

## X PRÊMIO SEAE– 2015

### Tema 2. Regulação da Atividade Econômica

Inscrição: **35**



**CLASSIFICAÇÃO: 2º Lugar**

Título da Monografia:

Novos Horizontes para a Regulação: a internalização de variáveis públicas na governança das concessionárias de serviço público

**Fabiano de Souza** (representante)

Brasília - DF

Mestre em Engenharia Elétrica – COPPE/UFRJ(2009)

Especialista em Regulação de Serviços Públicos de Energia Elétrica - ANEEL

Coautor:

**Gabriel Moreira Pinto**

Mestrando em Administração de Negócios – Yale University

Especialista em Regulação de Serviços Públicos de Energia Elétrica - ANEEL

# **Novos Horizontes para a Regulação: a internalização de variáveis públicas na governança das concessionárias de serviço público**

## **RESUMO**

O desenvolvimento de uma nova governança corporativa tem potencial para ser uma estratégia-chave na melhoria da qualidade dos serviços públicos no Brasil. O presente trabalho foca nas múltiplas possibilidades de contribuição da boa governança à regulação da distribuição de energia elétrica, mas diversas inovações propostas são transportáveis aos demais setores regulados. Primeiramente, analisam-se sob a perspectiva regulatória as melhores práticas difundidas no mercado de capitais, focadas no alinhamento de interesses entre administradores e sócios, e controladores e minoritários. Além da literatura especializada, são investigados o Novo Mercado da BM&FBOVESPA e a construção de segmentos diferenciados para Estatais. Em seguida, propõe-se a customização de mecanismos de governança para concessionárias, visando internalizar de maneira mais clara no raciocínio empresarial variáveis essenciais ao interesse público - visão de longo prazo, foco no consumidor e legitimidade social. Assim, avaliam-se a experiência das Agências Britânicas (OFGEM e OFWAT) e complexos arranjos adotados pelo BACEN e BNDES. Nessa jornada, são enfrentados temas polêmicos como distribuição de resultados e remuneração de executivos, responsabilização dos Administradores e Controladores pela qualidade do serviço e democratização da gestão. Ao final, apresentam-se propostas concretas à ANEEL em relação às concessionárias de energia, bem como novas trilhas de desenvolvimento à regulação brasileira.

**Palavras-chave:** Governança Corporativa, Serviços Públicos, Regulação Econômica.

X Prêmio Seae - 2015

Tema 2: Regulação da Atividade Econômica

**Novos Horizontes para a Regulação: a internalização de variáveis públicas na governança das concessionárias de serviço público**

## RESUMO

O desenvolvimento de uma nova governança corporativa tem potencial para ser uma estratégia-chave na melhoria da qualidade dos serviços públicos no Brasil. O presente trabalho foca nas múltiplas possibilidades de contribuição da boa governança à regulação da distribuição de energia elétrica, mas diversas inovações propostas são transportáveis aos demais setores regulados. Primeiramente, analisam-se sob a perspectiva regulatória as melhores práticas difundidas no mercado de capitais, focadas no alinhamento de interesses entre administradores e sócios, e controladores e minoritários. Além da literatura especializada, são investigados o Novo Mercado da BM&FBOVESPA e a construção de segmentos diferenciados para Estatais. Em seguida, propõe-se a customização de mecanismos de governança para concessionárias, visando internalizar de maneira mais clara no raciocínio empresarial variáveis essenciais ao interesse público - visão de longo prazo, foco no consumidor e legitimidade social. Assim, avaliam-se a experiência das Agências Britânicas (OFGEM e OFWAT) e complexos arranjos adotados pelo BACEN e BNDES. Nessa jornada, são enfrentados temas polêmicos como distribuição de resultados e remuneração de executivos, responsabilização dos Administradores e Controladores pela qualidade do serviço e democratização da gestão. Ao final, apresentam-se propostas concretas à ANEEL em relação às concessionárias de energia, bem como novas trilhas de desenvolvimento à regulação brasileira.

**Palavras-chave:** Governança Corporativa, Serviços Públicos, Regulação Econômica.

## SUMÁRIO

<b>1 – INTRODUÇÃO .....</b>	<b>5</b>
<b>2 – A CONTRIBUIÇÃO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA À REGULAÇÃO ....</b>	<b>8</b>
2.1. Governança e democratização das concessionárias privadas .....	11
2.2. Governança das concessionárias estatais .....	17
<b>3 – A CUSTOMIZAÇÃO DE MECANISMOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA PELO REGULADOR SETORIAL .....</b>	<b>19</b>
3.1. Estratégias regulatórias aplicáveis à concessionária e seus Administradores	23
3.1.1. Transparência & controle social.....	23
3.1.2. Política de distribuição de resultados e seu alinhamento ao interesse público .....	24
3.1.3. Composição e Independência do Conselho de Administração .....	29
3.1.4. Foco, responsabilização e legitimidade dos Executivos .....	32
3.1.5. Deveres dos Executivos com o regulador.....	33
3.1.6. Deveres dos Executivos com os consumidores.....	34
3.1.7. Política de Remuneração de Executivos e a natureza de longo prazo do serviço .....	37
3.1.8. Controles Internos.....	39
3.2. Estratégias regulatórias aplicáveis ao controlador da concessionária .....	42
3.2.1. Transparência, gestão de risco e suporte a decisões de longo prazo ...	43
3.2.2. Compromisso regulatório de Aporte de Capital na concessionária .....	45

<b>4 – CONCLUSÕES .....</b>	<b>48</b>
<b>5 – REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....</b>	<b>50</b>
<b>ANEXO I.....</b>	<b>56</b>

## 1 – Introdução

A distribuição de energia elétrica é um serviço público essencial, sobre o qual a vasta maioria da população não tem direito de escolha. Essa conjuntura impõe uma enorme responsabilidade social às concessionárias, que precisam conquistar sua legitimidade aos olhos dos consumidores. É claro que, em grande parte, essa conquista decorre da qualidade do serviço e do atendimento comercial, mas não se limita a isso – uma legitimidade plena passa também pelo grau de informações que a população tem sobre a situação dessas empresas e pela forma como elas são lideradas.

O recente colapso do grupo Rede Energia é paradigmático – sua baixa governança permitiu práticas que arriscaram o suprimento de eletricidade para quase dezessete milhões de brasileiros. Para garantir a continuidade do serviço público, a Agência Nacional de Energia Elétrica (ANEEL) declarou intervenção nas distribuidoras de seis estados. Nesse processo, os interventores identificaram a inexistência de mecanismos de freios e contrapesos que limitassem a concentração do poder decisório no grupo, favorecendo contratações em valor muito acima ao de mercado e, em um cenário pré-falimentar, pagamentos de dividendos e bônus milionários aos executivos.

Essas descobertas enriqueceram a reflexão sobre como evitar casos semelhantes no futuro, enfatizando a necessidade de se intensificar a fiscalização das distribuidoras tanto sob o aspecto da qualidade quanto da saúde econômica e financeira. Outra frente de ação, talvez mais estratégica, seria atuar para fortalecer a governança dessas concessionárias de serviço público. Afinal, uma administração transparente, com visão de longo prazo e foco no consumidor, desempenha papel

central na eficiência das operações e na realização dos investimentos inerentes ao negócio.

Longe de ser uma solução “Bolivariana”, a nação referência na concepção de padrões de governança para as empresas que prestam um serviço público é o Reino Unido. Lá, a Agência Reguladora de Gás e Energia Elétrica (OFGEM) exige<sup>1</sup> que as operadoras de redes de distribuição mantenham permanentemente o grau de investimento. A mera sinalização por uma Agência de Rating de que esse grau pode ser perdido leva à penalidade de trancamento de caixa, bloqueando qualquer tipo de distribuição aos acionistas. Há também a figura obrigatória de um líder de *compliance* regulatório, cujo nome deve ser indicado pela empresa e aprovado pelo regulador.

De forma ainda mais abrangente, a Agência Reguladora de Serviços de Água (OFWAT) publicou no último ano seus Princípios de Liderança da Administração, Transparência e Governança<sup>2</sup>, facilitando que as empresas assumam um grau maior de responsabilização pela entrega aos consumidores, agora e no longo prazo. Assim, a OFWAT estabeleceu a necessidade de aderência às melhores práticas da Bolsa de Londres e de uma maioria de administradores independentes em relação ao controlador, a impossibilidade de o CEO acumular o cargo de Presidente Não-Executivo e até mesmo que os Comitês de Remuneração e de Auditoria sejam deliberados ao nível do agente regulado.

A presente investigação vem em um momento decisivo, já que entre 2015 e 2017 vencem as concessões de 41 das 63 distribuidoras de energia elétrica<sup>3</sup>. Na repactuação das suas condições, as esferas pública e privada devem pensar grande,

---

<sup>1</sup> Cláusulas 40, 43 e 43A da versão atual dos “*standard conditions of the electricity distribution licence*”, disponível em: <https://www.ofgem.gov.uk/licences-codes-and-standards/licences/licence-conditions>. Último acesso em 15/05/2015.

<sup>2</sup> “Board leadership, transparency and governance”. Disponível em: <http://www.ofwat.gov.uk/regulating/compliance/board/>, último acesso em 15/05/2015.

<sup>3</sup> Ver Decreto nº 8.461, de 2 de junho 2015, e a Audiência Pública nº 38/2015 da ANEEL.

somando esforços para que o Setor Elétrico se torne em referência de transparência na prestação de serviços públicos. A redefinição de papéis e responsabilidades deve mirar a arquitetura de um ambiente de maior controle social, com incentivos para que as empresas tomem as “decisões difíceis” por si mesmas, ao invés de vê-las tomadas pelo regulador.

Dessa forma, o capítulo seguinte a esta introdução analisa os mecanismos de governança corporativa difundidos no mercado de capitais, focados no alinhamento de interesses entre administradores e sócios, e sócios controladores e minoritários. Com esse objetivo, além da literatura especializada, são analisados tanto o Novo Mercado da BM&FBOVESPA quanto os níveis diferenciados de governança em construção para as Empresas Estatais.

Em seguida, o terceiro capítulo analisa a possibilidade de customização de mecanismos de governança específicos para concessionárias, visando internalizar de maneira mais clara no raciocínio empresarial variáveis essenciais ao interesse público - visão de longo prazo, foco no consumidor e um nível elevado de legitimidade perante a população. Com esse objetivo, avaliam-se a experiência das Agências Reguladoras do Reino Unido (OFGEM e OFWAT), do Banco Central e do BNDES com financiamento de projetos de infraestrutura. Nessa jornada, são enfrentados temas tão polêmicos quanto relevantes, tais como:

*Concentração patrimonial e controle democrático:* a predominância de empresas de capital fechado é o ideal para as distribuidoras de grande porte ou haveria espaço para uma maior democratização através do Novo Mercado, com conseqüente acompanhamento por acionistas minoritários, Agências de Rating, a Comissão de Valores Mobiliários e a BOVESPA? O grau atual de transparência das concessionárias possibilita o efetivo controle pela sociedade? Indo além, em que

medida deveria ser concedido aos consumidores o direito de participar ou influenciar as decisões estratégicas de empresas que prestam um serviço essencial?

