

**GOVERNANÇA CORPORATIVA E COMPLIANCE: A EXPERIÊNCIA DA ELETROBRÁS À LUZ DA  
LEI DAS EMPRESAS ESTATAIS 13.303/2016**

**CORPORATE GOVERNANCE AND COMPLIANCE: THE EXPERIENCE OF ELETROBRÁS IN THE  
LIGHT OF THE STATE LAW 13.303 / 2016**

**GOBIERNO Y CUMPLIMIENTO CORPORATIVO: LA EXPERIENCIA DE ELETROBRÁS A LA LUZ  
DE LA LEY ESTATAL 13.303 / 2016**

**Diogo Gouvêa**

Ibmec/RJ

Mestre em Administração de Empresas

E-mail: [diogogabriel16@gmail.com](mailto:diogogabriel16@gmail.com)

**Fernando Filardi**

Ibmec/RJ

Pós-Doutor em Administração (USP)

Professor e Pesquisador do Programa de Mestrado em Administração

E-mail: [fernando.filardi@professores.ibmec.edu.br](mailto:fernando.filardi@professores.ibmec.edu.br)

**Rafael Cavalcanti de Jesus**

Ibmec/RJ

Mestre em Administração de Empresas

E-mail: [rafael2cavalcanti@hotmail.com](mailto:rafael2cavalcanti@hotmail.com)

**Francisco Duarte**

Ibmec/RJ

Mestre em Administração de Empresas

E-mail: [mandaprafrancisco@gmail.com](mailto:mandaprafrancisco@gmail.com)

**Gabriel Biscaia**

Ibmec/RJ

Mestre em Administração de Empresas

E-mail: [gabrielbiscaia@hotmail.com](mailto:gabrielbiscaia@hotmail.com)

Artigo recebido em 28/02/2022. Revisado por pares em 30/01/2023. Recomendado para publicação em 10/02/2023, por Ademar Dutra (Editor Científico). Publicado em 05/04/2023 Avaliado pelo Sistema double blind review. ©Copyright 2022 UNISUL-PPGA /Revista Eletrônica de Estratégia & Negócios. Todos os direitos reservados. Permitida citação parcial, desde que identificada a fonte. Proibida a reprodução total. Revisão gramatical, ortográfica e ABNT de responsabilidade dos autores.

### **Resumo**

O objetivo do artigo é investigar as práticas de governança corporativa e *compliance* da Eletrobrás, se apoiando em conceitos da teoria da agência. Para tanto, foi realizada pesquisa qualitativa, utilizando o método Delphi com 13 especialistas que responderam ao questionário que buscou investigar a relação entre a performance da companhia e melhores práticas da governança corporativa decorrentes da aplicação da Lei 13.303/2016. Os resultados mostram que, apesar da tardia implantação da governança, houve aumento da participação de conselheiros independentes na composição do Conselho de Administração, gerando aumento da transparência e profissionalização das decisões e diminuição da concentração de poder.

### **Palavras-Chave**

governança corporativa; *compliance*; teoria das agências; estratégia de empresas.

### **Abstract**

The article objective is to investigate Eletrobrás' corporate governance and compliance practices, based on the agency theory. Therefore, a qualitative research was carried out, using the Delphi method, with 13 experts who answered the questionnaire that sought to investigate the relationship between the company's performance and best corporate governance practices arising from the application of Law 13.303/2016. The results show that, despite the late implementation of governance, there was an increase in the participation of independent directors in the composition of the Board, generating an increase in the transparency and professionalization of decisions and a reduction in the power concentration.

### **Keywords**

corporate governance; compliance; agency theory; business strategy.

### **Resumen**

El propósito del artículo es investigar las prácticas de *compliance* y gobernança corporativa de Eletrobrás, a partir de la teoría de la agencia. Para ello, se realizó una investigación cualitativa, utilizando el método Delphi, con 13 expertos que respondieron el cuestionario que buscaba indagar en la relación entre el desempeño de la empresa y las mejores prácticas de gobierno corporativo derivadas de la aplicación de la Ley 13.303 / 2016. Los resultados muestran que, a pesar de la tardía implementación del gobierno, hubo un incremento en la participación de consejeros independientes en el Directorio, generando un incremento en la transparencia y profesionalización de las decisiones y una reducción en la concentración de poder.

### **Palabras clave**

gobiernança corporativa; *compliance*; teoría de la agencia; estrategia de la empresa

## 1 INTRODUÇÃO

O debate sobre o tamanho do estado brasileiro tem sido constante atualmente, tal como o questionamento sobre qual seria o seu papel na indução do crescimento econômico. O desenvolvimento e estado desenvolvimentista estão estreitamente interligados no processo de produção de novas rotas desenvolvimentistas. Nesse sentido, como preconiza a Constituição Federal (1988), delega-se importante destaque às empresas estatais, que são uma ferramenta do poder do Estado para concretizar suas finalidades econômicas (quando presente o interesse coletivo ou motivo de segurança nacional).

A governança corporativa se tornou uma ferramenta importante para dirimir conflitos corporativos (ARMOUR; HANSMANN; KRAAKMAN, 2009). Mundialmente observa-se uma movimentação no sentido de aplicação desta ferramenta há bem mais tempo do que que é notado no Brasil, notadamente nos EUA que tem como marco histórico a sanção da Lei Sarbanes-Oxley (SOX), em julho de 2002, pelo então presidente dos EUA, George W. Bush, que impõe uma série de regras de governança corporativa em empresas de capital aberto nos Estados Unidos e empresas estrangeiras que pretendem listar seus títulos nas bolsas norte-americanas. Este fato ocorreu durante o início dos anos 2000, onde dezenas de grandes empresas dos EUA faliram ou enfrentaram dificuldades financeiras extremas. Como resultado, investidores perderam bilhões de dólares, empregos desapareceram e milhares de pessoas perderam toda a sua poupança para a aposentadoria. Posteriormente, “reforma corporativa” tornou-se uma palavra de ordem global. (BHAMORNSIRI; GUINN; SCHOREDER, 2009).

No Brasil, a Operação Lava-Jato, deflagrada em março de 2014, quando identificou-se uma série de condutas criminosas nas contratações da Petróleo Brasileiro S.A. (“Petrobrás”), é considerada a maior operação anticorrupção do país (MPF, 2019). Destaca-se que esse caso em particular foi um dos principais motivadores para a edição da Lei no 13.303/2016, denominada “Lei das Empresas Estatais”, que regulamentou diversos pontos jurídicos lacunosos das empresas estatais (empresas públicas e sociedades de economia mista) com foco no combate a corrupção e fraudes por meio de políticas de *compliance* e governança corporativa (PEREIRA; FARIA, 2017).

Considerando, portanto, o contexto supracitado, o presente trabalho procurou investigar as práticas atuais da governança corporativa e *compliance* a partir do estudo de caso das Centrais Elétricas Brasileiras S.A. (“Eletrobrás” ou “Companhia”), maior empresa do

setor elétrico no Brasil. Nossa pesquisa pretende-se endereçar a seguinte pergunta de pesquisa: qual o impacto da implantação da Lei das Empresas Estatais na redução dos conflitos de interesse e no aumento da transparência da Eletrobrás?

