

**OS IMPACTOS DA LEI 13.303, DE 30 DE JUNHO DE 2016,
NO DESEMPENHO DAS EMPRESAS ESTATAIS JUNTO AO
MERCADO FINANCEIRO E DE CAPITAIS: UMA ANÁLISE SOB
A ÓTICA DA GOVERNANÇA CORPORATIVA**

THE IMPACTS OF LAW 13.303 (JUNE 30, 2016) ON THE
PERFORMANCE OF STATE-OWNED ENTERPRISES IN THE
FINANCIAL AND CAPITAL MARKET: AN ANALYSIS OF
CORPORATE GOVERNANCE

Felipe Santos Ribas*
Luiz Alberto Blanchet**

* Mestrando em Direito pela Pontifícia Universidade Católica do Paraná (PUC/PR). Especialista em Direito e Processo Previdenciário pela Pontifícia Universidade Católica do Paraná (PUC/PR). Especialista em Direito Ambiental e Urbanístico pela Pontifícia Universidade Católica do Paraná (PUC/PR). Especialista em Direito em Ministério Público e Estado Democrático de Direito pela Fundação Escola do Ministério Público do Estado do Paraná (FEMPAR). Especialista em Processo Civil pelo Instituto de Direito Romeu Felipe Bacellar (IDRFB). Aperfeiçoamento em Fusões e Aquisições pela Escola de Direito de São Paulo (GVLAW). Aperfeiçoamento em Tributação nas Estruturas e nos Negócios Societários pela Escola de Direito de São Paulo (GVLAW). Bacharel em Direito pela Pontifícia Universidade Católica do Paraná (PUC/PR). Email: felipe.santosribas@hotmail.com

* Doutor em Direito pela Universidade Federal do Paraná (UFPR). Mestre em Direito pela Universidade Federal do Paraná (UFPR). Especialista em Direito Público pela Universidade Federal do Paraná (UFPR). Bacharel em Direito pela Pontifícia Universidade Católica do Paraná (PUC/PR). Email: blanchet@blanchet.adv.br

Como citar: RIBAS, Felipe Santos; BLANCHET, Luiz Alberto. Os impactos da lei 13.303, de 30 de junho de 2016, no desempenho das empresas estatais junto ao mercado financeiro e de capitais: uma análise sob a ótica da governança corporativa. *Scientia Iuris*, Londrina, v. 24, n. 1, p. 10-24, mar. 2020. DOI 10.5433/21788189.2020v24n1p10. ISSN 2178-8189.

Resumo: O objetivo do trabalho é fazer uma análise em torno dos impactos que o sistema de governança previsto na Lei 13.303/2016 poderá gerar no desempenho das empresas estatais junto ao mercado financeiro e de capitais. Para tanto, será realizada uma revisão de literatura multidisciplinar visando demonstrar esses impactos, adiantando-se que os estudos confirmam que boas práticas de governança corporativa reduzem os conflitos de interesse contribuindo para uma melhor liquidez, menor volatilidade e o aumento dos preços das ações, além de facilitar o acesso ao crédito no mercado financeiro e de capitais.

Palavras-chave: Empresas estatais. Governança corporativa. Mercado financeiro e de capitais. Conflitos de agência.

Abstract: The objective of this paper is to investigate whether the impacts of the system of governance foreseen in Law 13.303/2016 modifies the over-all performance of state-owned enterprises in financial and capital markets. In order to properly research this topic, this study utilized literature review in order to demonstrate these impacts, which are mostly positive. Studies have confirmed that well-conditioned corporate governance practices reduce conflicts of interest, contributing to better liquidity, less volatility and higher share prices, in addition to facilitating access to credit in financial and capital markets.

Keywords: State Enterprises. Corporate Governance. Financial and Capital Markets. Agency Conflicts.

INTRODUÇÃO

Como forma de atuação ou de intervenção na atividade econômica, o Estado empresário - representado especialmente pelas Sociedades de Economia Mista, assumiu posições diferentes ao longo do tempo. Além disso, as variáveis que levam o Estado a intervir no setor produtivo sempre despertaram debates acadêmicos e atraíram críticas no campo político e econômico.

Mas ao que tudo indica a necessidade de realização de políticas públicas, a questão da universalização de serviços públicos, o curso do desenvolvimento do setor produtivo e outras razões de interesse social e coletivo são alguns dos principais fatores que levam o Estado a agir diretamente no processo econômico. E, obviamente, esses fatores também podem variar conforme o nível de desenvolvimento de uma nação. Nos países mais desenvolvidos, a atividade econômica do Estado fica mais restrita a questões estratégicas, como a segurança nacional. Já nos países em desenvolvimento, o empreendedorismo público mostra-se como condição determinante para a melhora do bem-estar, segurança e saúde da população, pois ele acaba assumindo o desenvolvimento da indústria de base e as soluções iniciais de infraestrutura.

Com efeito, no caso brasileiro, o surgimento das estatais está relacionado a um interesse na exploração de negócios sob o regime de monopólio, por uma questão estratégica e para impedir o domínio privado da riqueza, e também a uma necessidade do Estado fortalecer o setor produtivo que estava carente do capital estritamente privado, o que acabava limitando a organização da produção brasileira.