*Responsabilidades públicas dos Administradores:* quais devem ser as responsabilidades dos executivos da concessionária perante o regulador, inerentes à sua condição de promotores de um serviço público essencial? Como incentivar o alinhamento da política de remuneração dos Administradores com os objetivos de longo prazo da concessão? Em que medida os consumidores deveriam ter direito a um canal de diálogo direto com os executivos?

*Covenants preventivos e restritivos para a concessionária e seus controladores:* quais medidas a sociedade espera do regulador em relação às concessionárias que não satisfaçam níveis adequados de qualidade e saúde financeira? Restrição temporária nos níveis de distribuição de dividendos? Exigência de injeção de capital por parte dos seus sócios controladores? Qual o nível mínimo de controles internos necessários ao interesse público?

O desenvolvimento de uma nova governança corporativa no setor elétrico interessa a consumidores, investidores, financiadores, empregados, geradoras, transmissoras e às próprias distribuidoras. Chegou a hora, portanto, de avançarmos na compreensão do tema – o que a sociedade brasileira espera das concessionárias de distribuição de energia elétrica pelos próximos trinta anos?

## **2 – A contribuição da Governança Corporativa à Regulação**

A governança corporativa, ou o governo das empresas, pode ser conceituada<sup>4</sup> de muitas formas e com diferentes abrangências. A boa governança busca

---

<sup>4</sup> Entre elas, uma definição que dá concretude aos objetivos deste trabalho, reside em: “*mecanismos, processos e relações pelas quais uma empresa é controlada e dirigida. As estruturas de governança*”

principalmente, de maneira simplificada, maximizar o valor da empresa e o justo retorno dos seus investidores, além de facilitar o seu acesso ao mercado de capitais e contribuir com a sua perenidade<sup>5</sup>.

Em outras palavras, a boa governança constrói um ambiente de confiança que reduz riscos e favorece novos investimentos. De maneira mais ampla, a Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE, 2008)<sup>6</sup> avalia que:

A boa governança corporativa é fundamental ao crescimento econômico liderado pelo setor privado na América Latina. Ela é reconhecida como uma das questões de ordem pública cuja importância cresce rapidamente na região, tendo no setor privado um instrumento efetivo para a promoção de bem-estar social. Com a privatização de empresas estatais, os países latino-americanos passaram cada vez mais a depender do setor privado para criar novas oportunidades de emprego, gerar receita fiscal e fornecer produtos e serviços aos consumidores. A criação de empregos, o desenvolvimento de tecnologia autóctone e, em última instância, a competitividade internacional das economias latino-americanas precisam fundamentar-se sobre uma base formada por empresas não engessadas por elevados custos de capital e capazes de adaptar as boas práticas administrativas e de governança corporativa ao seu contexto local (Grifo Nosso).

No caso das empresas privadas, as boas práticas de governança estão predominantemente voltadas ao alinhamento de interesses entre sócios e administradores<sup>7</sup>, bem como entre sócios controladores e minoritários. No caso das

---

*identificam a distribuição de direitos e responsabilidades entre diferentes participantes na empresa (como os Administradores, sócios, credores, auditores, reguladores e outras partes interessadas) e incluem as regras e procedimentos para tomar decisões em assuntos corporativos. Governança corporativa compreende os processos por meio dos quais os objetivos empresariais são definidos no contexto do ambiente social, regulatório e mercadológico. Mecanismos de governança incluem o acompanhamento de ações, políticas e decisões das empresas e seus agentes. As práticas de governança corporativa são influenciadas por tentativas de alinhar os interesses de todas partes interessadas".* Tradução livre de Shailer, Greg. *An Introduction to Corporate Governance in Australia*, Pearson Education Australia, Sydney, 2004; "OECD Principles of Corporate Governance, 2004". *OECD*. Retrieved 2013-05-18.; Tricker, Adrian, *Essentials for Board Directors: An A-Z Guide*, Bloomberg Press, New York, 2009; Janet & Shailer, Greg. The Effect of Board-Related Reforms on Investors Confidence. *Australian Accounting Review*, 18(45) 2008: 123-134.

<sup>5</sup> Ver Código de Boas Práticas de Governança Corporativa do IBGC (2009).

<sup>6</sup> "Relatório Oficial sobre Governança Corporativa na América Latina", 2003, p.7. Último acesso em: 15/05/2015. Disponível em:

<http://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/24277169.pdf>.

<sup>7</sup> Desafio que deu origem, em 1976, por Jensen e Meckling, à Teoria do Agente-Principal, segundo a qual quando alguém (denominado "agente") é incumbido a agir em nome de outra pessoa (denominada "principal"), há uma tendência que o primeiro aja no seu próprio interesse (no caso dos administradores, maiores salários, maior estabilidade no emprego, mais poder etc) ao invés de nos interesses da corporação que lhe contratou, dos seus sócios e demais *stakeholders*. Ver <http://www.ibgc.org.br/inter.php?id=18166>. Último acesso em: 31/07/2015.

empresas estatais, busca-se o alinhamento tanto dos interesses dos contribuintes com o de Administradores Públicos, quanto, no caso de sociedades de economia mista, do interesse público com o dos acionistas minoritários.

Em ambos os casos, os objetivos primordiais da governança corporativa são guiados por princípios, sintetizados pela literatura como seis, quais sejam:

- Transparência (*disclosure*): desejo de prover informação relevante e não-confidencial de forma clara, tempestiva e precisa, incluindo as de caráter não-financeiro;
- Equidade (*fairness*): assegura a proteção dos direitos de todos os usuários da informação contábil, incluindo os acionistas minoritários e estrangeiros;
- Prestação de contas (*accountability*): os agentes devem prestar contas de seus atos administrativos, a fim de justificarem sua escolha, remuneração e desempenho;
- Responsabilidade Corporativa: os administradores devem zelar pela perenidade das organizações (sustentabilidade de longo prazo);<sup>8</sup>
- Conformidade (*compliance*): garante que as informações preparadas pelas empresas obedeçam às leis e aos regulamentos corporativos; e
- Ética (*ethics*): deve permear todas as relações internas e externas. É uma postura essencial para não prejudicar a imagem da Companhia frente ao Mercado.

---

<sup>8</sup> O Código de Melhores práticas de Governança Corporativa do IBGC reconhece apenas quatro princípios, quais sejam: Transparência, Equidade, Prestação de Contas e Responsabilidade Corporativa. Os outros dois são discutidos na literatura especializada, como, por exemplo, em BORGERTH, Vânia Maria da Costa. SOX: Entendendo a Lei Sarbanes-Oxley. São Paulo: Thonsom Learning,. 2007.

Esses balizadores claramente se relacionam com os objetivos da regulação. A mesma tendência começa a chegar no Brasil - ao mapear as possibilidades de fortalecimento de governança, a Agência Nacional de Saúde Suplementar (ANS) considerou que:

A melhora da qualidade das informações prestadas pela empresa aliada à ampliação dos direitos societários e um maior grau de transparência para o mercado reduz as incertezas no processo de avaliação de investimento e, conseqüentemente, do risco. Além disto, a implementação de elementos de Governança Corporativa pode desempenhar importante papel na melhoria da gestão das operadoras de planos de saúde.

No mesmo sentido vem a declaração de Romeu Donizete Rufino<sup>9</sup>, Diretor-Geral da ANEEL (2014):

Acima de tudo, a incorporação de parâmetros de governança corporativa ao arcabouço da ANEEL se revela um horizonte promissor para o aprimoramento das práticas de gestão e o aumento dos níveis de transparência no segmento de distribuição de energia elétrica.

## **2.1. Governança e democratização das concessionárias privadas**

Mais concretamente, no caso das concessionárias privadas, seria positivo ao interesse público que as concessionárias de grande porte operem de acordo com o nível mais elevado da Bolsa de Valores nacional. Esse conceito norteou, por exemplo, os princípios de governança corporativa da Agência Reguladora de Serviços de Água (OFWAT) no Reino Unido.

No âmbito do Brasil, mais especificamente do Novo Mercado da BM&FBOVESPA<sup>10</sup>, os arranjos têm como principal objetivo proteger os interesses dos acionistas minoritários e favorecer a democratização da gestão, como: (i) um mínimo

---

<sup>9</sup> Voto do Diretor Romeu Donizete Rufino, em 18/12/2014, no Processo nº 48500.005277/2010-02.

<sup>10</sup> <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/solucoes-para-empresas/segmentos-de-listagem/o-que-sao-segmentos-de-listagem.aspx?idioma=pt-br>, último acesso em 26/11/2014.

de 5 membros no Conselho de Administração, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes com mandato unificado de até 2 anos; (ii) vedação à acumulação de cargos do Presidente do Conselho e Diretor Presidente (ou principal executivo) pela mesma pessoa; (iii) obrigatoriedade de reunião pública anual e (iv) a manutenção de livre circulação (*free float*) de no mínimo 25% das ações.

Na prática, entretanto, as distribuidoras de energia elétrica, assim como a maioria das empresas brasileiras, apresentam controle altamente concentrado. Há, formalmente, distribuidoras registradas como capital aberto, na maioria dos casos por obrigação decorrente das privatizações, mas com reduzida fatia das ações em livre circulação e baixa liquidez.

Desse modo, nenhuma das 63 distribuidoras brasileiras<sup>11</sup> faz parte do segmento de listagem denominado Novo Mercado (conforme Anexo I ao presente trabalho)<sup>12</sup>. Cabe analisar até que ponto essa realidade concentrada é benéfica ao interesse público do setor regulado, bem como em que medida o regulador poderia contribuir com uma mudança estrutural.

Por um lado, a existência de controladores definidos tem aspectos positivos, como pode ser observado do diagnóstico da OCDE sobre a América Latina:

A existência de acionistas majoritários claramente identificados e plenamente engajados pode constituir uma grande força dentro de uma empresa ao assegurar uma supervisão ativa da administração e ao representar fonte certa de suporte financeiro em situações de crise.

No mesmo sentido, do ponto de vista do regulador a existência de controladores definidos facilita a responsabilização pela condução do serviço público bem como

---

<sup>11</sup> O trabalho foca nas concessionárias e no caso da CEA/CERR que atuam sem ato de outorga. Importante registrar, no entanto, que além dessas 63 distribuidoras há no Brasil uma série de permissionárias (cooperativas) e autorizadas de distribuição de energia elétrica.