Para responder a esta pergunta foram realizadas duas etapas. Inicialmente, dados secundários foram obtidos por meio diversos documentos, enquanto no segundo momento, foram enviados questionários a 13 especialistas de mercado com a finalidade de identificar sua percepção sobre o tema com base no método Delphi. Nossa escolha pelo tema se justifica uma vez que o estudo da governança corporativa teve sua origem no setor privado, sendo ainda recente a sua abordagem no setor público. Além disso, trata-se de um marco legal recente, sendo que a avaliação de seu impacto a partir de opiniões de executivos da empresa se configura na principal contribuição teórica desta pesquisa.

O presente trabalho está organizado da seguinte forma: no capítulo 2 será apresentado o referencial teórico, onde está organizada a literatura que trata dos temas governança, *compliance* e lei das empresas estatais. A metodologia adotada, a apresentação do estudo de caso e a Lei 13.3030/2016 são apresentadas no capítulo 3, e no capítulo 4 são apresentados os principais resultados da pesquisa. No capítulo 5 apresenta-se a referência bibliográfica do trabalho.

## **2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA**

### **2.1 GOVERNANÇA CORPORATIVA**

A governança corporativa, cuja terminologia tem origem na palavra grega “kyberman”, que significa dirigir, guiar ou governar (TAPANJEH, 2009), também pode ser definida como diretrizes, parâmetros e procedimentos que orientam as relações entre os gestores e os acionistas (ASSAF NETO, 2015). As características da governança corporativa, embora desempenhem papéis diferentes para garantir o sucesso das empresas, são em última análise, o único papel responsável que afeta a economia dos negócios (BERGHE, 2001). A governança corporativa descreve toda a influências que afetam os processos institucionais, incluindo as de nomeação de controladores e / ou reguladores, envolvendo a organização da produção e venda de bens e serviços (TURNBULL, 1997). Desta forma, a governança

corporativa inclui todos os tipos de firmas, incorporadas ou não pela lei civil, como por exemplo as sociedades, parcerias, joint ventures e até igrejas (FAMA; JENSEN, 1983).

Os instrumentos e práticas induzidos pela governança das organizações têm como objetivo proporcionar maior transparência, isonomia e redução da percepção do risco empresarial pelos acionistas e investidores, independentemente do tamanho ou área de atuação da empresa. A governança corporativa é o mecanismo pelo qual os problemas de agência dos acionistas da corporação, incluindo os acionistas, credores, administradores, funcionários, consumidores e o público em geral, são enquadrados e buscados para serem resolvidos (TAPANJEH, 2009).

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) conceitua o termo como “um sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo o relacionamento entre conselho, equipe executiva e demais órgãos de controle” (INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA, 2018). O IBGC lidera os estudos do tema no Brasil, além de elaborar um guia com os principais conceitos e atores da governança corporativa, dentre os quais se destacam o conselho de administração, auditorias independentes e o conselho fiscal, ambos instrumentos fundamentais para o exercício preciso do controle e isonomia entre os acionistas. Segundo o IBGC, a boa governança assegura aos sócios: equidade, transparência, responsabilidade pelos resultados e obediência às leis do país.

## 2.2 TEORIA DA AGÊNCIA

Com sua evolução nos anos 1960 e 1970, onde suas origens podem ser encontradas em trabalhos sobre análise de risco econômico, até se estabelecer na Teoria da Firma por Jensen e Meckling, em 1976 (FAYESI; O’LOUGHLIN; ZUTSHI, 2012). Ainda segundo o autor, a teoria é aplicada na Economia, Política, Sociologia e até gerenciamento do relacionamento de simples contratos. Além das variantes acima, a Teoria da Agência pode ser utilizada para explicar aspectos do relacionamento direto entre franqueador-franqueado, assim como fabricante-fornecedor (DOBERTHY; QUINN, 1999).

Segundo Jensen e Meckling (1976), a organização pode ser entendida como uma rede de contratos, quer sejam eles explícitos, quer implícitos, os quais estabelecem as funções e definem os direitos e os deveres de todos os seus stakeholders. Dessas relações, surgem as

figuras do Principal e do Agente. De acordo com Romano (2013), os Principais são os portadores de risco ou proprietários que contratam um (ou mais) Agentes para executar serviços em seu nome os delegando, assim, alguma autoridade de decisão.

As alavancas de estratégia corporativa do principal e agente, no entanto, podem ser motivadas por uma série de objetivos estratégicos além da aquisição de conhecimento, como consolidação de mercado, custos de transação, opções reais, preempção de concorrentes, economia de custos ou entrada no mercado externo para nomear alguns (MCGAHAN; VILLALONGA, 2005)

### 2.3 COMPLIANCE E A LEI DAS EMPRESAS ESTATAIS

*Compliance* vem do verbo em inglês “*to comply*”, que significa “cumprir”, “executar”, “satisfazer”, “realizar o que lhe foi imposto”, ou seja, estar em conformidade, é o dever de cumprir e fazer cumprir regulamentos internos e externos impostos às atividades da instituição (BLOK, 2017).

De acordo com Chan (2004), *compliance* é o ato de implementar e fazer cumprir acordos, uma relação entre comportamento e regras acordadas e que geralmente é considerado como um conceito jurídico, porém ganhou uma moeda crescente na ciência política.

Uma definição de trabalho da cultura de *compliance* seria a atitude qual a equipe (e a organização como todo) levam para o cumprimento e, sendo a cultura boa, todos cumprirão as regras quase automaticamente, ou seja, a maneira aceita de fazendo as coisas na organização estará em de acordo com os regulamentos, porém, sendo ruim, o responsável pelo *compliance* terá uma constante luta para identificar e impedir violações às regras (MILROY, 1994).

Segundo Salvioni, Gennari e Bosetti (2017), o *compliance* corporativo bem-sucedido a longo prazo deve basear-se em uma cultura real de conformidade vinculada a valores éticos fundamentais. Ainda de acordo com as autoras, uma cultura eficaz de *compliance* exige que todos os membros da empresa respeitem os valores éticos fundamentais. Sendo assim, é necessário ir além do conceito tradicional de *compliance* e incluir uma dimensão ética em cada nível individual que pode se sobrepôr à ética corporativa (MURPHY, 2004).

Para fins de cumprir o objetivo do estudo, que é o de avaliar o impacto da implantação da Lei das Empresas Estatais na redução dos conflitos de interesse e no aumento da transparência da Eletrobrás, destacamos trechos importantes da Seção VII, Art. 24, do Comitê de Auditoria Estatutário relacionado com a Eletrobrás, além das seções II – Acionista Controlador e seus Art. 14 e 15 e V - Do Membro independente do Conselho de Administração e seu Art. 22, que fazem parte do objeto de estudo desta pesquisa. Os trechos descritos no Quadro 1 tem seu foco em uma gestão transparente com auditoria apta a registrar por meio de relatório anual as devidas recomendações com informações de resultados, conclusões relacionando-as com as demonstrações financeiras.