Ainda, dentro da estrutura de organização política, a empresa estatal - especialmente a sociedade de economia mista - é um modelo que facilita o acesso ao mercado financeiro e de capitais, o que permite a captação de um “dinheiro”, em regra, mais barato do que aquele emprestado pelos Bancos. Não são necessárias várias linhas para explicar que, devido o problema econômico da escassez, os recursos financeiros são limitados e, portanto, o Estado não tem dinheiro disponível para investir e cuidar de todas as necessidades da nação.

Além disso, o ambiente econômico é dotado de uma dinâmica incompatível com a burocracia e amarras legais que cercam os entes da Administração Direta, o que também justifica a união com o setor privado, que se diga, tem mais expertise para explorar atividades econômicas e atuar no mercado.

Entretanto são justamente o acesso ao mercado financeiro e de capitais e a união com acionistas privados que justificam a adoção de boas práticas de governança corporativa nas empresas estatais, uma vez que, por trás destas relações de crédito e societária, estão os conflitos de interesse.

A forte ingerência do Estado na gestão, por motivações político-eleitoreiras, a falta de fiscalização e transparência, e a baixa eficiência das empresas estatais são situações que geram conflitos entre o acionista público controlador (insider) e os credores, investidores e acionistas minoritários (outsiders). Na verdade, não obstante ser dotada de maior eficiência e dinamismo, condição esta que falta aos demais entes da Administração Direta e Indireta, o simples fato de

a empresa estatal perseguir objetivos empresariais antagônicos, mesclando propósitos sociais e lucrativos, já é motivo suficiente para criar uma tensão societária permanente entre o Estado-controlador e os demais acionistas.

Por conseguinte, a governança corporativa, se bem aplicada, pode se revelar um importante mecanismo para amenizar esses conflitos, pois propicia um ambiente mais seguro para os agentes privados, sem comprometer a função socioeconômica das empresas estatais.

Além disso, não se pode perder de vista que a adoção de boas práticas de governança pelas estatais também pode gerar impactos no desempenho destas companhias junto ao mercado financeiro e de capitais.

Frente a esse contexto, levanta-se como problema de pesquisa o seguinte questionamento: como o sistema de governança da Lei 13.303/2016 pode impactar o desempenho das estatais no mercado financeiro e de capitais? A hipótese central é que as empresas bem governadas conseguem atrair mais acionistas, valorizando assim as ações da companhia. Como hipótese secundária, compreende-se que as boas práticas da Lei 13.303/2016 podem aumentar a transparência com relação aos negócios da companhia.

Nesse sentido, o objetivo geral deste trabalho é verificar a funcionalidade do sistema de governança da Lei 13.303/2016. Por sua vez, os objetivos específicos são analisar a efetividade de tal sistema para disciplinar os conflitos de interesses das sociedades de economia mista, e entender como os acionistas, administradores e investidores reagem diante das práticas de governança

O trabalho observará o método de abordagem dedutivo e está organizado textualmente em (quatro) partes. A primeira parte é dedicada à introdução; a segunda parte procura apresentar como foram introduzidas as práticas de governança nas estatais brasileiras; a terceira parte trata da estrutura e função do sistema de governança da Lei 13.303/2016, e procura demonstrar o impacto das práticas de governança no desempenho das estatais junto ao mercado financeiro e de capitais; na quarta e última parte são apresentadas as considerações finais.

1 A IMPLEMENTAÇÃO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NAS EMPRESAS ESTATAIS

A temática da governança corporativa vem ganhando cada vez mais força e o debate em torno desse instituto, especialmente no Brasil, tem se intensificado nos últimos anos. Os recentes escândalos de corrupção no contexto da chamada operação “lava-jato” fizeram o país ganhar a primeira página dos mais importantes jornais de todo o mundo.

Com isso, o Brasil teve a sua imagem abalada no cenário internacional e também levantou a desconfiança de investidores nacionais e estrangeiros, o que acabou afetando a economia e o sistema financeiro do país.

Tais acontecimentos demonstraram também a fragilidade do controle sobre as empresas estatais, bem como a falta de comprometimento dos gestores em cumprir as leis (um dos objetivos do compliance), um baixo grau de transparência dessas empresas e também um pernicioso

relacionamento entre grandes empresários e o poder público.

Com efeito trata-se de uma situação que já vinha sendo discutida há bastante tempo, mas sem qualquer resultado pragmático para tentar melhorar o cenário. O debate só ganhou corpo na agenda política do país quando as operações policiais começaram a revelar para o mundo que um dos maiores escândalos de corrupção da história acontecia dentro da Petrobras, a maior estatal do Brasil.

De certa forma, os problemas de corrupção na Petrobras revelados ao mercado estão relacionados com a ideia de governança corporativa, que na definição do IBGC - Instituto Brasileiro de Governança Corporativa seria:

O sistema pelo qual as empresas e demais organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre sócios, conselho de administração, diretoria, órgãos de fiscalização e controle e demais partes interessadas (IBGC, [201-]).

