequência, o presidente do Brasil e o ministro das Minas e Energia são os “reguladores” de fato da Petrobras.

No México, o governo aprovou uma lei, em 2008, que criou a Comissão Nacional de Carboidratos (conhecida como CNH). A intenção era que fosse uma agência autônoma, dirigida por comissários com conhecimento técnico do setor. Na prática, porém, nem todos os comissários são especialistas. O regulador de fato da Pemex é o Ministério das Finanças, que controla o orçamento da empresa, linha a linha, cujo titular é presidente do conselho de administração da Pemex.

Em contraste com os casos mexicano e brasileiro, a diretoria de petróleo da Noruega (NPD), embora também subordinada ao ministério, é funcionalmente autônoma e forte. Eis o que afirmam a esse respeito Thurber e Istad:

Uma vez que a diretoria de petróleo da Noruega prestava contas diretamente ao ministério, de início considerou-se necessário ter um conselho independente para supervisioná-la, a fim de garantir sua independência. Com o passar do tempo, porém, o conselho foi considerado supérfluo e, em 1991, acabou sendo extinto [...]. O que, em última instância, protegeu a NPD de interferência indevida foi a dependência crescente do ministério em relação a seus serviços e orientações fundamentais, de natureza técnica. (Alto funcionário do ministério afirmou que a NPD tendia a ser vista como seu [do ministério] departamento técnico.) Qualquer iniciativa que provocasse rupturas traumáticas nessa função seria prejudicial para ambas as organizações.²⁹

A existência de agência regulatória autônoma, portanto, ajudou a desenvolver freios e contrapesos institucionais que reduziram a capacidade do governo de intervir diretamente. E, no caso da NPD, essa autonomia foi consequência, aparentemente, da presença de reguladores técnicos com conhecimento específico do setor.

O risco de intervenção política no modelo do Leviatã como investidor majoritário: o caso da Petrobras

Em nossa análise das empresas petrolíferas estatais (EPES) acima, mostramos que a abertura de capital das estatais (inclusive EPES) atenua ou elimina muitos dos frequentes problemas de agência. O modelo do Leviatã como investidor majoritário, porém, tem seus limites: mesmo empresas de capital aberto não estão imunes à intervenção política.

Por exemplo, até na Statoil, que tem muitos freios e contrapesos contra a intervenção governamental, ocorreram situações de interferência política. Ainda que a “intervenção direta do ministro do Petróleo e Energia na estratégia da Statoil tenha desaparecido em grande parte, os políticos continuam a interferir como se estivessem fazendo política para a empresa”.³⁰ Embora se considere a Statoil blindada contra o governo, Thurber e Istad mencionam que, em outubro de 2007, o governo interrompeu o desenvolvimento de gás natural no campo Troll,

na Noruega, “com a justificativa de que, provavelmente, essa atividade acabaria prejudicando a recuperação de petróleo no campo [...] em face dos aspectos comerciais, a Statoil ficou muito insatisfeita”.³¹

Trata-se, porém, de acontecimentos isolados, em comparação com outros exemplos que mencionamos abaixo. Nesta seção, examinamos como a Petrobras não conseguiu blindar-se contra a intervenção política, embora suas ações sejam negociadas na Bolsa de Valores de Nova York (por intermédio de American Depository Receipts, ADRS) e na Bovespa, em São Paulo.

OFERTA PÚBLICA DE AÇÕES DA PETROBRAS EM 2010

Em 22 de junho de 2010, o conselho de administração da Petrobras aprovou ambicioso plano de investimento, de 224 bilhões de dólares, para o período de 2011 a 2014, inclusive para a exploração e desenvolvimento de campos de pré-sal, na costa de São Paulo. Prevendo despesas anuais da ordem de 45 bilhões de dólares, durante pelo menos cinco anos — mais do que a capacidade de geração de caixa da Petrobras —, a empresa resolveu emitir um pacote de ações e de títulos de dívida. Com efeito, a empresa planejava o que seria a maior emissão pública do mundo, com a venda de ações totalizando 50 bilhões de dólares.³² A emissão de ações foi uma grande realização, que orgulharia qualquer empresa, envolvendo seis bancos de investimentos, que atuavam como coordenadores globais, e nove gestores conjuntos.³³

O governo, todavia, não queria que a Petrobras vendesse ao público ações com direito de voto para não diluir seu próprio poder de voto. Na verdade, a lei brasileira obriga as empresas que emitem novas ações a dar direito de preferência aos acionistas na subscrição do aumento de capital. Ao mesmo tempo, o governo brasileiro vendeu à Petrobras o direito de extrair 5 bilhões de barris de petróleo ou equivalente ao preço de 8,51 dólares por barril. Tecnicamente, a Petrobras pagaria 42,5 bilhões de dólares ao governo. O governo, contudo, decidiu usar esse dinheiro para comprar novas ações, aumentando, assim, seu poder de voto na empresa.