Quadro 1 – Trechos da Lei 13.303/2016 - Seções II, V e VII

<b>Seção II - Do Acionista Controlador</b>	
Art. 14. O acionista controlador da empresa pública e da sociedade de economia mista deverá:	
<b>Item</b>	<b>Descrição</b>
<b>I</b>	fazer constar do Código de Conduta e Integridade, aplicável à alta administração, a vedação à divulgação, sem autorização do órgão competente da empresa pública ou da sociedade de economia mista, de informação que possa causar impacto na cotação dos títulos da empresa pública ou da sociedade de economia mista e em suas relações com o mercado ou com consumidores e fornecedores;
<b>II</b>	preservar a independência do Conselho de Administração no exercício de suas funções;
<b>III</b>	observar a política de indicação na escolha dos administradores e membros do Conselho Fiscal.
Art. 15. O acionista controlador da empresa pública e da sociedade de economia mista responderá pelos atos praticados com abuso de poder, nos termos da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 :	
<b>Item</b>	<b>Descrição</b>
<b>I</b>	A ação de reparação poderá ser proposta pela sociedade, nos termos do art. 246 da Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976, pelo terceiro prejudicado ou pelos demais sócios, independentemente de autorização da assembleia-geral de acionistas.
<b>II</b>	preservar a independência do Conselho de Administração no exercício de suas funções;
<b>Seção V - Do Membro Independente do Conselho de Administração</b>	
Art. 22. O Conselho de Administração deve ser composto, no mínimo, por 25% (vinte e cinco por cento) de membros independentes ou por pelo menos 1 (um), caso haja decisão pelo exercício da faculdade do voto múltiplo pelos acionistas minoritários, nos termos do art. 141 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 .	

Seção VII - Do Comitê de Auditoria Estatutário	
Art. 24. A empresa pública e a sociedade de economia mista deverão possuir em sua estrutura societária Comitê de Auditoria Estatutário como órgão auxiliar do Conselho de Administração, ao qual se reportará diretamente.	
1º Competirá ao Comitê de Auditoria Estatutário, sem prejuízo de outras competências previstas no estatuto da empresa pública ou da sociedade de economia mista:	
Item	Descrição
I	Opinar sobre a contratação e destituição de auditor independente;
VIII	<i>Avaliar a razoabilidade dos parâmetros em que se fundamentam os cálculos atuariais, bem como o resultado atuarial dos planos de benefícios mantidos pelo fundo de pensão, quando a empresa pública ou a sociedade de economia mista for patrocinadora de entidade fechada de previdência complementar.</i>
Art. 25. O Comitê de Auditoria Estatutário será integrado por, no mínimo, 3 (três) e, no máximo, 5 (cinco) membros, em sua maioria independentes.	
2º Ao menos 1 (um) dos membros do Comitê de Auditoria Estatutário deve ter reconhecida experiência em assuntos de contabilidade societária.	
3º O atendimento às previsões deste artigo deve ser comprovado por meio de documentação mantida na sede da empresa pública ou sociedade de economia mista pelo prazo mínimo de 5 (cinco) anos, contado a partir do último dia de mandato do membro do Comitê de Auditoria Estatutário.	

Fonte: Site Planalto.gov ([http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03)), 2016.

### 3 METODOLOGIA

#### 3.1 PERCURSO METODOLÓGICO

A pesquisa realizada pode ser considerada exploratória, de caráter qualitativo, pois se baseia em métodos de coleta de dados sem medição numérica, como as descrições e observações e que busca o aprimoramento de ideias sobre um tema. Segundo Knechtel (2014), a abordagem qualitativa é uma modalidade de pesquisa voltada para o entendimento de fenômenos humanos e cujo objetivo é obter uma visão detalhada destes, analisando a forma como os respondentes os configuram e os apreendem.

Para Gil (2002, p. 45), “a principal vantagem da pesquisa bibliográfica reside no fato de permitir ao investigador a cobertura de uma gama de fenômenos muito mais ampla do que aquela que poderia pesquisar diretamente”, onde a exploração corrobora como meio para o alcance do objetivo geral da pesquisa. O levantamento e revisão bibliográfica do estudo foi

realizado com o propósito de distinguir e identificar contribuições relevantes ao tema estudado, incluindo pesquisa referente ao tema corrupção e Lei das Empresas Estatais no Google Scholar, EBSCO e SPELL.

Foi realizada pesquisa documental nos arquivos do site de Relação com Investidores da Eletrobrás, resoluções, instruções normativas, portarias e regimento interno para apresentar o modelo de governança corporativa da entidade antes e após o advento da Lei das Empresas Estatais. Além disso, também foram utilizados relatórios externos emitidos por organizações independentes, como JML e Revista Direito do Estado, que tratam deste tema, além de outras publicações realizadas.

Os documentos utilizados nesta pesquisa consistiram em Atas de Assembleias Gerais, Sumários de Decisões, Comunicados e Fatos Relevantes divulgados ao Mercado, Regimentos Internos e Políticas, numa tentativa inclusive de associar a performance empresarial da Companhia com o aumento da Governança Corporativa e Compliance decorrentes da aplicação da Lei 13.303 e Decreto 8.945.

### 3.2 INSTRUMENTO DE COLETA DE DADOS

Isto posto, foi elaborado um questionário com base na revisão da literatura e nas informações levantadas sobre o caso de redistribuição das concessões da Eletrobrás em 2012, conforme descrito no item 3.3 para levantar informações que respondessem à pergunta de pesquisa através do método Delphi. Essa técnica foi definida por Wright e Giovinazzo (2000) como sendo um método para a investigação em situações de carência de dados históricos ou nas quais pretende-se estimular a criação de novas ideias. De acordo com Dalkey e Helmer (1963), o método Delphi enfatiza a comunicação anônima estruturada entre indivíduos que possuem experiência sobre um determinado tópico com o objetivo de chegar a um consenso.

O questionário foi composto por doze questões, que buscavam investigar se há associação entre a performance empresarial da companhia com o aumento da Governança Corporativa e *Compliance* decorrentes da aplicação da Lei 13.303 e Decreto 8.945, abordando pontos críticos da Lei, como cuidados sobre a divulgação de informações através de nota oficial ao mercado (Art. 14, inciso I), possíveis atos de abuso de poder pelo acionista controlador da companhia (Art. 15), 25% de membros independentes (Art. 24), equilíbrio e

implantação do comitê de auditoria estatutário e seus conhecimentos em contabilidade societária (Art. 25 e 24).

Desta forma, foram selecionados profissionais com experiência direta com a companhia em alguma de suas esferas, técnica, comercial, financeira, para que pudessem fornecer respostas às questões que são objetivo do estudo. Foram definidos os seguintes critérios de seleção dos participantes: (1) notório saber; (2) atuação na avaliação financeira da companhia; (3) tempo mínimo de 5 anos de experiência em operações societárias, assembleia de acionistas e mercado de capitais brasileiro; e (4) experiência como conselheiro em empresas do setor.