Em sua obra sobre o tema, José Paschoal Rosseti e Adriana Andrade (2011) ensinam que a moderna governança corporativa passou por quatro marcos evolutivos, que acabaram dando origem aos princípios universais da governança e aprimorando as melhores práticas, vejamos:

Robert Monks foi um ativista pioneiro que mudou o curso da governança corporativa nos Estados Unidos. Ele focou a sua atenção nos direitos dos acionistas e os mobilizou para o exercício de um papel ativo nas corporações. Centrado em dois valores fundamentais da boa governança - *fairness* (senso de justiça) e *compliance* (conformidade legal, especialmente a relacionada aos direitos dos minoritários passivos) -, esse ativista foi um dos primeiros a evidenciar a importância da boa governança para a prosperidade da sociedade como um todo. Já o Relatório Cadbury centrou-se nos dois outros valores da boa governança - *accountability* (prestação responsável de contas) e *disclosure* (mais transparência) -, com foco em aspectos financeiros e nos papéis dos acionistas, dos conselhos, dos auditores e dos executivos. A OCDE ampliou o espectro da boa governança, evidenciando suas fortes ligações com o processo de desenvolvimento econômico das nações. Ao justificar o envolvimento da instituição com a proposição de princípios de boa governança, a OCDE evidenciou que a adoção, pelas corporações, de práticas de gestão confiáveis atrai investidores para o mercado de capitais, reduz custos de captação de recursos e alavanca o desenvolvimento da economia. E a Lei Sarbanes-Oxley definiu critérios mais rigorosos de controles internos, auditoria, prestação de contas e gestão corporativa fundamentada em padrões éticos, instituindo penalidades rigorosas nos casos de violação de extenso rol de novas regras, tanto para os Conselhos de Administração quanto para a Diretoria Executiva das companhias (ROSSETI; ANDRADE, 2011, p. 154).

Todavia, no caso específico das empresas estatais, o desenvolvimento e implantação de modelos de governança foi decorrente, em alguma medida, do processo de globalização. Devido a pressão de financiadores, investidores e acionistas minoritários, que estavam incomodados com a

excessiva ingerência do Estado sobre a gestão das empresas estatais, somada à falta de eficiência e transparência, a OCDE - Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico apresentou no ano de 2005, as diretrizes para a implantação de melhores práticas de governança nas empresas estatais, diretrizes essas que se revelam na verdade como uma complementação aos princípios da governança corporativa do G20 e da OCDE.

Em resumo, devido as peculiaridades e estrutura societária das empresas estatais, além dos princípios do G20, a OCDE organizou 7 (sete) diretrizes para tratar dos conflitos societários das estatais, quais sejam: (i) Justificativas para o Estado manter a propriedade estatal; (ii) Papel do Estado enquanto acionista e a independência dos administradores; (iii) Regras para empresas estatais no mercado; (iv) Tratamento justo para com os acionistas privados; (v) Atuação com responsabilidade empresarial; (vi) Melhora na transparência e (vii) Responsabilidades do conselho de administração.

Apesar do movimento da OCDE, para as estatais, ter iniciado em 2005, no Brasil a disseminação mais efetiva das práticas de governança para estas empresas só passou a ocorrer na década seguinte, quando a Comissão de Valores Mobiliários e a BM&FBovespa lançaram em 2015 um programa de aprimoramento da governança corporativa nas empresas estatais (CVM, 2015).

Em que pese a interessante iniciativa da CVM e da Bovespa, tal programa alcançava apenas as estatais de capital aberto, listadas na bolsa de valores. Sabe-se que a definição dos objetivos regulatórios passa por uma análise política, com custos de trade-off, que precisa ser decidida pelo Estado-regulador. Portanto, nesse primeiro momento, a regulação econômica da governança ficou restrita às estatais que negociavam os seus papéis no mercado de capitais.

Foi apenas no ano seguinte que o Congresso Nacional, atendendo o comando constitucional do art. 173, §1º, da CR/88¹, aprovou no dia 30 de junho, a Lei 13.303/16, que dispõe sobre o Estatuto Jurídico da Empresa Pública, da Sociedade de Economia Mista e de suas subsidiárias e, que, dentre outras disposições, introduz para as empresas estatais, independentemente da estrutura de capital, a obrigação de observar boas práticas de governança corporativa (BRASIL, 2016).

2 O SISTEMA DE GOVERNANÇA DA LEI 13303/2016 E O IMPACTOS NO DESEMPANHO DAS EMPRESAS ESTATAIS JUNTO AO MERCADO FINANCEIRO E DE CAPITAIS

No que toca às práticas de governança da Lei 13.303/2016 (doravante apenas Lei das Estatais), deve-se esclarecer inicialmente que elas não são dirigidas apenas para as empresas públicas e sociedades de economia mista. Ao reverso, o legislador também demonstrou uma preocupação com os novos arranjos societários que fazem parte da realidade da Administração Pública, como por exemplo as joint ventures e as empresas semi-estatais, em que o Estado figura

¹ Art. 173, da CR/88. Ressalvados os casos previstos nesta Constituição, a exploração direta de atividade econômica pelo Estado só será permitida quando necessária aos imperativos da segurança nacional ou a relevante interesse coletivo, conforme definidos em lei. §1º. A lei estabelecerá o estatuto jurídico da empresa pública, da sociedade de economia mista e de suas subsidiárias que explorem atividade econômica de produção ou comercialização de bens ou de prestação de serviços [...] (BRASIL, 1988).

como acionista minoritário.