Os acionistas minoritários da Petrobras ficaram preocupados (a) com essa transação, sobretudo com a diluição de seu poder de voto, (b) com os direitos de exploração terem sido negociados sem consulta a eles e (c) com o pagamento antecipado desses direitos, antes de seu exercício efetivo. Outros acionistas minoritários se queixaram de que o preço foi alto demais.³⁴

CONTROLES IMPLÍCITOS DO PREÇO DA GASOLINA

O preço da gasolina era controlado havia anos, mas a intervenção direta na administração da empresa só ocorreu em 2012. A nomeação de Maria das Graças Foster, chamada de Graça Foster, como CEO da Petrobras, em fevereiro de 2012, foi bem recebida pelos participantes do mercado, por ter formação técnica. Ela fizera longa carreira na empresa e era considerada conhecedora profunda do setor. Graça Foster reconheceu que manter os preços da gasolina baixos comprometeria a lucratividade e deterioraria a geração de caixa necessária para a realização de futuros investimentos. Ao ser nomeada, deu uma entrevista em que declarou:

Se você me pergunta: é para corrigir preço? É lógico que é para corrigir preço, a perdurar os patamares vigentes nos últimos seis meses [...]. Não é sensato imaginar que quem vende — qualquer coisa que seja, uma xícara, um caderno, gasolina, diesel — não repasse ao mercado as suas vantagens e as suas desvantagens.³⁵

No entanto, a presidente Dilma Rousseff e o ministro de Minas e Energia desautorizaram em público a afirmação de Graça Foster e disseram que o preço da gasolina não seria aumentado. Ambos receavam que o aumento do preço da gasolina aceleraria a inflação num momento em que o governo tentava forçar reduções nas taxas de juros. Em junho de 2012, o governo permitiu um pequeno ajuste — insuficiente para compensar os grandes aumentos no preço do petróleo (na época, sendo negociado a cem dólares por barril). Esses controles de preços afetam diretamente a lucratividade da divisão de refino da Petrobras. Em consequência disso,

os investimentos em refino tornam-se menos lucrativos para os acionistas minoritários que os investimentos nas linhas de negócios lucrativas.

Em maio de 2012, um grupo de investidores estrangeiros enviou carta a Graça Foster criticando o plano de investimentos da empresa — aprovado pelo Conselho de Administração — que destinava grandes quantias ao refino, não obstante a inexistência de intenção clara de levantar o controle de preços da gasolina. Justificando as preocupações dos investidores, a Petrobras divulgou prejuízo recorde de 1,34 bilhão de reais (cerca de 662 milhões de dólares) no segundo trimestre de 2012, o primeiro prejuízo em treze anos. Embora o prejuízo fosse decorrente da baixa contábil de despesas com um projeto de exploração infrutífero, a limitação do preço da gasolina pelo governo decerto não contribuiu para a lucratividade da Petrobras.

Os investidores também se queixavam de que dois assentos no conselho de administração, reservados pelo estatuto da empresa a acionistas minoritários, realmente não representavam os interesses dos acionistas minoritários.³⁶ Essas queixas refletiam as preocupações dos investidores institucionais Polo Capital e Black Rock, cujos candidatos para o conselho de administração tinham sido derrotados. Os vencedores, Jorge Gerdau Johannpeter e Josué Gomes da Silva, eram considerados pelos investidores institucionais próximos demais do governo: o primeiro era industrial da siderurgia, consultado com regularidade pelos presidentes Lula e Rousseff, e o segundo, também empresário, era o filho do vice-presidente de Lula. Eles foram eleitos pelos fundos de pensão de duas estatais — Banco do Brasil e Caixa Econômica Federal — e pelo BNDESPAR, braço de investimentos do BNDES. A Comissão de Valores Mobiliários teria investigado o incidente, mas sem maiores consequências.

Sem dúvida, a intervenção política em empresas petrolíferas é lugar-comum em todo o mundo. Não se sabe ao certo, contudo, do ponto de vista do modelo do Leviatã como investidor majoritário, por que os governos, às vezes, tentam retratar suas EPES como empresas de capital aberto bem-comportadas, que maximizam o lucro para os acionistas, se, no final das contas, o investidor majoritário se mostra disposto a expropriar os acionistas minoritários, desviando ou drenando lucros para “partes relacionadas”. As evidências apresentadas acima e as que vêm a

seguir nos levam a concluir que o modelo do Leviatã como investidor majoritário deu ao governo do Brasil licença para expropriar acionistas minoritários e usar a Petrobras para propósitos sociais e políticos. Além disso, a falta de freios e contrapesos regulatórios, como na Noruega, e a posição dominante da Petrobras no setor petrolífero brasileiro permitiram que o governo interviesse, ou seja, que “regulasse” os preços à vontade, mesmo ao custo de reduzir a lucratividade.