A pesquisa envolveu treze (13) participantes conforme Quadro 2, o que se enquadra no padrão mínimo de dez (10) participantes como um número ótimo para se manter a relevância das informações obtidas, apesar de ser variado o número de especialistas ideal encontrado na literatura (POWELL, 2003). O Delphi é “particularmente útil em situações em que opiniões individuais devem ser combinadas, de modo a resolver desacordos ou melhorar estados da arte incompletos.” (POWELL, 2003, p. 376).

Quadro 2 - Tabela de especialistas que responderam ao questionário

<b>Espec.</b>	<b>Atividade Atual</b>	<b>Experiência</b>
1	Analista de Mercado Financeiro de grande banco de investimentos	Mais de 5 anos
2	Analista de Mercado Financeiro, especialista em mercado acionário	Mais de 5 anos
3	Analista Buy Side de grande banco privado brasileiro	Mais de 5 anos
4	Analista de Mercado Financeiro, responsável por avaliações de empresas e	Mais de 5 anos
5	Empresário Consultor e conselheiro de administração de empresas	Mais de 7 anos
6	Analista de Mercado Financeiro, especialista em mercado acionário	Mais de 40
7	Analista de mercado financeiro, especialista em investimentos e relatório de	Mais de 5 anos
8	Analista de Ações de banco de investimentos	Mais de 13
9	Advogado Especialista em Direito Societário e tributário, LLM em Direito e	Mais de 5 anos
10	Analista de Sell Side em empresa especializada em fundos de investimento	Mais de 5 anos
11	Gerente de Gestão Comercial e Produtos	Mais de 5 anos
12	Gerente de Relacionamento de grande banco privado brasileiro	Mais de 8 Anos
13	Analista de Investimentos de grande banco de investimentos	Mais de 5 anos

Fonte: Desenvolvido pelos autores, 2021.

As informações obtidas através das respostas ao questionário desenvolvido para aplicação do método Delphi, que corroboraram para as conclusões dessa pesquisa, foram analisadas segundo a metodologia de análise de conteúdo, que, segundo Bardin (2016, p. 51-

52), “leva em consideração as significações e procura conhecer aquilo que está por trás das palavras sobre as quais se debruça.”

### 3.3 A EMPRESA E O ESTUDO DE CASO

De acordo com o portal Eletrobras.com (2017), a Eletrobrás é uma companhia de capital aberto, com sede em Brasília, fundada em 1962, sendo uma sociedade de economia mista controlada pela União Federal. Seu objeto social é realizar estudos, projetos, construção e operação de usinas geradoras, de linhas de transmissão e distribuição de energia elétrica, bem como a celebração de atos de comércio decorrentes dessas atividades.

Quando a consecução do interesse social implicar para o acionista a renúncia ou o sacrifício do seu próprio interesse, especialmente qualificado pela contraposição ao bem maior buscado pela companhia, haverá uma situação de conflito, impondo que o acionista seja previamente afastado da deliberação correspondente. Essa é a regra geral para aferição do conflito de interesses. Para Sociedades de Economia Mista, com ações listadas em Bolsa de Valores, como a Eletrobrás, a CVM está atenta às ações e decisões do Controlador (Estado, União Federal) na Companhia de modo a preservar os interesses de acionistas minoritários. No caso deste trabalho será utilizado como referência para avaliação do conflito de interesses a ação da CVM no caso da Eletrobrás em relação à decisão de Renovação das Concessões no ano de 2012.

### 3.4 IMPACTO ECONÔMICO-FINANCEIRO DA DECISÃO

Segundo portal de Relações com Investidores da Eletrobrás (2012), o critério de indenização que entrou em vigor em 2012 acabou imputando perdas relevantes ao Sistema Eletrobrás, sendo que, avaliações feitas à época, dão conta que no resultado naquele ano foi de cerca de R\$ 3 bilhões contabilizados como perdas decorrentes desta avaliação feita com base no chamado VNR. Ainda de acordo com o portal, o fato de que, em função da opção por aceitar a chamada “Renovação das Concessões” decorrentes da MP579 (Medida Provisória 579/2012 posteriormente convertida em Lei 12.783/2013, regulamentou a metodologia para o cálculo das indenizações, algo que não havia sido definido pelas leis anteriores), a Eletrobrás

naquela ocasião ainda foi impactada com a perda de cerca de R\$ 8 bilhões de Reais/ano de Receita nos segmentos de Geração e Transmissão.

É importante destacar que como o Brasil desde 2010 adota como sistema contábil, o *International Financial Reporting Standards* (IFRS), o mesmo adotado na maior parte da Europa. Nele existe previsão de que se há uma expectativa clara e quantificável de perda, esta deve ser refletida nas demonstrações financeiras, através dos chamados Testes de *Impairment*, que nada mais são, do que a captura da expectativa de perdas futuras nos Ativos refletidas a valor presente, segundo o portal *Relações com Investidores* (2012).

Ainda de acordo com o portal de *Relações com Investidores* (2012), o resultado da Eletrobrás foi de R\$ 3,7 bilhões de Lucro em 2011 para R\$ 6,9 bilhões de Prejuízo em 2012, basicamente devidos aos efeitos devastadores da MP579. Todas as grandes subsidiárias da Eletrobrás deram prejuízo naquele ano. O Patrimônio Líquido da Eletrobrás foi de R\$ 77,2 bilhões em 2011 para R\$ 67,3 bilhões em 2012. Isto é, todos os indicadores levaram a acreditar que a decisão tomada pela Renovação das Concessões acarretou prejuízos devastadores a Eletrobrás.

#### **4 APRESENTAÇÃO DOS RESULTADOS**

A análise dos resultados foi desenvolvida seguindo a sequência de temas utilizada no questionário e, portanto, a apresentação foi organizada em quatro blocos. O primeiro corresponde ao contexto do vazamento de informações sem comunicado prévio aos participantes e buscou explorar como estes veem a divulgação da informação através de comunicado ao mercado. O segundo bloco corresponde à análise da minimização dos conflitos de interesse e abuso de poder de controle. O terceiro foi destinado à análise do aumento da transparência, e, por fim, o quarto bloco busca compreender como estes aspectos têm relevância para os acionistas.