Como explica Rafael Wallbach Schwind (2017), essas estruturas societárias em parceria com o setor privado permitem ao Estado realizar alguns dos seus objetivos estratégicos de maneira mais eficiente, pois a Administração Pública acaba trazendo para dentro do negócio um know-how que não lhe pertencia.

Ciente dos novos modelos de negócio e da complexidade das relações comerciais, cujo dinamismo não consegue ser acompanhado *pari passu* pelo Direito Público, o legislador procurou estabelecer para as Estatais um sistema de governança muito próximo ao modelo aplicado para as empresas de mercado, de caráter privado.

De uma leitura atenta do Parecer nº 1.188, de 2015, de autoria do Senador Tasso Jereissati (BRASIL, 2015), Relator do Projeto de Lei do Senado nº 555, de 2015, extrai-se que a estrutura da Lei das Estatais baseou-se no padrão do denominado Novo Mercado da BM&F Bovespa, o que demonstra que a novel legislação está alinhada com os valores básicos e universais da governança corporativa, que segundo o Código de Melhores Práticas de Governança do IBGC é composto pelos seguintes princípios: equidade (fairness); transparência (disclosure); prestação de contas (accountability) e responsabilidade corporativa (compliance) (IBGC, 2015).

Destarte, seguindo a orientação de tais princípios, a Lei das Estatais estabeleceu alguns mecanismos para tentar reduzir a assimetria informacional, diminuir a tensão entre o interesse público (MATTOS FILHO, 2015) e a acumulação capitalista (lucro), e garantir a sustentabilidade empresarial, como por exemplo:

- a) a carta anual de governança, onde devem estar descritas políticas públicas que serão realizadas pela estatal, com definição clara dos recursos a serem empregados para esse fim, bem como os consequentes impactos econômico-financeiros (art. 8º, I);
- b) a elaboração de política de distribuição de dividendos, à luz do interesse público que justificou a criação da empresa estatal (art. 8º, V);
- c) a divulgação, em nota explicativa às demonstrações financeiras, dos dados operacionais e financeiros das atividades relacionadas à consecução dos fins de interesse coletivo ou de segurança nacional (art. 8º, VI);
- d) a elaboração da política de transação com partes relacionadas (art. 8º, VII);
- e) o dever de divulgar informações relevantes que possam impactar no valor das ações da companhia (art. 8º, VI);
- f) a divulgação anual do relatório integrado ou de sustentabilidade (art. 8º, IX);
- g) adoção de regras de estruturas e práticas de gestão de riscos e controle interno para a ação dos administradores e empregados (art. 9º, I);
- h) criação do comitê de auditoria estatutário (art. 9º, III);
- i) elaboração e divulgação do código de conduta e integração (art. 9º, §1º);
- j) a garantia de participação no conselho de administração de representantes dos empregados e dos acionistas minoritários (art. 19) e também de membros independentes (art. 22);

São soluções internas que visam resolver problemas de assimetria de informações e criar

um ambiente mais seguro e mais transparente para os acionistas e investidores, e que na visão de Edson Cordeiro Silva (2016), tem o objetivo maior de criar valor e condições para uma organização mais racional, ética e pluralista.

Com efeito, a finalidade de um sistema de governança corporativa é disciplinar a relação entre os acionistas, administradores, investidores e os stakeholders e, conseqüentemente, maximizar o valor da empresa e garantir a sua perenidade.

No caso do mercado de capitais, a informação tem um papel e valor fundamentais, pois é ela que influencia na tomada de decisões. Orleans Silva Martins e Edilson Paulo (2014, p. 34-45) lembram que, “um mercado com alta assimetria de informação pode ter sérias implicações na negociação dos ativos, principalmente se ele for emergente, como é o caso do mercado brasileiro”.

Isso ocorre porque o administrador financeiro precisa tomar decisões de risco, ou seja, entre as alternativas de investimento disponíveis o administrador, dentro da sua estratégia, precisa fazer uma opção. Se os mercados fossem perfeitos, o processo decisório estaria inclinado a tomar uma decisão racional, ou seja, aquela trouxesse o maior benefício econômico-financeiro para o administrador.

Sucedem que os mercados não são perfeitos e não estão livres de oportunistas. Segundo George Arthur Akerlof (1970), como alguns agentes possuem acesso a melhores informações e as utilizam para maximizar sua própria utilidade, eles acabam causando essa falha de mercado conhecida como assimetria informacional, o que limita a racionalidade dos indivíduos (SIMON, 1980).