<sup>12</sup> De acordo com referido levantamento, as únicas distribuidoras em segmentos de listagem da BM&FBOVESPA são a Eletropaulo (Nível 2) e a CEEE-D (Nível 1). No entanto, diferentemente do Novo Mercado, esses segmentos não impõem a obrigatoriedade de disponibilizar um percentual de ações em *free float*.

oferece uma fonte de suporte quando necessitado pela concessionária<sup>13</sup>.

Por outro lado, há espaço para maior democratização da titularidade desses negócios, com todos os benefícios inerentes. Sob a perspectiva de controle social, uma sociedade de capital fechado é acompanhada somente pelo regulador e por seu(s) sócio(s), muitas vezes um controlador totalitário. Por outro, uma sociedade que esteja no Novo Mercado é acompanhada, adicionalmente, pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) que exige níveis elevados de transparência e prestação de contas, pela BM&FBOVESPA e, principalmente, pelos sócios minoritários com possibilidade de indicar administradores.<sup>14</sup>

No mais, a efetiva abertura de capital de uma concessionária de distribuição traz uma série de benefícios que interessam à prestação do serviço público, dentre os quais destacam-se<sup>15</sup>: (i) maior acesso a capital, (ii) liquidez patrimonial, (iii) ações como pagamento em aquisições, (iv) referencial de avaliação do negócio e (v) melhora da imagem institucional.

Esses benefícios também são relevantes para a regulação – os dois primeiros empoderam a autossustentabilidade do agente regulado, necessitando de menos suporte do controlador em momentos de turbulência, enquanto o (iv) seria um insumo útil para as revisões tarifárias e para a avaliação de impacto de medidas regulatórias

---

<sup>13</sup> O tema será discutido com maior profundidade no próximo capítulo, mas veja-se, por exemplo, os compromissos de aporte de capital exigidos dos controladores pelo BNDES em contratos de *project finance*, que inspiraram a proposta dos novos contratos de concessão de distribuição apresentada pela ANEEL na Audiência Pública nº 38/2015, além da importância do suporte dos controladores para a supervisão bancária.

<sup>14</sup> Do mesmo modo, a Agência de Classificação de Risco Moody's já se manifestou: “A característica de propriedade da empresa pode ter impacto substancial em acionistas públicos e em credores. Nós costumamos nos sentir mais confortáveis com companhias abertas que estão submetidas a rigorosas exigências de divulgação ao público”. Tradução livre do Comentário Especial da Agência de Classificação de Risco Moody's denominado: **Summary of Moody's Views on Key Corporate Governance Issues**, de 11/12/2014, p. 4: “Ownership characteristic of a firm can have substantial impact on public shareholders and on creditors. We tend to have more comfort with widely held, publicly held traded companies that are subject to rigorous public disclosure requirements”.

<sup>15</sup> Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/solucoes-para-empresas/abertura-de-capital/vantagens.aspx?idioma=pt-br>. Último acesso em: 09 de fevereiro de 2015.

e o (v) dialoga com a necessidade de legitimidade da concessionária perante os seus consumidores cativos<sup>16</sup>.

Indo além, a abertura do segmento de distribuição não interessa somente ao Setor Elétrico, mas também ao desenvolvimento nacional como um todo. O Banco Mundial, avaliando o mercado brasileiro<sup>17</sup>, identificou como um obstáculo-chave o fato de que:

Enquanto o Brasil tem um dos maiores mercados de capitais da América Latina, ele não representa uma fonte de financiamento atrativa que se era de se esperar em um país de tal sofisticação. Elevadas taxas de juros não são a única razão. A estrutura de propriedade continua a ser altamente concentrada, com famílias, grupos financeiros/industriais ou pequenos número de sócios agindo coordenadamente para exercer o controle (grifo nosso)

No mesmo sentido, a avaliação da OCDE sobre a onda de privatizações na América Latina<sup>18</sup>, identificou que:

Apesar de os países da região terem adotados modelos vários para incentivar o crescimento e a transformação econômica, os últimos anos da década de 1980 e a década de 1990 marcaram, nitidamente, uma mudança na divisão de responsabilidades entre os setores público e privado. Atualmente, há um maior consenso de que o setor privado deve fornecer a maior parte dos bens e serviços que os cidadãos exigem. No entanto, a promessa de que a privatização produziria o desenvolvimento de mercado de capitais mais abrangentes e profundos, maior acesso a financiamentos e custos menores de capital ainda não se concretizou.

Nesse sentido, o presente trabalho considera que o ingresso de concessionárias de serviço público de distribuição de energia elétrica no Novo Mercado da BM&FBOVESPA interessa tanto ao Setor Elétrico quanto ao desenvolvimento nacional. É importante avaliar, portanto, em que medida a ANEEL poderia induzir esse processo de mudança cultural empresarial ou mesmo dirigir os agentes regulados

---

<sup>16</sup> Importante destacar que os benefícios à regulação expostos nesse parágrafo dependem predominantemente da abertura do próprio agente regulado, de forma que a abertura apenas da *holding* não atinge os mesmos objetivos.

<sup>17</sup> Tradução livre de: World Bank – Corporate Governance: Country Assessment – Brazil (2005), “**Key obstacles:** While Brazil has the largest capital market in Latin America, it does not represent the attractive financing source one would expect in a country of its sophistication. High interest rates are not the only reason. The ownership structure continues to be highly concentrated, with families, financial/industrial groups or small numbers of shareholders acting in concert exercising control”. Último acesso em: 10/07/2015.

<sup>18</sup> OCDE. Relatório Oficial sobre Governança Corporativa na América Latina. 2003, p. 9.

nessa direção.

Sem dúvida, essa reflexão pode avançar por meio do diálogo estratégico entre a ANEEL e os acionistas minoritários<sup>19</sup>, que, em muitos casos, têm interesses convergentes com os da regulação. Essa aproximação poderia se alavancar por meio de parcerias com o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), a Associação dos Investidores no Mercado de Capitais (AMEC) e a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA), discutindo estratégias para desenvolver o papel do minoritário nas concessões de serviço público bem como no processo de regulação de mercado.

Em linhas gerais, ao menos duas estratégias devem ser analisadas. A primeira consiste no oferecimento de incentivos à concessionária aderir voluntariamente ao Novo Mercado. Entre as possibilidades, estariam (i) um incentivo tarifário<sup>20</sup>, o qual seria indesejável na visão dos autores; (ii) um pacote de desburocratização das obrigações regulatórias e fiscalizatórias<sup>21</sup>, (iii) a criação de um *ranking* regulatório de governança, evidenciando os agentes com as melhores práticas e promovendo uma

---

<sup>19</sup> A literatura antecipa que é de se esperar resistência dos agentes setoriais: “No caso do Brasil, [...] As reformas que estimulam seu desenvolvimento e a pulverização da propriedade acionária, na medida em que são vistas como algo que resultaria na promoção e possibilidade de uma maior participação de terceiros nos processos internos das companhias, o que não é do interesse de grupos que têm alcançado sucesso econômico e influência política sob o regime existente, tem sido frequentemente bloqueadas. Com efeito, durante a maior parte de sua história, o Brasil tem convivido com um mercado de ações subdesenvolvido, com uma estrutura de propriedade predominantemente concentrada e grandes conglomerados de famílias tradicionais que tem frequentemente usado seu poder político para impedir as reformas”.

GELMAN, Marina Oehling. “O conceito de Conselheiro Independente vigente na regulamentação dos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBOVESPA”. Disponível em: [http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/10423/Gelman\\_Marina%20disserta%c3%a7%c3%a3o%20de%20Mestrado.pdf?sequence=1&isAllowed=y](http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/10423/Gelman_Marina%20disserta%c3%a7%c3%a3o%20de%20Mestrado.pdf?sequence=1&isAllowed=y). Último acesso em: 29/11/2014.

<sup>20</sup> Essa possibilidade poderia ser explorada de duas formas – por meio do Fator X constante dos reajustes tarifários, que tem um componente de qualidade (Xq) que poderia compreender questões de Governança, mediante alteração na regulação tarifária, ou pela eventual redução na Tarifa de Fiscalização dos Serviços de Eletricidade (TFSEE), conforme sugestão do Grupo EDP no âmbito da Audiência Pública nº 72/2014, que possivelmente exigiria alteração legislativa.

<sup>21</sup> Ver, por exemplo, a desburocratização da obrigatoriedade anuência prévia concedida às distribuidoras altamente solventes, conforme inciso V do § 1º do art. 3º da Resolução Normativa nº 532, de 2013.

concorrência saudável entre os pares<sup>22</sup>.

A segunda estratégia se relaciona com a possibilidade de incorporar o Novo Mercado da BM&FBOVESPA como uma condição para novas concessões e/ou prorrogação de concessões atuais de distribuição de energia elétrica. Tanto eventuais editais de privatização quanto os novos contratos de concessão poderiam exigir a democratização patrimonial da concessionária, por meio de sua adesão ao Novo Mercado, levando a um Setor Elétrico mais transparente, sólido e melhor gerido, além de fortalecer o mercado de capitais nacional.

Nesse cenário, seria essencial conceder um prazo razoável para que as concessionárias ingressassem no Novo Mercado. Por exemplo, um prazo de 10 (dez) anos a contar da assinatura do novo contrato de concessão, que permitiria que primeiramente fossem equacionadas eventuais questões de qualidade e sustentabilidade econômico-financeira e também concederia um amplo horizonte temporal para a escolha do momento mais propício à abertura do capital.

Por fim, tendo em vista que o segmento de distribuição é composto por diversas concessionárias de pequeno e médio porte<sup>23</sup>, e os custos para abertura de capital e manutenção dessa estrutura são expressivos, faria sentido que essa condição fosse

---

<sup>22</sup> A experiência regulatória britânica, sintetizada por ELLIOTT, sugere que esse pode ser um caminho promissor: “A **publicação de Tabelas de Classificação** de Performance de empresas reguladas nas bases de uma seleção de critérios relevantes permite que os consumidores e o público possam julgar o desempenho relativo das empresas. **A teoria preconiza que a mera publicação de tabelas de classificação agirá como um incentivo para fazer empresas privadas melhorarem sua performance, uma vez que seus gestores e acionistas não gostarão de ser comparados, de forma desfavorável, em relação aos seus pares, mesmo se eles não forem rivais comerciais diretos.** Mesmo se a maior parte dos consumidores não tiver realisticamente a opção de trocar de fornecedor (como é o caso de consumidores domésticos de água e a maioria dos passageiros de trem, mas possivelmente não aqueles de eletricidade e gás). [...] Waddams Price verificou que **empresas são claramente sensíveis aos padrões estipulados, mas a multa financeira direta é, geralmente, menos importante do que os efeitos de reputação.**” Tradução livre de ELLIOTT, Dan. *Regulating Prices and Service Quality*. In Michael Crew and David Parker (eds), *Handbook of Economic Regulation*. Cheltenham, UK and Northampton, MA, USA. Edward Elgar, pp. 85-87.