Destes quatro tópicos, foram levantadas as seguintes percepções dos especialistas (E):

##### **4.1 VAZAMENTO DE INFORMAÇÕES SEM COMUNICADO PRÉVIO À CIA**

Vazamento de informações, dependendo do seu escopo, pode ser considerada como substituir as divulgações corporativas (vazamento completo) ou exagerar adversamente

reações à não divulgação (vazamento parcial) (DYE, 1998). É percebido que o acionista controlador da companhia tem buscado não divulgar informações sem comunicar previamente a companhia, sejam estes vazamentos parciais ou completos, para que divulgue a informação através de comunicado ao mercado (Art. 14, Lei 13.303/2016, inciso I). A opinião majoritária dos respondentes confirma o fato, como exemplo abaixo:

*“Por exemplo, as discussões sobre a privatização têm tido pouca informação vazada a mercado, mas o que foi divulgado foi alinhado com comunicado da empresa (E12)”.*

Outro comentário relevante do tema ressaltou a importância da área de *compliance* na relação de controlador e empresa:

*“Sim, ficou claro um melhor alinhamento entre acionista controlador e a Eletrobrás nos últimos 3 anos. Isso foi feito através de um reforço da área de compliance. (E7)”.*

Foi citado ainda como uma solução viável que:

*“Essa conduta possui o contexto de precaver a difusão de informações ainda não submetidas ao órgão competente, de informação que possa gerar dano de reputação à companhia. Para tanto, far-se-á necessário que haja previsão expressa no código de conduta da companhia cuja observância abranja, inclusive, a alta administração, da proibição da difusão de tais informações sem antes ser apresentada ao órgão competente”. (E9)*

Dye (1998) ainda afirma que investidores sofisticados podem descobrir se o administrador retém informações. O autor resalta que a maior probabilidade de conhecimento dos investidores aumenta a divulgação voluntária por parte da empresa. Tal fato ocorreu conforme mencionado pelos respondentes no que tange a informações sobre uma provável privatização da empresa:

*“Em geral, tem funcionado bem. Mas já aconteceu desencontro de informações no tocante a eventual privatização entre a empresa e governo federal.” (E13)*

*“Em alguns casos houve manifestações do governo relativas à Eletrobrás que só foram comentadas posteriormente pela empresa. Mas nada muito relevante.” (E2)*

Silva (2012) afirma que o vazamento de informações só ocorrerá se dois elementos estiverem presentes; o primeiro deles é o acesso à informação, pois um vazamento de informação intencional ou não só poderá ocorrer, se a pessoa que empreendeu essa ação tivesse acesso a ela. Os respondentes, portanto, acreditam que este item, um dos mais importantes para garantir de confiança da empresa perante seus acionistas e demais *stakeholders*, está bem conduzido e com grande mérito para área de *compliance*, que não deixou que tais informações vazassem, o que seria um impacto negativo substancial para a confiança da organização.

#### 4.2 MINIMIZAÇÃO DOS CONFLITOS DE INTERESSE E ABUSO DE PODER DE CONTROLE

Segundo Kraakman *et al.* (2009), existem três tipos de conflitos de interesse, sendo o primeiro aqueles entre os acionistas da empresa (diretores) e os membros contratados da gestão (agentes). Segundo tipo entre acionistas majoritários (agentes) e acionistas minoritários (diretores). O terceiro envolve os conflitos de interesses entre acionistas como uma classe (agentes) e outras partes com as quais a empresa contrata (diretores).

De modo geral, no que tange ao impacto da lei sobre a contribuição na minimização de conflito de interesses, os resultados obtidos com os questionários certificaram de modo majoritário que o acionista controlador não atuou em atos de abusos de poder de controle (art. 15, da referida lei analisada) e que pode ser visto no comentário a seguir:

*“as decisões tomadas nos últimos 3 anos têm sido corretamente aprovadas em assembleia geral de acionistas”. (E4)*

Vredenburg e Brender (1998), destacaram atributos individuais que delineiam os motivos que os detentores das forças nas organizações abusem de poder. Ainda de acordo com os autores, a decisão de abusar do poder leva à promulgação de estratégias de poder, e elas geram resultados pretendidos e não intencionais. Houve também uma menção ao presidente recente da Cia (aqui denominado X), que teria sido determinante na questão de conflito de interesses:

*“Vendo de fora pelo mercado não é percebido o abuso de poder. Desde a gestão do presidente X é possível perceber maior autonomia e independência da empresa”.*

*(E12)*

Inobstante o supramencionado, também houve manifestação contrária ao entendimento majoritário, notadamente acerca do exercício do poder de controle do acionista controlador, exarada pelo E5, que assim declinou:

*“Sim, atrapalhando a reestruturação da empresa. Como exemplo TCU mudando valuation de SPEs colocadas à venda. Interferência da gestão de subsidiárias como Furnas e Chesf (que nem sempre seguem recomendações da Holding)”. (E5)*

Noutro vértice, houve consenso de que as escolhas de 25% dos membros independentes de acordo com as exigências do art.22 da lei 13.303/2016, como em:

*“(...) têm sido baseadas na competência técnica dos conselheiros e não em indicações tão somente políticas, assim como vimos nos anos anteriores”. (E7)*

Sobre atender ao art. 24 da Lei 13.303/2016, que exige a criação de um comitê estatutário, houve consenso entre os participantes:

*“...através do Comitê de Auditoria e Riscos Estatutário (CAE) que apoia o Conselho de Administração da empresa no âmbito da holding e das controladas” (E7)*

*“a empresa atinge o quesito, onde são reconhecidos três nomes como independentes”. (E8)*

Todas as etapas do questionário que tange a respeito de abuso de poder foram majoritariamente negadas pelos respondentes, o que trouxe a visão da empresa, seja em seus membros independentes, ação do alto escalão e comitê estatutário em conformidade com os trechos da lei 13.303/2016. Sendo assim, de acordo com os respondentes, nenhum dos três tipos de conflitos de interesse de Kraakman *et al.* (2009) foram identificados na gestão da Eletrobrás.

#### 4.3 AUMENTO DA TRANSPARÊNCIA

Uma das questões se propôs a indagar sobre se os membros do conselho de administração estariam atendendo às especificações do cargo que exercem. De um modo amplo, as respostas indicaram que os referidos membros atuam de forma independente. Porém, pôde-se perceber (com base na resposta do E5) que há preocupação com a diversificação do perfil técnico dos conselheiros, acrescentando, nesse caso que:

*“Poderia ter mais membros de mercado”. (E5)*

Há, dentre os respondentes, uma constante preocupação com a efetividade no contexto de eficiência do comitê de auditoria. De modo unânime, dentre os que souberam discorrer sobre o assunto, entendeu-se que os procedimentos previstos no art. 24 da lei 13.303/2016 estão sendo atendidos e, nesse passo, agregando valor à gestão, sob o contexto da transparência.

Segundo Ahrens e Chapman (2004), a transparência interna fornece visibilidade dos processos internos para membros da organização sendo importante para o desempenho do processo e melhorias de eficiência. Nessa perspectiva, em relação ao comitê de auditoria, percebe-se seu devido papel que garante a transparência interna da Eletrobrás.