No caso das sociedades anônimas de capital aberto, por exemplo, o acesso às informações pode se mostrar bastante custoso, o que permite concluir que nem todos investidores e acionistas estão perfeitamente informados acerca da situação financeira da Companhia. Além disso, para dezenas de acionistas, esse custo de transação também limita o acompanhamento do dia a dia da empresa. Por essas razões, não é de se estranhar que investidores profissionais e qualificados, como fundos de pensão ou de ações, por exemplo, que possuem uma grande estrutura de apoio com contadores, economistas, advogados etc, tenham maior poder de influência sobre as companhias investidas.

Nessa lógica decorrente do problema informacional, a observância dos princípios da prestação de contas e da transparência demonstra em última análise franqueza e lealdade com todos aqueles que estão envolvidos com a empresa (LAURETTI, 2013).

Em verdade, quando se pensa na empresa como um sistema social cooperativa, franquear informações corretas e mais seguras para todos acionistas e investidores, sem distinção, pode contribuir para a sustentabilidade corporativa. Arigor, os investidores estarão inclinados a “cooperar” (leia-se: financiar) com aquelas companhias que recompensam justamente os seus esforços, ou seja, que maximizam os seus ganhos. Por outro lado, os investimentos com resultados desastrosos, decorrentes de falhas de governança empresarial, tendem a impedir novos investimentos.

Assim, quanto maior for nível de transparência melhor tende a ser o desempenho da empresa. Inclusive, há também um efeito rebote para o investidor, pois empresas com elevado nível

de evidência das informações (disclosure) apresentam uma menor volatilidade com relação ao preço das suas ações (MALACRIDA; YAMAMOTO, 2006).

É preciso destacar também, sob outra ótica não menos importante, que os mecanismos de incentivos e controles da governança corporativa podem minimizar os conflitos de agência na companhia (KAVESKI et al., 2015), garantindo um alinhamento dos interesses dos acionistas e dos administradores.

Deveras, o conflito de agência é questão central para a governança corporativa e está representado pela divergência de interesses dos acionistas, considerados para a Teoria da Agência como os principais, e os administradores, que são considerados os agentes responsáveis por tomar a maior parte das decisões da empresa.

Como lembram José Paschoal Rosseti e Adriana Andrade (2014, p. 71), “nas modernas grandes empresas, onde o poder é exercido pela gestão, não pela propriedade, outros interesses se chocam com o da maximização dos lucros”. Por conseguinte, pode haver um desalinhamento de interesses gerando um conflito societário, pois nem sempre a vontade do administrador corresponderá à vontade do acionista.

Em decorrência da separação entre a propriedade e o controle, as empresas estatais também não estão imunes aos problemas de agência. Ao reverso, nestas companhias esses problemas podem ser agravados por conta “loteamento político” dos cargos da alta administração, já que as pessoas escolhidas não raramente possuem interesses privados, às vezes até eleitoreiros, que não estão alinhados com os interesses da empresa e dos acionistas. É o chamado comportamento oportunista dos gestores, que segundo Oliver Eaton Williamson (1975, p. 26) se verifica com a “manipulação estratégica da informação ou falseamento das intenções”.

De acordo com Ejan Mackaay e Stéphane Rousseau (2015, p. 577) “os conflitos de agência impedem a sociedade de alcançar o objetivo de maximização do valor”. Mas por outro lado, a qualidade do regime de proteção dos direitos dos acionistas tem uma influência na vontade dos investidores de adquirir ações por um preço que agrada os interesses dos controladores (MACKAAY; ROUSSEAU, 2015).

Nesse sentido, uma pesquisa realizada em meados do ano 2000 pela consultoria McKinsey & Company (2000) em parceria com o Banco Mundial, também atestou que mais de 80% (oitenta por cento) dos investidores pagariam mais pelas ações de uma empresa com um bom sistema de governança do que para uma empresa pobremente governada, resultado que também foi encontrado na pesquisa desenvolvida por Ricardo Hoffmann, Bortoluzzo e Machado (2011) com foco voltado para o preço da emissão de ações em um IPO (oferta pública inicial).

É certo que para os acionistas, a maior procura e negociação das ações acarretam a maior liquidez dos seus papéis, o que pode ser traduzido como geração de valor (PROCIANOY; VERDI, 2009). Mas além da maior liquidez e valorização das ações, a adoção da governança corporativa também pode impactar de maneira positiva no acesso ao crédito e a financiamentos pelas Companhias.

Nesse prisma, Joaquim Rubens Fontes Filho e Lidice Meireles Picolin (2008) indicam

que a adoção de boas práticas de governança fortalece o mercado de capitais como mecanismo de financiamento às empresas.

Esta conclusão é validada por Jairo Procianoy e Rodrigo Verdi (2009), que dizem que a governança aumenta a confiança e a disposição dos investidores em adquirir ações e pagar um preço melhor por elas, o que acaba refletindo num custo menor de captação.

O trabalho de Ricardo Pereira Câmara Leal (2004) também concluiu que “há evidências de que boas práticas de governança corporativa podem levar a menores custos de capital e maiores avaliações de mercado para as empresas”. O autor afirma ainda que, investidores em países com pouca proteção legal descontam uma parcela do preço de avaliação das empresas para compensar a expropriação.