<sup>23</sup> Destaque-se que a questão de uma possível reorganização das áreas de concessão visando uma maior racionalidade econômica e operacional encontra-se em discussão no setor, medida que seria positiva sob a ótica do robustecimento da governança do segmento de distribuição.

imposta somente às distribuidoras de maior porte.

## **2.2. Governança das concessionárias estatais**

O Setor Elétrico contém grande participação de capital público, inclusive no segmento de distribuição, como as concessionárias do grupo ELETROBRAS, CEMIG (MG), CELESC (SC), COPEL (PR), CEB (DF), CEEE (RS) entre outras. Nesse sentido, em vista das crises recentes, é importante acompanhar o desenvolvimento da governança de empresas estatais no sentido de resgatar a confiança de investidores e a credibilidade no mercado de capitais.

De fato, a BM&FBOVESPA encontra-se em processo de discussão pública quanto à construção de um programa de aprimoramento da governança das estatais<sup>24</sup>, buscando realinhar o foco de controladores e investidores em quatro frentes: transparência, controles internos, composição da administração e do conselho fiscal e obrigações dos acionistas controladores.

Em relação à transparência, em alinhamento com a visão da OCDE, uma diretriz basilar é o estabelecimento de uma política de participação que defina consistentemente os objetivos da propriedade estatal, o papel do Estado na gestão da companhia e como será implementada a política pública, explicitando os recursos envolvidos para tanto. Há uma preocupação grande em separar as atividades inerentes ao negócio e aquelas que buscam alcançar o interesse público que fundamentou a criação da estatal, de forma a evidenciar a fronteira entre o interesse público e privado. Nesse sentido, também se propõe a exigência de elaboração e

---

<sup>24</sup> No mesmo sentido o IBGC publicou recentemente a 5ª Carta Diretriz que trouxe o seu posicionamento sobre Governança em Sociedades de Economia Mista. Para maiores detalhes, ver: <http://www.ibgc.org.br/inter.php?id=19482/5a%EF%BF%BD%EF%BF%BD-carta-diretriz-traz-o-posicionamento-do-ibgc-sobre-governana%EF%BF%BDa-em-sociedades-de-economia-mista>

publicação de políticas e relatórios relacionados a dividendos, governança, sustentabilidade, transações com partes relacionadas, dados operacionais e financeiros entre outros.

As estruturas e práticas de controles internos, por sua vez, são fundamentais para blindar a atuação dos administradores para que se possa atingir o interesse público mesmo com o risco político inerente. A Bolsa propôs três estruturas de controle (i) Comitê de Auditoria, (ii) Diretoria de Auditoria Interna e (iii) Diretoria de *Compliance*, além da elaboração de uma política de transação com partes relacionadas, tema considerado sensível, e da adoção de mecanismos anticorrupção e de integridade, como a implementação de um Código de Ética.

Quanto à composição da Administração e do Conselho Fiscal, a proposta frisa ser essencial a busca por diversidade de experiências, qualificações e estilos de comportamento, sempre observando a competência e independência dos membros. Desse modo, propõe-se a elaboração de uma Política de Indicação e a criação de um Comitê de Nomeação, com liderança de conselheiro independente, minimizando a influência política. Além do intervalo de 5 a 11 membros para o Conselho de Administração, da quota de 20% (vinte por cento) de conselheiros independentes e vedação à acumulação dos cargos de presidente e presidente do Conselho de Administração.

Por fim, no que diz respeito a obrigações do acionista controlador, destaca-se que o ente da federação deve estar alinhado com os princípios de governança corporativa, pois só com seu comprometimento os investidores depositarão confiança nas novas medidas. Nesse sentido, a Bolsa propõe regras para que a garantir que o Conselho de Administração da estatal atue de maneira independente, as autoridades

públicas passem por treinamentos e não se manifestem sobre informações não divulgadas da companhia entre outros aspectos.

É natural que quanto mais evoluir a governança das empresas estatais, maiores serão as expectativas da sociedade em relação às concessionárias privadas que desempenham uma função pública. Desse modo, é importante que a ANEEL e as demais Agências Reguladoras não só acompanhem esse processo, mas também sejam protagonistas nessa ação, criando parcerias com a BM&FBOVESPA, CVM e demais associações e institutos relacionados.

Quando a proposta for finalizada, do mesmo modo que exposto no Capítulo anterior quanto ao Novo Mercado, será importante avaliar, portanto, em que medida a ANEEL poderia induzir ou mesmo dirigir esse processo de mudança cultural empresarial. Poderiam ser pensados tanto o oferecimento de incentivos às concessionárias que aderissem voluntariamente aos níveis mais elevados de governança para estatais quanto a exigência desse fator como condição para futuras concessões.

### **3 – A customização de mecanismos de Governança Corporativa pelo Regulador setorial**

A forma como a concessionária é dirigida e controlada impacta diretamente na capacidade de prestar o serviço adequado ao pleno atendimento dos usuários<sup>25</sup>, à luz da Lei de Concessões de Serviços Públicos. Desse modo, a estrutura de governança deve ser capaz de harmonizar os interesses de todas as partes interessadas, em

---

<sup>25</sup> Art. 6º Toda concessão ou permissão pressupõe a prestação de serviço adequado ao pleno atendimento dos usuários, conforme estabelecido nesta Lei, nas normas pertinentes e no respectivo contrato.

§ 1º Serviço adequado é o que satisfaz as condições de regularidade, continuidade, eficiência, segurança, atualidade, generalidade, cortesia na sua prestação e modicidade das tarifas.

especial os interesses de investidores e administradores e o interesse público resguardado pelo Regulador, em grande medida voltado aos interesses dos consumidores<sup>26</sup>.

A variável de essencialidade do serviço público deve, portanto, sempre ser considerada na distribuição de direitos e responsabilidade entre os diferentes participantes na empresa, na construção dos mecanismos e processos corporativos, incluindo os procedimentos para tomada de decisão. Assim como no acompanhamento de ações, políticas e decisões das empresas e seus representantes.

Nesse sentido, os sofisticados mecanismos de Governança Corporativa podem ser aplicados também aos objetivos regulatórios, em especial, no caso de serviços públicos, a aumentar o grau de legitimidade social da concessionária, assegurar a predominância de uma visão de longo prazo e o foco no consumidor.

A introdução deste trabalho já apresentou em linhas gerais as inovações introduzidas pelas Agências Reguladoras do Reino Unido OFGEM (Energia e Gás) e OFWAT (Serviços de Água) quanto ao tema da governança corporativa. Ao fundamentar essa disciplina, John Cox, Presidente da OFWAT, sustentou que uma gestão independente reduziria a necessidade de regulação, uma vez que: “permitiria que as empresas tomassem as decisões difíceis por elas mesmas, ao invés de tê-las tomadas pelo regulador”.<sup>27</sup>

No Brasil, já de longa data o Banco Central estabeleceu uma série de

---

<sup>26</sup> Em outras palavras, na linha do exposto na nota de rodapé nº 8, esse capítulo foca no conflito Agente-Principal entre a concessionária de serviços públicos e o Poder Concedente.

<sup>27</sup> Tradução livre de “*Observations on the regulation of the water sector*”, de 05/03/2013: “*independent boards [...] would enable a lower burden of regulation. It would let companies make difficult trade-offs for themselves rather than having the regulator do it*”. Disponível em: [http://www.ofwat.gov.uk/mediacentre/speeches/prs\\_spe20130305jcrae.pdf](http://www.ofwat.gov.uk/mediacentre/speeches/prs_spe20130305jcrae.pdf). Último acesso em 15/05/2015.

dispositivos<sup>28</sup> relacionados à governança das instituições financeiras:

É interessante destacar que a legislação bancária [...] é mais abrangente, pois tem como meta manter a credibilidade da entidade perante depositantes e a sociedade. Nesse sentido, o conceito de Governança Corporativa está presente no conjunto de normas que regem as operações das instituições financeiras nacionais, muitas vezes extrapolando as exigências contidas na Lei das Sociedades Anônimas, por meio de dispositivos que determinam a aplicação de procedimentos que viabilizem a otimização do desempenho e a transparência nas ações desenvolvidas por estas entidades <sup>29</sup>.

O mesmo caminho vem sendo analisado pela ANS, que bem sintetizou o potencial da governança para o regulador:

Outrossim, em um setor regulado, como o setor de saúde suplementar, a implementação dos princípios de Governança Corporativa pode reforçar e sustentar uma divisão de responsabilidades, dos sistemas de checagem, de auditoria independente, de controles internos e de gestão de riscos e a integridade das operações; funcionando, por conseguinte, como uma espécie de primeira linha do sistema regulatório. (grifos nossos)

No âmbito do Setor Elétrico, a questão da governança das distribuidoras vem sido discutida de longa data e, especialmente, após a Lei nº 10.848/2004, que estabeleceu a desverticalização do setor. Nesse contexto, a ANEEL tem proposto<sup>30</sup> utilizar parâmetros de governança corporativa para assegurar a necessária individualidade e autonomia das distribuidoras, incluindo a exigência de um Conselho de Administração com pelo menos 20% de membros independentes, a definição de responsabilidades dos executivos-chave dessas empresas com a ANEEL e a instalação de Conselho Fiscal com deveres regulatórios.

Mais recentemente, a ANEEL deu um passo além ao propor<sup>31</sup> nas minutas dos novos contratos de concessão que as distribuidoras de energia elétrica se

---

<sup>28</sup> Tem-se, como exemplos da regulação prudencial das instituições financeiras, a exigência de segregação de funções entre as áreas de negócio e de risco de mercado (e.g. o art. 14 da Resolução nº 4193/2013), a impossibilidade de o controlador direto ter por objeto social outra atividade além da participação societária em instituições financeiras (Resolução nº 3040/2002, art. 14) e regras sobre a estruturação e o funcionamento de Comitês de Auditoria (Resolução nº 3198/2004, art. 10).

<sup>29</sup> De acordo com a Nota nº 50/2013/DIOPE/ANS, no âmbito dos estudos da ANS sobre Governança.

<sup>30</sup> Cf. a Nota Técnica nº 345/2014-SFF/ANEEL, que embasou a Audiência Pública (AP) nº 72/2014.