*“Um dos principais exemplos são os relatórios periódicos como Relatórios Anuais e Formulários de Referência contendo detalhes e informações sobre as contas financeiras, contábeis, fiscais, etc. da companhia”. (E4)*

*“O programa de trabalho do comitê de auditoria é apresentado no início de cada ciclo e acompanhado pelo conselho e não conheço nenhum tipo de atraso ou não cumprimento das metas. É um processo dinâmico dentro de uma agenda de governança negociada com o controlador e a alta gestão da empresa.” (E6)*

Já o nível de eficiência e autonomia na utilização de especialistas externos independentes, em que esse comitê recebe denúncias internas e externas é satisfatório, e considerado eficiente ou muito eficiente em sua maioria. Esses canais prezam por manter o

sigilo dos denunciadores, sendo importante a mensuração dessa ferramenta pelos resultados apresentados pela empresa dentro desse contexto.

De acordo com Holzner e Holzner (2006), o acesso à informação criou uma sociedade democrática com cidadãos participativos e trouxe para as organizações a necessidade do estabelecimento de mecanismos nos seus processos de negócio que demonstra transparência. Os especialistas em sua maioria entenderam que a empresa buscou demonstrar transparência, seja por meio de seus membros do conselho ou comitê de auditoria.

#### 4.4 RELEVÂNCIA PARA OS ACIONISTAS

O comitê de auditoria estatutário está integrado com o mínimo de 3 membros independentes, conforme exigência do art. 25 da lei 13.303/2016 (questão 5 para os respondentes E2, E6 e E8). É apontado que tais membros do comitê estatutário têm reconhecida experiência em assuntos de contabilidade societária (questão 6 para os respondentes E2, E7 e E8).

Em relação a vedação à divulgação de informação (art. 14, item I da referida lei) que possa causar impacto na cotação dos títulos da empresa pública ou da sociedade de economia mista e em suas relações com o mercado ou com consumidores e fornecedores foi identificado como muito claro, sendo a Eletrobrás:

*“(...) listada em Bolsa, inclusive na SEC e tem critérios rígidos aderentes inclusive à legislação específica americana”. (E6)*

Segundo Boulton, Libert e Samek (2001), as organizações estão criando valor de um modo totalmente novo, utilizando combinações de ativos intangíveis e tangíveis. A Eletrobrás, segundo os especialistas, demonstrou preocupação com o valor de mercado e suas cotações, mantendo a relevância para os acionistas.

*“Há extrema primazia da alta administração da companhia em relação ao sigilo e divulgação de informação não pública. Para isso contribui tanto a integridade e ética dos executivos quanto às mudanças na governança da empresa implementadas ao longo dos últimos 3 anos”. (E7)*

Os autores listaram as 12 perguntas realizadas e a concentração das respostas dos especialistas entre Sim, Não e Não Sabe dizer. Percebeu-se que de todos os questionamentos, somente o item 11, que concerne a respeito do conselho estatutário e seu nível de eficiência ao receber denúncias internas e externas, teve índice de “Não sabe dizer” maior que 50%, em razão dos especialistas não conhecerem os participantes, e não por demonstração de descumprimento da Eletrobrás. Percebeu-se, portanto, uma visão positiva dos quatro itens avaliados pelos especialistas e o cumprimento da empresa quanto a lei 13.303/2016.

## **5 CONCLUSÕES**

A pesquisa realizada através do método Delphi sobre as implicações da implantação da lei 13.303/2016 a respeito das questões de conflito de interesses, revelou que, além de minimizá-las, impactou positivamente no aumento da transparência da Eletrobrás. Esse consenso vai de encontro com a Ata da Assembleia Geral Ordinária da Eletrobrás, realizada em 29 de abril de 2019, o crescimento da participação do número de conselheiros independentes na composição do Conselho de Administração da Eletrobrás (54,5%), inclusive praticando-se percentuais bem superiores aos exigidos pela Lei 13.303/2016, que é de 25%.

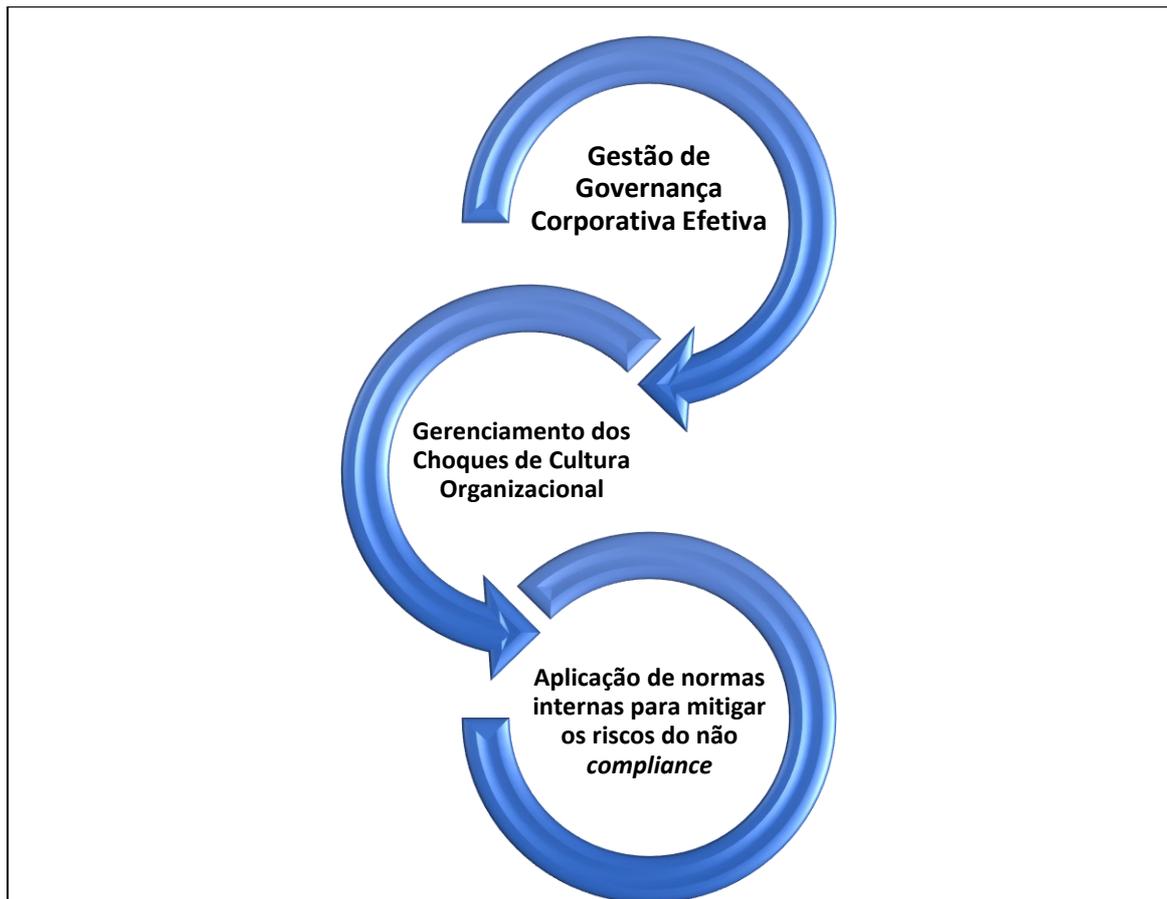
Foi possível observar também que a composição do Conselho de Administração após a edição da Lei. 13.303 e levando para isso, a consideração de duas visões: a da própria empresa e de relatórios emitidos por instituições independentes. A presença de membros independentes contribui de forma significativa para o aumento da transparência das decisões, da diminuição da concentração do poder de decisão de órgãos importantes como o Conselho de administração e do aumento da profissionalização deste órgão (GOMES; SOUSA; MARTINS, 2006).