Em pesquisa sobre os impactos da governança corporativa no financiamento empresarial, Maria Paula Vieira Cicogna, Rudinei Toneto Junior e Maurício Ribeiro do Valle (2007) também verificaram que as melhores práticas de governança influenciaram positivamente o acesso à dívida com o mercado financeiro e contribuíram para o alongamento do prazo do passivo (exigível a longo prazo), diminuindo o total do passivo circulante (dívidas de curto prazo).

Tal panorama sinaliza, portanto, uma alternativa de financiamento para as empresas estatais, cujos financiamentos de longo prazo ainda dependem bastante do apoio subsidiado do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social - BNDES, como pode se verificar no próprio no site do banco, no campo transparência - consulta a operações².

E a referência à alternativa de captação no mercado de capitais não pode ser interpretada apenas como financiamento através da emissão de ações; sim, inclui-se também nesta possibilidade, por exemplo, o lançamento de debêntures e de notas promissórias comerciais.

Por oportuno, traz-se à colação a tabela abaixo com alguns exemplos das operações entre estatais e o BNDES:

Quadro 1 – Empréstimos do BNDES em favor de empresas estatais

Empresa Estatal	Data da Operação e Prazo de Amortização*	Contrato e Valor
SANEPAR S.A.	- Operação: 18.09.2014 - Prazo: 120 meses	- Contrato 14207751 - R\$ 230.011.600,00
FURNAS Centrais Elétricas S.A.	- Operação: 05.05.2014 - Prazo: 192 meses	- Contrato 13213831 - R\$ 441.296.000,00
Eletrobras Termonuclear S.A. - ELETRONUCLEAR	- Operação: 20.04.2017 - Prazo: 225 meses	- Contrato 10220321 - R\$ 6.181.227.520,00
Petroleo Brasileiro S.A. PETROBRAS	- Operação: 19.07.2012 - Prazo: 84 meses	- Contrato 12541040 - R\$ 7.191.258.880,00
CEMIG Distribuição S.A.	- Operação: 28.02.2013 - Prazo: 144 meses	- Contrato 13202661 - R\$ 394.453.200,00

² A consulta acerca das operações do BNDES está disponível em: <https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/transparencia/consulta-operacoes-bndes/consulta-a-operacoes-bndes>.

SABESP S.A.	- Operação: 07.11.2011 - Prazo: 96 meses	- Contrato 9211751 - R\$ 578.277.000,00
-------------	---	--

* Prazo total - Subcrédito mais longo
Fonte: BNDES

É importante destacar ainda que o acesso ao mercado de capitais para empresas estatais também seria uma alternativa para elas contornarem o problema do contingenciamento de crédito. Nesse sentido, vale lembrar que por força da Resolução 2.827 de 30/03/01, do Conselho Monetário Nacional, as Instituições Financeiras estão proibidas de conceder crédito para as empresas estatais acima de 45% do patrimônio de referência destas.

Embora conduza a uma estabilidade fiscal, o contingenciamento de crédito acaba limitando o potencial de investimentos das empresas estatais, o que pode acabar impactando no serviço público ou atividade econômica que vinha sendo desenvolvida por estas empresas. E desse modo, uma solução para esse gargalo no caixa das estatais, seria buscar socorro junto ao mercado de capitais local ou estrangeiro.

Atualmente, segundo uma pesquisa do IBGC (2017), as empresas estatais listadas na BM&FBovespa representavam 17,9% da capitalização total do mercado em 2016, o que demonstra o peso dessas companhias na economia.

Por fim, deve-se registrar que o aquecimento e a expansão do mercado de capitais local acabam influenciando no desenvolvimento do país, uma vez que ele será a porta de entrada para os investidores nacionais e estrangeiros que serão responsáveis por alavancar o surgimento de novos negócios.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

A empresa estatal tem um papel fundamental no desenvolvimento econômico de um país. A história nos revela que por várias vezes ela assumiu a função de unidade básica de produção (ex: países do bloco socialista) e também acabou chamando para si a responsabilidade por grandes projetos de infraestrutura (água, transporte, energia, etc) e pelos empreendimentos que não queriam ser assumidos pelo setor privado por conta dos riscos elevados e da necessidade de grande mobilização de capital.

Por outro lado, em vários países, na ausência das agências reguladoras, as empresas estatais também tiveram um importante papel no controle dos preços. Muitas vezes, ao ingressar num setor com baixa concorrência, a empresa estatal acabava evitando a prática monopolística por empresas privadas, garantindo a eficiência dos mercados.

Essas funções da empresa estatal de certa forma revelam parte do daquilo que a Constituição da República de 1988 chama de interesse público.

No início da década de 90, por conta da influência do pensamento neoliberal, diversas Estatais brasileiras tiveram como fim a privatização. Nos últimos anos, acusações de ineficiência,

corrupção e falta de controle e transparência, trouxeram novamente à tona o debate em torno do papel e a necessidade das empresas estatais.