<sup>31</sup> Cf. Nota Técnica nº 175/2015-SCT-SFE-SFF-SRD-SRM/ANEEL, que embasou a AP nº 38/2015.

comprometam a empregar seus melhores esforços para manter seus níveis de governança alinhados às melhores práticas e harmônicos à sua condição de prestadora de serviço público essencial, conforme pacote de parâmetros mínimos a serem estabelecidos futuramente por Regulação da Agência.

Para desenvolvimento desse conteúdo ao longo das próximas décadas, é importante que a ANEEL utilize como norte (i) o estado-da-arte da governança nacional e internacional, privada e pública, balizando-se pelos mais elevados níveis de governança do mercado de capitais e exigidos por órgãos reguladores, além de estudos de instituições acadêmicas ou relacionadas ao desenvolvimento, (ii) a necessidade de legitimidade social decorrente da prestação de um serviço público essencial, (iii) o nível de desenvolvimento e as especificidades do setor elétrico brasileiro, inclusive a segregação de atividades e a necessidade de blindagem e individualização das distribuidoras, (iv) o porte das concessionárias, entre outros aspectos pertinentes, sempre observando a legislação societária.

Para cada eixo, o regulador pode avaliar a melhor abordagem para atingi-lo – por meio de incentivo ou exigência de parâmetros mínimos. Abordaremos, a seguir, aspectos de governança com especial interesse ao regulador, quais sejam: (i) Transparência & Controle Social; (ii) Política de distribuição de resultados e seu alinhamento ao interesse público; (iii) Composição e independência do Conselho de Administração; (iv) Foco, responsabilização e legitimidade dos Executivos; (v) Deveres dos Executivos com o regulador; (vi) Deveres dos Executivos com os consumidores; (vii) Política de Remuneração dos Executivos e a natureza de longo prazo do serviço; e (viii) Controles internos.

### **3.1. Estratégias regulatórias aplicáveis à concessionária e seus Administradores**

#### **3.1.1. Transparência & controle social**

As concessionárias fazem as vezes do Estado ao prestar um serviço público essencial, de modo que um elevado grau de transparência se torna essencial para garantir sua legitimidade perante a população. Especialmente no caso de serviços monopolistas, como no caso da distribuição de energia elétrica.

Desse modo, além dos benefícios societários de medidas de transparência já abordadas no Capítulo 2<sup>32</sup>, que possibilitam o efetivo controle pelos acionistas minoritários, deve ser viabilizado também certo grau de controle por todos consumidores da área de concessão.

Nesse aspecto, é importante lembrar que os brasileiros estão cada vez mais exigentes em relação aos serviços públicos e o ambiente jurídico-institucional tem se adaptado a essa realidade. O maior exemplo desse novo paradigma é a Lei de Acesso à Informação<sup>33</sup> (Lei nº 12.527/2011), que, implantada recentemente, tornou-se

---

<sup>32</sup> Fomentadas tanto pela BM&FBOVESPA quanto pela CVM, particularmente partir de 2009 por meio da introdução da Instrução CVM nº 480, que substituiu a exigência do documento Informações Anuais (IAN) pelo Formulário de Referência (FRE). De acordo com a Consultoria Attitude: “O FRE foi inspirado pelo formulário 20-F da Americana SEC (Securities and Exchange Commission), documento exigido por lei para todos os emissores estrangeiros do mercado norte americano, que tem o objetivo de padronizar as informações a serem prestadas pelas empresas estrangeiras para que os investidores possam avaliar e comparar todas as empresas - domésticas e estrangeiras - a partir de um denominador comum. O FRE, seguindo os passos do formulário 20-F, tem o mesmo objetivo de se firmar como fonte permanente e confiável de informação, padronizando os dados disponibilizados pelas companhias e ainda exigindo um maior rigor na elaboração e atualização desse conteúdo”. Último acesso em: 24/07/2015. Disponível em: [http://imprensa.attitudesa.com/conteudo\\_pt.asp?idioma=0&tipo=49760&conta=28&id=185416](http://imprensa.attitudesa.com/conteudo_pt.asp?idioma=0&tipo=49760&conta=28&id=185416).

<sup>33</sup> De acordo com a plataforma eletrônica do Acesso à Informação, a LAI regulamenta o direito constitucional ao acesso às informações públicas, sendo aplicável aos três Poderes da União, Estados, Municípios e às entidades privadas sem fins lucrativos em relação ao recebimento e à destinação dos recursos públicos por elas obtidos. Essa Lei foi criada com base nos melhores critérios e práticas internacionais, destacando-se os seguintes princípios: (i) divulgação máxima (acesso é a regra, o sigilo, a exceção); (ii) não exigência de motivação pelo requerente; (iii) limitação de exceções sigilosas; (iv) gratuidade da informação; (v) transparência ativa (divulgação proativa de informações de interesse

rapidamente efetiva. Entre outras possibilidades, assegura a qualquer cidadão a disponibilização de informações públicas em vinte dias, bem como impulsionou a divulgação da remuneração não apenas da Alta Administração, mas como de todos servidores.

Nesse sentido, em que pese a LAI não se aplicar às concessionárias de serviço público<sup>34</sup>, a ANEEL e as demais Agências Reguladoras, devem analisar a possibilidade de harmonizar os requisitos de *disclosure* das concessionárias a esses novos patamares de transparência corporativa. A análise das exigências da LAI e do Formulário de Referência da CVM constitui um bom começo para as Agências Reguladoras avançarem nesse campo.

### **3.1.2. Política de distribuição de resultados e seu alinhamento ao interesse público**

A sociedade assistiu ao longo dos últimos anos casos de distribuidoras com parâmetros insuficientes operacionais e econômico-financeiros que mantiveram política agressiva de distribuição de resultados, realidade que se verifica também em outros setores regulados.

Essa conduta revela um descasamento entre interesses públicos e privados, com predominância do último. Por esse motivo, os reguladores de diversos países e setores têm agido. Sob a perspectiva operacional, recentemente a ANEEL foi pioneira ao propor que<sup>35</sup>:

o descumprimento dos padrões de qualidade estabelecidos pela ANEEL de forma

---

público); (vi) instituição de procedimentos e prazos que facilitam o acesso à informação. Disponível em: <http://www.acessoainformacao.gov.br/assuntos/conheca-seu-direito/principais-aspectos>. Último acesso em: 20/07/2015.

<sup>34</sup> Vale, inclusive, a reflexão quanto à eventual necessidade de alteração da LAI em seus arts. 1º e 2º que definem a abrangência de sua aplicação.

<sup>35</sup> Ver Nota Técnica nº 175/2015-SCT-SFE-SFF-SRD-SRM/ANEEL, que subsidiou a A.P. nº 38/2015.

frequente e/ou acentuada poderá, com base em uma regulação futura a ser aprovada pela Agência, resultar na impossibilidade de pagamento de dividendos ou juros sobre o capital próprio, até que as condições de prestação do serviço adequado sejam reestabelecidas. O objetivo da ANEEL é resguardar os consumidores de uma deterioração do serviço prestado intensificada pela retirada de recursos da empresa por parte dos sócios.

Sob a perspectiva econômico-financeira, a prática de limitação de dividendos já é mais difundida no ambiente regulatório. No Reino Unido, desde 2004 a Agência Reguladora de Energia e Gás (OFGEM) instituiu a mesma consequência regulatória, denominada de “trancamento de caixa”<sup>36</sup>, bloqueando qualquer tipo de distribuição

---

<sup>36</sup> “**OFGEM - Standard conditions of the Electricity Distribution Licence – 1 April 2015**”, disponível em:

<https://epr.ofgem.gov.uk/Content/Documents/Electricity%20Distribution%20Consolidated%20Standard%20Licence%20Condition%20-%20Current%20Version.pdf>. Último acesso em: 18 de maio de 2015.

**Part C: Circumstances that trigger the provisions of Part D**

**41.6 The following paragraphs of this Part C set out each of the circumstances in which the licensee must not, except with the Authority’s consent, enter into or complete any transaction of a type described or referred to in Part B except in accordance with the provisions of Part D below. [...]**

41.9 The circumstance described by this paragraph is that the licensee holds an issuer credit rating that is BBB– by Standard & Poor’s Ratings Group or Fitch Ratings Ltd, or is Baa3 by Moody’s Investors Service Inc, or BBB (low) by DBRS Ratings Ltd or any of its affiliates, or is such higher issuer credit rating as may be specified by any of those credit rating agencies from time to time as the lowest investment grade issuer credit rating, or is an equivalent rating from another agency that has been notified to the licensee by the Authority as of comparable standing for the purposes of standard condition 40 (Credit rating of the licensee), and:

**(a) the rating in question is under review for possible downgrade; or**

**(b) the licensee is on Credit Watch or Rating Watch with a negative designation;**

**or, where neither sub-paragraph (a) nor (b) applies:**

**(c) the licensee’s rating outlook, as specified by any credit rating agency referred to in this paragraph 41.9 which at the relevant time has assigned the lower or lowest Investment Grade Issuer Credit Rating held by the licensee, has been changed from stable or positive to negative.**

**[...]**

**Part D: Restricted Category 3**

**41.12 Where any of the circumstances described or referred to under Part C applies, the licensee may not, without the consent of the Authority following the licensee’s disclosure of all material facts, transfer, lease, licence, or lend any sum or sums, asset, right, or benefit to any Associate of the licensee except by way of any of the following transactions:**

(a) a payment properly due for any goods, services, or assets in relation to commitments entered into before the date on which the relevant circumstance under Part C arose, and which are provided on an arm’s length basis and on normal commercial terms; or

(b) a transfer, lease, licence, or loan of any sum or sums, asset, right, or benefit on an arm’s length basis, on normal commercial terms, and where the value of the consideration due in respect of the transaction in question is payable wholly in cash and is paid in full when the transaction is entered into;

or

(c) a repayment of, or payment of interest on, a loan that is not prohibited by paragraph 41.2 and which was contracted before the date on which the relevant circumstance under Part C arose, provided that such payment is not made earlier than the original due date for payment in accordance with its terms;

or

(d) payments for group corporation tax relief calculated on a basis not exceeding the value of the benefit

aos sócios na hipótese da mera sinalização de perda do grau de investimento.

Segundo a OFGEM, essas proteções:

são desenhadas para proteger os consumidores, mas elas também em larga medida proporcionam importante proteção aos credores e debenturistas contra o risco de decisões imprudentes de financiamento ou distribuição [de recursos]<sup>37</sup>. Elas são centrais ao nosso objetivo primordial de proteger os interesses dos consumidores atuais e futuros e nós não hesitaremos em aplicá-las se necessário<sup>38</sup>.