Outras empresas, dentre elas o INFRAERO e BNDES (PINHO, 2017) também aderiram à lei 13.303/2016, a primeira pelo regulamento de licitações e contratos e a segunda pela utilização do instrumento da pré-qualificação para a contratação de bens e serviços, ainda que pelo instrumento do pregão eletrônico.

O artigo deixa como um indicativo para empresas na implantação de processos não só como para leis como a 13.303/2016, a aplicação dos três passos a seguir: (1) gestão de

governança corporativa e *compliance* efetiva, (2) gerenciamento dos choques de cultura organizacional e (3) aplicação de normas internas para mitigar os riscos do não *compliance*. Os achados podem ser expressos através da figura 1:

Figura 1 – Três passos para uma sustentabilidade de resultados de governança corporativa e *compliance*



Fonte: Desenvolvido pelos autores, 2021.

Os pontos expressos na figura 1 precisam não só estarem conectados como revistos periodicamente pela empresa, através das áreas responsáveis pela governança corporativa e *compliance* da organização, como também pelos níveis delegantes, seja corpo diretivo ou conselho administrativo. Estes necessitam ter o protagonismo no processo, vista toda complexidade em especial no item 2, condizente com o choque de cultura organizacional, bem presente em empresas de perfil semelhante à Eletrobrás.

Como pontos a melhorar, os resultados da pesquisa revelam a necessidade de minimizar o desencontro de informações da empresa com o governo federal. Embora também apontada pelos participantes da pesquisa como algo em evolução, para os quais deve sempre

estar no radar de uma empresa de capital majoritariamente público, como é o caso da Eletrobrás. O cuidado dos membros do governo ao abordar temas da empresa e o pleno conhecimento destes a respeito da lei são itens relevantes.

Outro ponto de atenção para os gestores da companhia é relacionado ao abuso de poder, que embora 12 dos respondentes tenham apontado pontos positivos, um destes citou o exemplo do TCU mudar o *valuation* das Participações em Sociedades de Propósito Específico (SPEs) colocadas à venda e a interferência na gestão de subsidiárias (Furnas e Cesf) que não seguem recomendações da Eletrobrás. Tal item deve ser acompanhado com prioridade, pois indicações de abuso de autoridade podem diminuir consideravelmente o valor de mercado de uma empresa, tal como sua integridade no mercado.

Diante da possibilidade de privatização da Eletrobrás ocorrer nos próximos anos, os quatro aspectos abordados na pesquisa, ou seja, vazamento de informações, relevância para o acionista, minimização de conflito de interesse e aumento da transparência se tornam itens primordiais para que o processo de privatização ocorra da melhor forma possível. Ou seja, a aplicação dos três passos ilustrados na figura 1 proposto pelos autores tornam-se relevantes e necessários, necessitando de revisão com frequência.

Dentre os muitos conceitos enunciados, governança corporativa tem dentre seus objetivos dar maior visibilidade e transparência às decisões empresariais e aumentar o valor da empresa e o retorno do acionista (LAZONICK; O'SULLIVAN, 2000).

Por fim, considera-se que, apesar das indicações para composição de conselho de administração e fiscal possuírem parâmetro técnico, há indicações políticas que, por si só, promoverão a alternância desses membros. Haja vista as mudanças que ocorrem natural e democraticamente na gestão do Poder Executivo, conclui-se que para que não advenham fragilidades nos tratamentos dos dados e informações da companhia, emerge como questão fulcral o fortalecimento e independência do *compliance officer*, bem como a estrutura orgânica de assessoramento e, sobretudo, o monitoramento, do cumprimento e aperfeiçoamento do programa de integridade.

A limitação da pesquisa reside principalmente no fato de não ter coletado a opinião de representantes de atores importantes tais como os funcionários da Eletrobrás, empresas prestadoras de serviço e representantes dos investidores. Com estes dados seria possível uma maior precisão com relação a real situação destes resultados, sendo esta a proposição para futuras pesquisas.

## REFERÊNCIAS

- AHRENS, T.; CHAPMAN, C. S. Accounting for flexibility and efficiency: A field study of management control systems in a restaurant chain. **Contemporary Accounting Research**, v. 21, n. 2, p. 271–301, 2004.
- ARMOUR, John; HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. Agency problems, legal strategies and enforcement. **Discussion Paper**, n. 644, 2009.
- ASSAF NETO, A. **Estrutura e análise de balanços**. um enfoque econômico – financeiro. 11. ed. São Paulo: Atlas, 2015.
- Atividade legislativa – Título VII – Da Ordem Econômica e Financeira, 04 de junho de 1998, disponível em <[https://www.senado.leg.br/atividade/const/con1988/con1988\\_18.02.2016/art\\_173\\_.asp](https://www.senado.leg.br/atividade/const/con1988/con1988_18.02.2016/art_173_.asp)> acesso em 14 de julho de 2019.
- BARDIN, L. **Análise de conteúdo**. 1. ed. São Paulo: Edições 70, 2016.
- BERGHE, V. Beyond corporate governance. **Administrative Science**, v. 30, p. 243-260, 2001.
- BHAMORNSIRI, S.; GUINN, R.; SCHROEDER, R. G. International implications of cost of compliance with the external audit requirements of Section 404 of SarbanesOxley. **International Advanced Economic Research**, 15, 17–29, 2009.
- BLOK, M. **Compliance e Governança Corporativa**: atualizado de acordo com a Lei Anticorrupção brasileira (Lei 12.846) e o Decreto-Lei 8.421/2015. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 2017.
- BOULTON, R. S.; LIBERT, B. D.; SAMEK, S. M. **Cracking the value code**. New York: Harper Collings Publishers, 2001.
- BRASIL. **Lei 12.783, de 11 de janeiro de 2013**. Dispõe sobre as concessões de geração, transmissão e distribuição de energia elétrica [...]. Brasília, DF: Presidência da República, 2013. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_Ato2011-2014/2013/Lei/L12783.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2011-2014/2013/Lei/L12783.htm). Acesso em: 17 maio 2020.
- BRASIL. **Lei 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, DF: Presidência da República, 2016. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2015-2018/2016/lei/l13303.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2016/lei/l13303.htm). Acesso em: 28 maio 2019.
- BRASIL. **Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Brasília, DF: Presidência da República, 1976. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm). Acesso em: 17 maio 2020.

BRASIL. **Medida Provisória 579, de 11 de setembro de 2012**. Brasília, DF: Presidência da República, 2012. Disponível em < [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_Ato2011-2014/2012/Mpv/579.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2011-2014/2012/Mpv/579.htm). Acesso em: 17 maio de 2020.