De certo modo, todos esses problemas estão ligados à ideia de governança corporativa. Na esteira dos movimentos da OCDE, CVM e BM&FBovespa, que pregavam a necessidade da implementação de um sistema de governança corporativa nas estatais, o Congresso Nacional aprovou no dia 30 de junho, a Lei 13.303/16, que dispõe sobre o Estatuto Jurídico das Estatais e que introduz nestas companhias boas práticas de governança.

Dita legislação está alinhada com os valores universais da governança corporativa e traz para dentro das estatais mecanismos para tentar reduzir a assimetria informacional, diminuir a tensão entre o interesse público e a acumulação capitalista (lucro), e garantir a sustentabilidade empresarial.

Entretanto, após se realizar uma revisão de literatura multidisciplinar, concluiu-se, a partir de evidências científicas, que o sistema de governança da Lei 13.303/2016 poderá impactar de forma positiva no desempenho das estatais junto ao mercado financeiro e de capitais.

Os estudos referenciados neste artigo acabam não apenas confirmando as hipóteses levantadas para a pesquisa, como também revelam outros benefícios decorrentes da implantação de um sistema de governança corporativa.

Nesse sentido, alguns trabalhos citados acima apontam que os investidores tendem a pagar mais pelas ações de uma empresa com um bom sistema de governança. Além disso, outras pesquisas também indicam que a governança corporativa, por diminuir a assimetria de informações e facilitar a tomada de decisões, é mecanismo de geração de valor, na medida em que ela acarreta uma maior demanda e negociação das ações da companhia bem governada, o que pode ser traduzido como liquidez dos papéis.

Há ainda trabalhos relevantes citando que as práticas de governança corporativa têm um impacto direto na volatilidade das ações. Nesse norte, companhias com governança mais rígida verificam uma menor oscilação no preço das suas ações.

E por outro lado, outras pesquisas científicas demonstram que a adoção de boas práticas de governança pode facilitar o acesso ao crédito e aos financiamentos no mercado financeiro e de capitais. Este cenário revela que as estatais podem contar com uma alternativa para os seus financiamentos de longo prazo, que hoje são fortemente dependentes do apoio financeiro subsidiado do BNDES, e também com uma alternativa para o contingenciamento de crédito previsto na Resolução 2.827 de 30/03/01, do Conselho Monetário Nacional.

Ainda é cedo para avaliar todos os reflexos causados pelo sistema de governança previsto na recente Lei das Estatais. No entanto, os estudos citados neste artigo evidenciam que, o instrumental de governança da Lei 13.303/2016, se bem aplicado, poderá contribuir substancialmente para o desempenho econômico e financeiro das estatais e, em paralelo, fortalecer a sustentabilidade destas empresas.

REFERÊNCIAS

AKERLOF, George Arthur. The market for “lemons”: quality uncertainty and the market mechanism. **The Quarterly Journal of Economics**, Cambridge, v. 84, n. 3, p. 488-500, Aug. 1970.

BNDES – BANCO NACIONAL DO DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. **Consulta a operações do BNDES**. Disponível em: <<https://bit.ly/3ba5SQp>> Acesso em: 15 dez. 2017

BRASIL. [Constituição (1988)]. **Constituição da República Federativa do Brasil de 1988**. Brasília: Presidência da República, 1988. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm> Acesso em: 11 out. 2017

BRASIL. **Lei nº 13.303, de 30 de junho de 2016**. Dispõe sobre o estatuto jurídico da empresa pública, da sociedade de economia mista e de suas subsidiárias, no âmbito da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios. Brasília: Presidência da República, 2016. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2016/lei/113303.htm> Acesso em: 25 nov. 2017

BRASIL. Senado Federal. **Parecer nº 1.188, de 2015**. De PLENÁRIO, sobre as emendas apresentadas ao Projeto de Lei do Senado (PLS) nº 555, de 2015, da Comissão Mista instituída pelo ATN nº 3, de 2015 - Responsabilidade das Estatais (CN), que dispõe sobre a responsabilidade das sociedades de economia mista e empresas públicas que especifica, no âmbito da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, e sobre seu estatuto jurídico. Brasília: Senado Federal, 2015. Disponível em: <<http://legis.senado.leg.br/sdleg-getter/documento?dm=4159126&disposition=inline>> Acesso em: 6 nov. 2017

CICOGNA, Maria Paula Vieira; TONETO JUINOR, Rudinei; VALLE, Maurício Ribeiro do. O impacto da adesão a padrões mais elevados de governança sobre o financiamento empresarial. **Revista de Administração da USP, São Paulo**, v. 42, n. 1, p. 52-63, jan./mar. 2007.