OUTRAS INTERVENÇÕES NA PETROBRAS

A Petrobras adota política de compras que força os fornecedores a garantir alto conteúdo nacional em seus produtos. Essas políticas são de interesse do governo, o acionista controlador; elas contribuem para o desenvolvimento de indústrias nacionais e ajudam os trabalhadores (e as empresas) brasileiras a adquirir conhecimento no exterior. Mas também são equivalentes à expropriação dos acionistas minoritários, pois os fornecedores nacionais que estão adquirindo capacidade podem ser mais lentos ou mais dispendiosos que fornecedores internacionais comparáveis no fornecimento de componentes, equipamentos e serviços.

A interferência do governo também pode ocorrer quando a EPE apoia diretamente manobras geopolíticas pelo governo. Em 2005, por exemplo, a Petrobras assinou contrato de joint venture com a PDVSA, empresa petrolífera venezuelana, para construir uma refinaria no estado de Pernambuco, Brasil. Era um projeto especialmente caro ao presidente Lula e ao presidente Hugo Chávez, da Venezuela. A Petrobras, de início, projetou custos de 2,3 bilhões de dólares, mas em 2012 eles já eram estimados em 20 bilhões de dólares.³⁷

OUTROS CASOS DE INTERVENÇÃO DO ESTADO EM EMPRESAS ESTATAIS BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO

A intervenção do governo brasileiro não se limita à Petrobras. Em 2012, por exemplo, a presidente Rousseff concluiu que o governo precisava

enfrentar a recessão que havia atingido o Brasil naquele ano. E começou a pedir aos bancos estatais — em especial ao Banco do Brasil, o maior banco comercial estatal das Américas — que reduzissem as taxas de juros de maneira um tanto artificial, a fim de pressionar outros bancos brasileiros a seguir a iniciativa.³⁸

Em setembro de 2012, Rousseff anunciou a prorrogação de concessões privadas para produzir eletricidade, que, do contrário, seriam transferidas para a Eletrobras, estatal com ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo. O governo é o acionista majoritário da Eletrobras, mas os acionistas minoritários detêm 35% do patrimônio líquido. Cálculos preliminares da Eletrobras estimaram que a prorrogação das concessões do governo a empresas privadas acarretariam prejuízos em torno de 2,5 bilhões de dólares (5 bilhões de reais), o que poderia levar a empresa a apresentar prejuízo nas demonstrações financeiras de 2013.³⁹

Conclusão

No modelo do Leviatã como investidor majoritário, alguns governos conseguiram segregar propriedade e gestão, adotando melhores práticas de governança corporativa. Essas estatais têm CEOs mais profissionais (selecionados com base no mérito ou talento), contratos de incentivos poderosos e sistemas de relatórios mais transparentes. A transparência nos relatórios financeiros das empresas corporatizadas e de capital aberto facilita para o governo e para os investidores privados o monitoramento do desempenho. Na verdade, os governos podem terceirizar o monitoramento dessas empresas para investidores privados, na condição de acionistas minoritários, especialmente quando se trata de grandes investidores institucionais. Quando comparadas com empresas estatais sob o modelo mais tradicional do Leviatã como empreendedor, essas estatais de capital aberto geralmente representam melhoria.

Os governos, todavia, também têm usado as EPES para propósitos sociais e políticos. O governo brasileiro descobriu maneiras de drenar recursos das empresas estatais em apoio a objetivos outros que não investimentos lucrativos. Vimos nos capítulos 3 e 5 que, em 1980,

os choques econômicos levaram os governos a controlar preços. Esses controles de preços acarretaram perdas que oneraram diretamente as finanças públicas e que afetaram a capacidade do governo de pagar dívidas e de contrair empréstimos nos mercados internacionais. Na segunda década do século XXI, entretanto, o modelo do Leviatã como investidor majoritário parecia estar manejando os prejuízos de maneira diferente. Mais uma vez, o objetivo do governo brasileiro era usar as estatais para controlar preços e inflação, mas os efeitos sobre as finanças públicas eram diferentes dos observados na década de 1980. Primeiro, os controles de preços (por exemplo, da gasolina) geravam prejuízo para as empresas, tanto nos anos 1980 quanto nos anos 2000. Neste último período, contudo, o governo, em vez de enfrentar as perdas sozinho, dividia-as com os acionistas minoritários.

Segundo, na década de 1980, tanto o controle de preços quanto a intervenção política para evitar demissões coletivas redundaram em muitos anos de prejuízos significativos para as empresas estatais. Nos anos que se seguiram à privatização das maiores empresas do Brasil, as coisas mudaram. Embora os controles de preços ainda pudessem acarretar prejuízos, muitas estatais eram dirigidas por gestores profissionais e eram operadas, sob muitos aspectos, como empresas privadas. Em consequência, essas empresas podiam ajustar-se aos controles de preços do governo da mesma maneira como qualquer outra empresa privada se adaptaria a preço de mercado mais baixo: alterando planos de investimento, vendendo ativos não essenciais, demitindo trabalhadores ou aumentando o endividamento. Portanto, hoje, as empresas com propriedade estatal majoritária têm um pouco mais de flexibilidade que no passado para ajustar-se a choques.

III
O Leviatã como investidor
minoritário