BRASIL. Ministério da Economia. **Portal da Comissão de Valores Imobiliários (CVM)** - Punidos controladores de sociedades economia mista. Brasília, DF, 2020. Disponível em: [http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2015/20150526-1.html#Uniaohttp://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2015/20150526\\_PAS\\_RJ20136635.pdf](http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2015/20150526-1.html#Uniaohttp://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2015/20150526_PAS_RJ20136635.pdf). Acesso em: 20 maio 2020.

CENTRAIS ELÉTRICAS BRASILEIRAS S/A. **Ata da Quinquagésima Nona Assembleia Geral Ordinária Realizada em 29 de abril de 2019**, Brasília, DF. Disponível em: <https://eletrobras.com/pt/ri/ConvocacoeseAtas/Ata%2059%C2%AA%20AGO.pdf>. Acesso em: 07 jul. 2019.

CHAN, G. China and the WTO: The Theory and Practice of Compliance. **International Relations of the Asia Pacific**, v.4, 2004.

DALKEY, N.; HELMER, O. An experimental application of the Delphi methods to the use of experts. **Management Science**, v. 9, 458–467. DOI: 10.1287/mnsc.9.3.458, 1963.

DIAS, Maria Tereza Fonseca. O Estatuto jurídico das empresas estatais (Lei 13.303/2016) sob a ótica da Constituição da República de 1988. **Direito do Estado**, ano 2016, n. 223, 29 jul. 2016. Disponível em: <http://www.direitodoestado.com.br/colunistas/maria-tereza-fonseca-dias/o-estatuto-juridico-das-empresas-estatais-lei-133032016-sob-a-otica-da-constituicao-da-republica-de-1988>. Acesso em: 18 maio 2020.

DYE, Ronald A. “Investor Sophistication and Voluntary Disclosures”, **Review of Accounting Studies**, v. 3, n. 3, p. 261–287, 1998.

ELETROBRÁS. **Portal da Eletrobrás – Relação com Investidores**. Rio de Janeiro, 2020. Disponível em: [www.eletrobras.com/elb/ri](http://www.eletrobras.com/elb/ri). Acesso em: 20 maio 2020.

ELETROBRÁS. **Portal da Eletrobrás – Relação com Investidores**: Relatório de Administração e Demonstrativos Financeiros de 2012. Rio de Janeiro, 2012. Disponível em: <https://eletrobras.com/pt/ri/DemonstracoesFinanceiras/DCC%202012%2031-12-2012.pdf>. Acesso em: 20 maio 2020.

FAMA, E. F.; JENSEN, M. C., Agency problems and residual claims. **Journal of Law and Economics**, v. 26, n. 2, p. 327–349, 1983.

FAYESI, S.; O’LOUGHLIN, A. O.; ZUTSHI, A. Agency theory and supply chain management: A structured literature review. **Melbourne, Supply Chain Management: An International Journal**, v.17, n. 5, p. 556–570, 2012.

GIL, A. C. **Como elaborar projetos de pesquisa**. São Paulo: Ed. Atlas, 2002.

GOMES, J.; SOUSA, J.; MARTINS, H. O Conselho de Administração em empresas familiares: Avaliação a adesão ao código de melhores práticas do instituto brasileiro de Governança Corporativa. *In: ENANPAD*, 30., 2006. **Anais [...]**. Marília: ANPAD, 2006.

HOLZNER, B.; HOLZNER, L. **Transparency in Global Change: The Vanguard of the Open Society**. 1. ed. Pittsburgh: University of Pittsburgh Press, 2006.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **“Código de melhores práticas de governança corporativa”**. 5. ed. São Paulo: IBGC, 2018.

JENSEN, M.; MECKLING, W. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v.3, n. 4, p. 305-360, 1976.

KNETCHEL, M. R., **Metodologia da pesquisa em educação: uma abordagem teórico-prática dialogada**. (Cap. 3). Curitiba: InterSaberes, 2014.

KRAAKMAN, R., R. *et al.* **The Anatomy of Corporate Law**. New York: Oxford University Press, 2009. p. 35 -37.

LAZONICK, W.; O’SULLIVAN, M., Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance, **Economy and Society**, v. 29, n. 1, 13-35, 2000.

MCGAHAN, A. M.; VILLALONGA B. The choice among acquisitions, alliances, and divestitures. **Strategic Management Journal**, v. 26, p. 1183–1208, 2005.

MILROY, M. F. P. Setting the right compliance culture. **Journal of Financial Regulation and Compliance**, v. 2, n. 2, p. 155–159. DOI: 10.1108/eb024803, 1994.

MURPHY, K. The role of trust in nurturing compliance: A study of accused tax avoiders. **Law Human Relations**, v. 28, n. 2, p. 187 – 209, 2004.

PEREIRA, G. S. C; FARIA, E. F. O Regime Jurídico das Empresas Estatais sob a Ótica da Lei 13.303/2016: Aspectos Gerais, Específicos e Polêmicos. **Rev. de Direito Administrativo e Gestão Pública**, v. 3, n. 2, 2017.

PINHO, C. A. B., Considerações sobre um ano de vigência do Sistema de Contratação na Lei de Empresas Estatais (Lei nº 13.303/2016). **Revista de Contratos Públicos**, n. 11, p. 35-54, 2017.

POWELL, C., The Delphi technique: myths and realities. Southampton. **Journal of Advanced Nursing**, v. 41, n. 4, p. 376-382, 2003.

ROMANO, M., Common Agency Theory, Corporate Governance, and Not-for-Profit Organizations. **Studies in Public and Non-Profit Governance** – Emerald Group, v. 1, p.91 – 113, 2013.

SALVIONI, D.; GENNARI, F.; BOSETTI, L. Global Responsibility and Risks of Compliance Failure in Emerging Markets. *In: BOUBAKER, S.; BUCHANAN, B.; NGUYEN, D.K. (ed.) Risk Management in Emerging Markets*. Bingley: Emerald Group Publishing Limited, 2016. p. 37-77.

SILVA, Antônio Everaldo. **Segurança da Informação**: vazamento de informações - as informações estão realmente seguras em sua empresa? Rio de Janeiro: Ed. Ciência Moderna, 2012.

TAPANJEH, A. M., Corporate governance from the Islamic perspective: A comparative analysis with OECD principles. **Business Administration College Review**, v. 37, p. 120 – 145, 2009.

TURNBULL, S. Corporate governance: its scope, concerns and theories. *Scholarly Research and Theory Papers*, v. 5, n. 4, p. 180-205, 1997.

VREDENBURGH, D.; BRENDER, Y. The Hierarchical Abuse of Power in Work Organizations. **Journal of Business Ethics**, v. 17, p. 1337–1347, 1998.

WRIGHT, J. T. C., GIOVINAZZO, R. A. Delphi. Uma ferramenta de apoio ao planejamento prospectivo, **Caderno de Pesquisas em Administração**, v. 1, n. 12, 2000.