CVM - COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Programa de aprimoramento da governança corporativa de empresas estatais**. Rio de Janeiro: CVM, 2015. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/menu/acesso_informacao/institucional/apresentacoes/20150402-lancamento-programa-gov-corporativa-bolsa-discursopte.html> Acesso em: 2 nov. 2017

FONTES FILHO, Joaquim Rubens; PICOLIN, Lidice Meireles. Governança corporativa em empresas estatais: avanços, propostas e limitações. **Revista de Administração Pública**, Rio de Janeiro, v. 42, n. 6, p. 1163-1188, nov./dez. 2008. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/rap/v42n6/07.pdf>> Acesso em: 5 out. 2017

HOFFMANN, Ricardo; BORTOLUZZO, Adriana Bruscato; MACHADO Sérgio Jurandyr. **Impacto da estrutura de propriedade e do nível de governança corporativa no ajuste parcial de preços em um IPO**. São Paulo: Insper, 2011. Disponível em: <https://www.insper.edu.br/en/wp-content/uploads/2013/12/2011_wpe238.pdf> Acesso em: 1 nov. 2017

IBGC - INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. 5. ed. São Paulo: IBGC, 2015.

IBGC - INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Governança corporativa em empresas estatais listadas no Brasil**. São Paulo: IBGC, 2017.

IBGC - INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **O que é governança corporativa**. São Paulo: IBGC, [201-]. Disponível em: <<https://www.ibgc.org.br/conhecimento/governanca-corporativa>> Acesso em: 30 out. 2017

KAVESKI, Itzhak David Simão; et al. GOVERNANÇA CORPORATIVA E CAPITAL INTELECTUAL DAS EMPRESAS BRASILEIRAS PERTENCENTES AO ÍNDICE BM&FBOVESPA DE CONSUMO (ICON). **Revista de Gestão e Contabilidade da UFPI**, Vol. 2, No 2 (2015). Disponível em: <<http://www.atena.org.br/revista/ojs-2.2.3-06/index.php/GECONT/article/view/2693>> Acesso em: 15 dez. 2017

LAURETTI, Lélío. **O princípio da transparência no contexto da governança corporativa**. INSTITUTO ETHOS. São Paulo, 2013. Disponível em: <<http://www3.ethos.org.br/cedoc/5790/#.WYjS6VWGOCg>> Acesso em: 8 nov. 2017

LEAL, Ricardo Pereira Câmara. Governance practices and corporate value: a recent literature survey. **Revista de Administração**, São Paulo, v. 39, n. 4, p. 327-337, out./dez. 2004. Disponível em: <<http://www.spell.org.br/documentos/download/16819>> Acesso em: 14 dez. 2017

MACKAAY, Ejan; ROUSSEAU, Stéphane. **Análise econômica do Direito**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2015.

MALACRIDA, Mara Jane Contrera; YAMAMOTO, Marina Mitiyo. Governança corporativa: nível de evidenciação das informações e sua relação com a volatilidade das ações do Ibovespa. **Revista Contabilidade & Finanças**, São Paulo, v.17, número especial, p. 65-79, 2006. Disponível em: <<http://www.revistas.usp.br/rcf/article/view/34196>> Acesso em: 14 dez. 2017

MARTINS, Orleans Silva; PAULO, Edilson. Assimetria de informação na negociação de ações, características econômico-financeiras e governança corporativa no mercado acionário brasileiro. **Revista de Contabilidade e Finanças da USP**, São Paulo, v. 25, n. 64, p. 33-45, jan./abr. 2014. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/rcf/v25n64/v25n64a04.pdf>> Acesso em: 3 nov. 2017

MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. **Direito dos valores mobiliários**. São Paulo: FGV, 2015. v. 1, t. 1.

MCKINSEY & COMPANY. **Investor Opinion Survey on Corporate Governance**. New York, 2000. Disponível em: <<https://bit.ly/2IWgru0>> Acesso em: 15 dez. 2017

PROCIANOY, Jairo Laser; VERDI, Rodrigo S. Adesão aos novos mercados da BOVESPA: novo mercado, nível 1 e nível 2: determinantes e consequências. **Revista Brasileira de Finanças**, [S. l.], v. 7, n. 1, p. 107-136, 2009.

ROSSETI, José Paschoal; ANDRADE, Adriane. **Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2011.

SCHWIND, Rafael Wallbach. A participação de empresas estatais no capital de empresas privadas que não integram a Administração Pública. In: JUSTEN FILHO, Marçal (org.). **Estatuto jurídico das empresas estatais: lei 13.303/2016: “lei das estatais”**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2017.

SILVA, Edson Cordeiro. **Governança corporativa nas empresas**: guia prático de orientação para acionistas, investidores, conselheiros de administração e fiscal, auditores, executivos, gestores, analistas de mercado e pesquisadores. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2016;

SIMON, Herbert Alexander. A racionalidade do processo decisório em empresas. **Edições Multiplic**, Rio de Janeiro, v. 1, n. 1, p. 25-58, 1980.

WILLIAMSON, Oliver Eaton. **Markets and hierarchies**: analysis and antitrust implications. New York: Free Press, 1975.

Como citar: RIBAS, Felipe Santos; BLANCHET, Luiz Alberto. Os impactos da lei 13.303, de 30 de junho de 2016, no desempenho das empresas estatais junto ao mercado financeiro e de capitais: uma análise sob a ótica da governança corporativa. **Scientia Iuris**, Londrina, v. 24, n. 1, p. 10-24, mar. 2020. DOI 10.5433/21788189.2020v24n1p10. ISSN 2178-8189.

Recebido em: 07/03/2018

Aprovado em: 07/03/2020