Na mesma linha, em 2006, a OFWAT (Agência Reguladora de Serviços de Água), seguiu os passos da OFGEM e incorporou ao seu arcabouço regulatório a mesma ferramenta<sup>39</sup>:

A Ofwat anunciou recentemente que está planejando aditivar as licenças das companhias para incluir um “trancamento de caixa”: para evitar que a empresa regulada a pagar dividendos ou outros pagamentos externos se a nota da empresa chegar próximo a ou abaixo do nível de investimento (Utility Week, 15 de Setembro de 2006). De acordo com a Ofwat, o objetivo é assegurar que o risco adicional da alavancagem seja suportado pelos investidores, não pelos consumidores. A Ofwat confirmou isso, sustentando que: “O princípio do trancamento de caixa é manter a liquidez do agente, isto é, acesso ao capital (visando realizar seu programa de investimento de capital) quando seu grau de investimento é ameaçado. Isso é alcançado pela restrição de pagamentos de caixa como dividendos do agente a outras empresas do grupo. [...] Um dispositivo similar já existe nas licenças de energia e nós estamos desenvolvendo nosso dispositivo baseado nisso (E-mail de Outubro de 2006)”

---

received, so long as the payments are not made before the date on which the amounts of tax thereby relieved would otherwise have been due.

<sup>37</sup> Apesar de essa proteção, na visão da Agência Standard and Poor's, ser limitada: “We do not believe the U.K. regulatory ring-fence provisions currently in place are sufficient in themselves to shield the ratings on U.K. regulated utilities from the credit quality at their parent companies. They could, however, result in a rating uplift when considered with other protective features such as legal opinions, covenants, and corporate governance.” STANDARD AND POOR'S. Credit FAQ. “How Regulatory Ring-Fencing Affects our Ratings on U.K. Utilities”. November 22, 2012. P.2.

<sup>38</sup> Tradução livre do documento da OFGEM “RIIO-ED1: Draft determinations for the slowtrack electricity distribution companies – Financial issues”, de 30 de julho de 2014, p. 10: “2.28. The protections, our ring fencing licence conditions, are designed to protect consumers, but they do this in large part by providing important protection to lenders and bondholders against the risk of imprudent financing or distribution decisions. They are central to our primary objective to protect the interests of current and future consumers and we will not hesitate to enforce them if necessary”. Disponível em: <https://www.ofgem.gov.uk/ofgem-publications/89072/riio-ed1draftdeterminationfinancialissues.pdf>.

Último acesso em: 15/05/2015.

<sup>39</sup> “A Guide to Understanding Water Company Accounts - Produced for the Consumer Council for Water”, p. 11. Disponível em: [https://www2.le.ac.uk/departments/law/research/cces/documents/Guide\\_to\\_Understanding\\_Water\\_Company\\_Accounts\\_Oct06.pdf](https://www2.le.ac.uk/departments/law/research/cces/documents/Guide_to_Understanding_Water_Company_Accounts_Oct06.pdf), em tradução livre. Último acesso em: 17 de maio de 2015.

No Brasil, a regulação bancária tomou a liderança – em 2009, o Banco Central “ganhou poderes para impedir a distribuição de dividendos por bancos que não se adaptarem às novas regras sobre capital mínimo”<sup>40</sup>.

Já no âmbito do Setor Elétrico, em 2013, a ANEEL utilizou desse mecanismo de maneira pontual no desenho da aprovação condicionada dos planos de recuperação das oito distribuidoras adquiridas pelo grupo Energisa<sup>41</sup> - a Celtins e a Cemat deveriam solicitar anuência prévia caso pretendessem distribuir dividendos acima do mínimo legal, enquanto Enersul, CNEE, Bragantina, EDEVP, Caiuá e CFLO somente poderiam fazê-lo se a relação entre a Dívida Líquida e LAJIDA (Lucro Antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização) menor ou igual a 3,5 (três vírgula cinco).

Mais recentemente, a ANEEL buscou incorporar<sup>42</sup> esse mecanismo de maneira sistemática aos novos contratos de concessão, para que o risco incremental da alavancagem deixe de ser inadequadamente transferido das concessionárias aos consumidores brasileiros. Desse modo, as empresas fora dos parâmetros regulatórios, tanto econômico-financeiros quanto operacionais, passariam a ter sua distribuição de proventos limitada ao mínimo legal.

Para assegurar a eficácia do dispositivo, é essencial exigir que incorporem e mantenham esse dispositivo inscrito nos seus atos constitutivos durante toda a concessão, assegurando a harmonização com a legislação societária<sup>43</sup> e a sua observância pelos Administradores.

---

<sup>40</sup> “BC pode barrar dividendo de banco”, Valor Econômico, 04 de março de 2013, disponível em: <http://www.valor.com.br/financas/3029760/bc-pode-barrar-dividendo-de-banco>

<sup>41</sup> Ver Resolução Autorizativa nº 4.463/2013.

<sup>42</sup> Cf. Nota Técnica nº 175/2015-SCT-SFE-SFF-SRD-SRM/ANEEL, que embasou a AP nº 38/2015.

<sup>43</sup> Assim dispõe a Lei das SA:

Art. 202. Os acionistas têm direito de receber como dividendo obrigatório, em cada exercício, a parcela dos lucros estabelecida no estatuto ou, se este for omissivo, a importância determinada de acordo com as seguintes normas:

Conceitualmente, essa estratégia internaliza nos atos constitutivos da empresa<sup>44</sup> uma variável de interesse público, resultando em um arranjo propício para alinhar os interesses empresariais com os regulatórios.

Já sob a perspectiva fiscalizatória, referida inclusão garante a autoaplicabilidade dessa nova ferramenta, alinhando a atuação dos sócios controladores e Administradores com a regulação da ANEEL. Desse modo, o descumprimento da condição mínima pela concessionária terá uma resposta ágil, “em tempo real”, impedindo de fato o seu agravamento.<sup>45</sup>

Por fim, buscando assegurar que os recursos sejam, de fato, retidos na concessionária, a ANEEL propôs a ativação de um regime restritivo de contratação com partes relacionadas.

Vale ressaltar que as importantes repercussões do mecanismo de restrição à distribuição de recursos da concessionária aos sócios (“*cash lock-up*”) podem ser facilmente evitadas pela concessionária, bastando observar requisitos mínimos de qualidade e sustentabilidade econômica e financeira. Mesmo para empresas sem esse histórico, essas exigências desaparecem tão logo sua condição de autossustentabilidade seja restaurada.

Trata-se, portanto, da criação de uma ferramenta regulatória mais eficaz para a garantia da prestação do serviço adequado aos consumidores a serem utilizadas

---

I - metade do lucro líquido do exercício diminuído ou acrescido dos seguintes valores: [...]

§ 1º O estatuto poderá estabelecer o dividendo como porcentagem do lucro ou do capital social, ou fixar outros critérios para determiná-lo, desde que sejam regulados com precisão e minúcia e não sujeitem os acionistas minoritários ao arbítrio dos órgãos de administração ou da maioria.

§ 2º Quando o estatuto for omissivo e a assembléia-geral deliberar alterá-lo para introduzir norma sobre a matéria, o dividendo obrigatório não poderá ser inferior a 25% (vinte e cinco por cento) do lucro líquido ajustado nos termos do inciso I deste artigo.

<sup>44</sup> Estatuto ou Contrato Social

<sup>45</sup> Diferentemente de mecanismos sancionadores tradicionais, como a multa, que, frequentemente, se submetem a disputas administrativas e judiciais típicas de processos dessa natureza, de modo que a efetiva resposta à violação regulatória pode levar anos para se materializar.

em situações de risco à prestação do serviço. Nesse sentido, embora sejam instrumentos eficazes, o ideal é que funcionem como um incentivo, pelo qual as distribuidoras decidam manter parâmetros econômico-financeiros adequados ao invés de ter que fazê-lo mediante exigências externas mais restritivas em relação à sua gestão.

### 3.1.3. Composição e Independência do Conselho de Administração

A figura do Conselho de Administração está intimamente alinhada com os objetivos regulatórios, desempenhando um papel central para a boa prática de governança corporativa ao mitigar conflitos por meio do monitoramento dos atos da Diretoria e dos acionistas controladores. O desenvolvimento completo desse controle depende de um comportamento por parte do Conselheiro que seja profissional, técnico, desvinculado de interesses e influências de terceiros, isto é, independente.

É por isso que o instituto do Conselheiro Independente<sup>46</sup> tem sido um dos focos da discussão sobre boas práticas de governança<sup>47</sup>, contribuindo para que decisões estratégicas e a visão de longo prazo das distribuidoras sejam definidas pela própria

---

<sup>46</sup> De acordo com o Regulamento de Listagem do novo Mercado da BOVESPA, Conselheiro Independente caracteriza-se por: (i) não ter qualquer vínculo com a Companhia, exceto participação de capital; (ii) não ser Acionista Controlador, cônjuge ou parente até segundo grau daquele, ou não ser ou não ter sido, nos últimos 3 (três) anos, vinculado a sociedade ou entidade relacionada ao Acionista Controlador (pessoas vinculadas a instituições públicas de ensino e/ou pesquisa estão excluídas desta restrição); (iii) não ter sido, nos últimos 3 (três) anos, empregado ou diretor da Companhia, do Acionista Controlador ou de sociedade controlada pela Companhia; (iv) não ser fornecedor ou comprador, direto ou indireto, de serviços e/ou produtos da Companhia, em magnitude que implique perda de independência; (v) não ser funcionário ou administrador de sociedade ou entidade que esteja oferecendo ou demandando serviços e/ou produtos à Companhia, em magnitude que implique perda de independência; (vi) não ser cônjuge ou parente até segundo grau de algum administrador da Companhia; e (vii) não receber outra remuneração da Companhia além daquela relativa ao cargo de conselheiro (proventos em dinheiro oriundos de participação no capital estão excluídos desta restrição)". Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/download/Regulamento-de-Listagem-do-Novo-Mercado.pdf>. Último acesso em: 10/12/2014.

<sup>47</sup> GELMAN, Marina Oehling. "O conceito de Conselheiro Independente vigente na regulamentação dos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBOVESPA". Disponível em: [http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/10423/Gelman\\_Marina%20disserta%c3%a7%c3%a3o%20de%20Mestrado.pdf?sequence=1&isAllowed=y](http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/10423/Gelman_Marina%20disserta%c3%a7%c3%a3o%20de%20Mestrado.pdf?sequence=1&isAllowed=y). Último acesso em: 29/11/2014.

concessionária ao invés de meramente importadas dos seus controladores.

Esse parâmetro encontra suporte, por exemplo, no citado Código das Melhores Práticas do IBGC, que recomenda que “o Conselho seja composto apenas por conselheiros externos e independentes”. Do mesmo modo, no Reino Unido a OFGEM exige um mínimo de dois Administradores independentes em cada distribuidora, enquanto a OFWAT exige uma maioria de membros independentes incluindo o Presidente (*independent chairman*)<sup>48</sup>, uma vez que “*uma Administração com um forte elemento independente está em melhor posição para tomar decisões que estão totalmente focadas no interesse da empresa regulada, independente de outros objetivos*”<sup>49</sup>.

No entanto, para incorporar essa estratégia à nossa regulação, é necessário considerar o nível de desenvolvimento nacional. Nesse momento, portanto, a ANEEL deve harmonizar suas exigências com as melhores práticas do Novo Mercado da BM&FBOVESPA – um Conselho de Administração, composto por no mínimo cinco membros, sendo 20% (vinte por cento) dos conselheiros independentes e o mandato máximo de dois anos.

Outro mecanismo difundido, de origem britânica, é a impossibilidade de o Presidente Executivo acumular o cargo de Presidente do Conselho de Administração. A prática, adotada pela OFWAT e pelo Novo mercado da BM&FBOVESPA, também

---

<sup>48</sup> No Reino Unido, assim como em outros países Anglo-Saxões, vige o instituto da administração unitária (*unitary board*), que congrega administradores executivos e não executivos. Diferentemente, no Brasil, assim como na Alemanha, tem-se o modelo da administração dual (*dual board system*), por meio da qual são separados o órgão de administração (*management board*) e o órgão de supervisão (*supervisory board*). Nesse contexto, para fins desse estudo, *Chairman* foi traduzido por Presidente do Conselho de Administração; *Non-Executive Director* (NED) por Conselheiros de Administração; CEO por Presidente da Diretoria e *Board Members* por Administradores. Sobre o tema, ver: “A Handbook of Corporate Governance and Social Responsibility”, de ARAS, Güller e CROWTHER, David, p.157 e 158. Último acesso em: 15/05/2015. Disponível em: [http://www.ashgate.com/pdf/SamplePages/Handbook\\_Corporate\\_Governance\\_Social\\_Responsibility\\_Ch10.pdf](http://www.ashgate.com/pdf/SamplePages/Handbook_Corporate_Governance_Social_Responsibility_Ch10.pdf).

<sup>49</sup> Tradução livre de OFWAT, op. cit., p. 12.

é considerada uma boa prática de governança pelo IBGC.<sup>50</sup>

Indo além, para fins dos serviços públicos, é possível pensar fora-da-caixa ao se imaginar as possibilidades da governança. Por exemplo, na época das privatizações, em São Paulo se garantiu aos empregados a indicação de um membro do Conselho de Administração.

Analogamente, tendo em vista o objetivo de fortalecer a qualidade do serviço, não faria sentido conceber que as futuras concessões contassem com a indicação de um membro do Conselho de Administração por parte das entidades nacionais de defesa do consumidor? Ou, de maneira mais ampla, de um representante da sociedade civil<sup>51</sup>?

Em qualquer caso, para maximizar os benefícios desse desenho e reduzir o potencial de atritos com a gestão, seria importante que houvesse requisitos mínimos de capacitação acadêmica (ex. nível Superior ou mesmo pós-graduação em áreas relacionadas) e/ou profissional (ex. ter comprovada experiência no Setor e/ou como Administrador de uma S.A.).

No mais, para favorecer a harmonização do representante da sociedade civil com a concessionária, poderia ser pensada a indicação de uma lista tríplice, a partir da qual a empresa pudesse escolher o representante com perfil mais compatível com a sua dinâmica.

---

<sup>50</sup> Por outro lado, o renomado especialista em governança Jeffrey Sonnenfeld, professor da Escola de Negócios da Universidade de YALE, sustenta que não existe nenhuma evidência científica que demonstre os benefícios dessa abordagem. Ver <http://video.cnbc.com/gallery/?play=1&video=3000156055>, último acesso em 24/07/2015.

<sup>51</sup> Por exemplo, poderia ser uma indicação a partir de um fórum que envolvesse entidades representantes de diversas partes interessadas, como consumidores, empregados, meio ambiente etc. O mais importante é que os representantes não fossem indicados pelo governo, para garantir a credibilidade do processo.

### 3.1.4. Foco, responsabilização e legitimidade dos Executivos

É essencial que os objetivos da Diretoria estejam completamente em sintonia com a do negócio regulado, criando uma maior conexão entre os atos dos administradores e o desempenho da concessionária em termos das obrigações regulatórias – desembolsos eficientes com manutenção, investimentos, contabilização, saúde econômica e financeira etc.

Esse aspecto é particularmente importante no segmento de distribuição de energia elétrica, em vista da instituição da desverticalização legal que impediu que as concessionárias explorassem atividades de geração, transmissão e comercialização<sup>52</sup>. Essa segregação societária é, na literatura, um passo além das segregações contábeis e de gestão, dessa forma impondo a reflexão sobre até que ponto a reverticalização contratual seria harmônica ao comando legal. Em outras palavras, a legislação previu uma empresa autônoma, não um mero CNPJ, pressupondo, portanto, também uma gestão autônoma.

Portanto, deve estar claro não só para o regulador, mas para toda a sociedade, que a Administração da distribuidora está liderando a empresa, tanto em termos de legitimidade quanto de responsabilização pela qualidade do serviço. Assim, não é desejável que o dirigente da distribuidora também dirija seu controlador ou outros agentes do mesmo grupo (geradoras, transmissoras, comercializadoras, prestadoras de serviços, construtoras etc), já que essa situação lhe colocaria sistematicamente em conflito de interesses.

Buscando um equilíbrio entre essa busca pela individualidade da gestão das

---

<sup>52</sup> De fato, essa vedação se insere em um contexto mais amplo de mecanismos de blindagem (conhecidos como *ring-fencing* na regulação do Reino Unido), que buscam assegurar que a distribuidora não assuma custos nem riscos de outros negócios. Além do mecanismo citado e da vedação à exploração de atividades atípicas e investimento em participações acionárias, compreendem também restrições à realização de contratos de mútuos ativos com partes relacionadas e, no caso do Reino Unido, hipóteses de restrição à distribuição de proventos.

concessões de distribuição e sua integração ao grupo, a ANEEL propôs condicionar a pactuação de contratos de compartilhamento de processos corporativos à existência de dirigentes-chave (Presidente, Diretor Técnico e Diretor Financeiro) completamente focados no serviço público de distribuição de energia elétrica, tornando claro para a sociedade quais objetivos e incentivos estão orientando as suas ações. A exclusividade com a distribuidora desenvolve, portanto, o sentimento de dono (*ownership*), positivo para o desempenho do serviço público.

De acordo com essa proposta, esses dirigentes não poderiam ter vínculo trabalhista, estatutário ou contratual com outras empresas do grupo, garantindo com segurança muito maior a observância dos seus deveres para com a sociedade estabelecidos na Lei das S.A. <sup>53</sup>

### **3.1.5. Deveres dos Executivos com o regulador**

Além dos seus deveres societários, os Diretores devem ter também deveres perante o regulador, com objetivo de tornar claro seu compromisso perante a sociedade por conduzir uma prestadora de serviço público essencial. Com base nesse raciocínio, a ANEEL propôs ao Presidente, ao Diretor Financeiro e ao Diretor Técnico

---

<sup>53</sup> *Finalidade das Atribuições e Desvio de Poder*

*Art. 154. O administrador deve exercer as atribuições que a lei e o estatuto lhe conferem para lograr os fins e no interesse da companhia, satisfeitas as exigências do bem público e da função social da empresa.*

*§ 1º O administrador eleito por grupo ou classe de acionistas tem, para com a companhia, os mesmos deveres que os demais, não podendo, ainda que para defesa do interesse dos que elegeram, faltar a esses deveres. [...]*

*Dever de Lealdade*

*Art. 155. O administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios, sendo-lhe vedado: [...]*

*II – omitir-se no exercício ou proteção de direitos da companhia [...]*

*Art. 158. O administrador não é pessoalmente responsável pelas obrigações que contrair em nome da sociedade e em virtude de ato regular de gestão; responde, porém, civilmente, pelos prejuízos que causar, quando proceder:*

*I – dentro de suas atribuições ou poderes, com culpa ou dolo;*

*II – com violação de lei ou do estatuto.*

a mesma incumbência concebida pela OFGEM no Reino Unido – emitir opinião prévia a qualquer proposta de distribuição de proventos, avaliando sua adequação em relação ao desempenho da distribuidora.

Cada um desses dirigentes também deve prestar, formalmente, contas à ANEEL sobre sua área de atuação – o Presidente pelo desempenho global da concessão bem como quanto aos controles internos e à autonomia dos seus processos administrativos, o Diretor-Técnico pelo desempenho técnico-operacional e a individualização dos processos operacionais e o Diretor Financeiro quanto à contabilização da empresa e à sua solidez econômica e financeira.<sup>54</sup>

Por fim, a proposta também estabeleceu deveres relacionados à responsabilização por informações prestadas ao regulador – o Diretor Técnico envio tempestivo e adequado de informações técnicas, incluindo às relacionadas à continuidade e às perdas comerciais, enquanto o Diretor Financeiro pelo envio tempestivo e em aderência ao regulamento da ANEEL das demonstrações contábeis regulatórias (mensais, trimestrais e anuais).<sup>55</sup>

### **3.1.6. Deveres dos Executivos com os consumidores**

Na realidade das distribuidoras brasileiras, assim como na de concessionárias outros serviços públicos, é comum que o consumidor enfrente grande dificuldade em

---

<sup>54</sup> De longa data, os Administradores de instituições financeiras costumam ser convocados periodicamente pelas áreas de fiscalização do BACEN para prestação de contas. O mesmo mecanismo começou a ser utilizado em maior intensidade pela ANEEL no início de 2015, por meio das convocações dos executivos das piores distribuidoras para apresentarem um Plano de Resultados, cf. “Aneel convoca distribuidoras e quer plano contra queda de energia”. Disponível em: <http://g1.globo.com/economia/noticia/2015/01/aneel-convoca-distribuidoras-e-quer-plano-contra-queda-de-energia.html>, último acesso em 10/07/2015.

<sup>55</sup> O raciocínio é semelhante ao da OFWAT, que estabelece que as interações entre o regulador e os agentes regulados deve de dar predominantemente por meio dos Administradores Independentes. No entanto, como já abordado na Nota de Roda-pé nº 85, os modelos societários são diferentes. No Brasil, a representação da empresa é de responsabilidade da Diretoria e não do Conselho de Administração, de acordo com o art. 138 da Lei das SA, “[...] § 1º O conselho de administração é órgão de deliberação colegiada, sendo a representação da companhia privativa dos diretores”.

solucionar suas demandas junto ao atendimento comercial da empresa. Essa situação leva, frequentemente, ao direcionamento do caso à Ouvidoria, à Agência Reguladora, à intermediação de Associações de Defesa do Consumidor (PROCON, Proteste, IDEC etc) e, não raro, ao Poder judiciário, especialmente no Juizado Especial Cível (JEC).

Uma reflexão interessante sobre o tema seria como fortalecer a governança interna da concessionária buscando aumentar a priorização dessas demandas. Nesse sentido, para exemplificar, a Lei de Acesso à Informação (já discutida no item 3.1. Transparência) incorporou ao nosso ordenamento um mecanismo poderoso de responsabilização, possibilitando que o cidadão “suba” as instâncias da empresa até sua autoridade máxima, e facilitando que sua demanda seja solucionada, nos seguintes termos:

Art. 15. No caso de indeferimento de acesso a informações ou às razões da negativa do acesso, poderá o interessado interpor recurso contra a decisão no prazo de 10 (dez) dias a contar da sua ciência.

Parágrafo único. O recurso será dirigido à autoridade hierarquicamente superior à que exarou a decisão impugnada, que deverá se manifestar no prazo de 5 (cinco) dias (grifo nossos).

Essa construção gera um forte incentivo para a resolução dos problemas nas instâncias inferiores, uma vez que o responsável sabe que, diferentemente, o problema será transferido para o seu superior. De outro lado, os superiores hierárquicos, inclusive o Presidente da organização, também tem incentivos de fortalecer a “ponta” para resolver o problema. Esse mecanismo, sem dúvida, tem sido fundamental no sucesso<sup>56</sup> já alcançado pela LAI.

---

<sup>56</sup> De acordo com o 2º Relatório sobre a Implementação da lei de Acesso à Informação elaborado pela Controladoria-Geral da União (CGU), publicado em 2014, de maio de 2012 a dezembro de 2013, dos 141.873 pedidos de informação, 78,7% foram atendidos. Em 2013, o tempo médio de resposta aos pedidos foi de 13 dias, bastante inferior ao prazo legal de 20 dias. Para maiores informações, <http://www.acessoainformacao.gov.br/central-de-conteudo/publicacoes/arquivos/relatorio-2-anos-lai-web.pdf>, último acesso em 24/07/2015.

Como exemplo privado dessa abordagem, veja-se modelo de contrato de financiamento realizado pela instituição financeira *Prodigy Finance* no Reino Unido<sup>57</sup>. Segundo a Cláusula Oitava, eventuais reclamações do consumidor serão respondidas pelo atendente comercial dentro de cinco dias úteis. Caso o consumidor não esteja satisfeito com a solução, tem direito a contatar o gerente comercial, que também terá cinco dias úteis para resolver o problema. Se a resposta do gerente não for suficiente, o consumidor terá direito a uma manifestação do Presidente da empresa em cinco dias úteis. As reclamações não resolvidas pelo Presidente, podem ser encaminhadas ao Ouvidor de Serviços Financeiros.

Essa abordagem não apenas aumenta em grande probabilidade a resolução do problema, mas também empodera o consumidor com documentos que comprovam sua boa-fé e facilitam seu acesso às entidades de defesa do consumidor e ao Poder Judiciário, se necessário.

Analogamente, a ANEEL e as demais Agências Reguladoras poderiam analisar quais situações de conflito de consumo justificariam atribuir ao consumidor o direito

---

<sup>57</sup> O contrato “FIXED-SUM LOAN AGREEMENT REGULATED BY THE CONSUMER CREDIT ACT 1974” dispõe o seguinte: [...]

**Complaints Handling**

8.1 To make a complaint about us you can email us at info@prodigyfinance.com, with brief details of the complaint and your transaction number. Our customer service staff will acknowledge the complaint by email within 1 business day. They will then investigate and send you an initial response, having had access to an officer with the authority to settle the complaint (including, where appropriate, an offer of redress). Where appropriate, the member of staff investigating the complaint will not be any staff member who was directly involved in the subject matter of the complaint. This should take no longer than five business days, but most complaints may well be resolved by close of business on the business day after the complaint is received. If the complaint is not resolved by close of business on the business day after the complaint is received, we will send you a copy of this complaints handling procedure.

8.2 If you are not satisfied by the response under Clause 8.1, you must contact the Customer Services Manager, who will respond by email within a further five business days. If you are not satisfied with the response from the Customer Services Manager, you can email us at info@prodigyfinance.com, enclosing the responses already given. That email will then be referred to the Chief Executive Officer, who will respond by email within a final five business days.

8.3 Within four weeks after receiving a complaint, we will send you either a final response or a response which explains why we are not in a position to resolve the complaint, and indicating when we will make further contact. Complaints that cannot be settled within 8 weeks after the date of complaint may ultimately be referred to the Financial Ombudsman Service.

de obter uma manifestação formal de um dirigente da empresa, por escrito, em prazo regulado.

Uma outra forma de atuar nesse problema seria a exigência regulatória que a concessionária realizasse reuniões públicas periódicas, por exemplo, anuais, em sua sede, para quais seriam convidadas as entidades de defesa do consumidor, além de um representante do regulador. Essa proposta seria importante para aproximar os consumidores da concessionária, uma vez que muitas vezes o consumidor é subrepresentado nas Audiências Públicas das Agências Reguladoras, tanto pela distância física (Brasília) quanto pela complexidade dos temas.

### **3.1.7. Política de Remuneração de Executivos e a natureza de longo prazo do serviço**

O impacto dos incentivos relacionados à política de remuneração de executivos tem papel de destaque nas pesquisas e debates globais de governança corporativa<sup>58</sup>. De fato, o tema renderia um trabalho autônomo, de modo que esse capítulo apenas se propõe a uma reflexão inicial sobre a sua relação com a regulação setorial.

É importante que a ANEEL acompanhe a evolução desse tema e avalie como ele pode contribuir com a qualidade do serviço prestado pelas distribuidoras. De um lado, o interesse público relacionado ao serviço público é permanente e as

---

<sup>58</sup> Interessante, por exemplo, a decisão recente do CEO American Airlines de abrir mão de sua remuneração e ser pago exclusivamente com ações da empresa, buscando alinhar seus interesses aos dos acionistas. Sobre o tema, ver <http://www.usatoday.com/story/todayinthesky/2015/04/23/american-airlines-ceo-to-be-paid-entirely-in-company-stock/26230615/>, último acesso em 20 de julho de 2015.

Outro tópico bastante discutido atualmente nos EUA é a possível exigência de divulgação da relação entre o salário dos executivos e do trabalhador médio, conforme proposta em discussão pela SEC (U.S. Securities and Exchange Commission). Para maiores informações, "This new rule could reveal the huge gap between CEO pay and worker pay", disponível em: [http://www.washingtonpost.com/news/on-leadership/wp/2015/08/04/this-new-rule-could-reveal-the-huge-gap-between-ceo-pay-and-worker-pay/?tid=HP\\_more%3Ftid%3DHP\\_more](http://www.washingtonpost.com/news/on-leadership/wp/2015/08/04/this-new-rule-could-reveal-the-huge-gap-between-ceo-pay-and-worker-pay/?tid=HP_more%3Ftid%3DHP_more), último acesso em: 5/9/2015.

concessionárias enxerga um horizonte de ao menos 30 (trinta) anos. Não seria importante que a remuneração dos Administradores estivesse alinhada à natureza de longo prazo do setor? Em que medida interessa ao Regulador que a qualidade do serviço componha a remuneração dos executivos?

Uma forma de abordar o tema, que vem sendo difundida pelos reguladores de mercado de capitais de diversos países, é a exigência de divulgação da remuneração dos executivos. Inclusive, no Brasil, a CVM o faz<sup>59</sup> desde a introdução do Formulário de Referência (abordado anteriormente no item 3.1 - Transparência). Importante lembrar que, conforme destacado anteriormente no mesmo item 3.1, o Estado Brasileiro faz parte da vanguarda mundial em transparência pública ao divulgar a remuneração total de todas suas lideranças.

Uma segunda forma de atuar sobre o problema seria a ANEEL oferecer incentivos (já expostos no item 2.1.) para as concessionárias que focassem a remuneração de seus Administradores em variáveis de qualidade e/ou sustentabilidade de longo prazo. Como exemplo, destaque-se a proposição recente de Jerson Kelman, ex-Diretor-Geral da ANEEL e ex-interventor da Enersul, no seguinte sentido<sup>60</sup>:

Há duas outras medidas que a Aneel poderia adotar para amortecer a alternância entre bonança e crise, em benefício dos consumidores e dos investidores de longo prazo. Primeiro, premiar no processo tarifário as empresas que decidissem atrelar os bônus de seus executivos exclusivamente a resultados de longo prazo. Por exemplo, ao valor da ação oito anos depois da assunção de função diretiva. [...]

---

<sup>59</sup> Remuneração mínima, média e máxima dos executivos, sem abertura individualizada. Importante destacar que o Instituto Brasileiro de Executivos de Finanças (Ibef) obteve liminar contra essa medida, em nome de suposta violação da intimidade e da privacidade. Enquanto a questão se arrasta na justiça, há empresas que ainda se recusam a divulgar essas informações. Recentemente, tanto as companhias de assessoria a investidores estrangeiros Glass Lewis e ISS quanto o IBGC e a AMEC se posicionaram favoráveis à medida da CVM. Para mais informações. Para mais informações, <http://economia.estadao.com.br/noticias/governanca,consultorias-pressionam-empresas-a-divulgar-remuneracao-de-executivos-imp-,1655187>, último acesso em 24/07/2015.

<sup>60</sup>“Monitoramento econômico-financeiro das distribuidoras”, Brasil Energia, nº 411, fevereiro de 2015. Disponível em: <http://www.kelman.com.br/pdf/bec411-IDkelman.pdf>. Último acesso em: 17/05/2015.

Alternativamente, ou mesmo complementarmente, a ANEEL poderia avançar na elaboração de um regulamento estabelecendo princípios e parâmetros mínimos para a remuneração de administradores, assim como o realizado recentemente pelo Banco Central, por meio da Resolução nº 3921, de 25 de novembro de 2010, que “dispõe sobre a política de remuneração de administradores das instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil”<sup>61</sup>.

### **3.1.8. Controles Internos**

As informações contábeis desempenham um papel-chave para as Agências Reguladoras e, especialmente para a ANEEL, que realiza regulação tarifária. As demonstrações contábeis regulatórias são, nesse contexto, o principal insumo do cálculo da tarifa que será paga pelos consumidores às distribuidoras, exigindo, portanto, sua máxima confiabilidade.

Outra especificidade que os controles internos desempenham no caso das distribuidoras é blindá-las de riscos e custos de outros negócios, em harmonia com a desverticalização legal instituída no setor elétrico brasileiro (conforme discutido no item 3.1.4.).

As demonstrações contábeis regulatórias ainda subsidiam as ações fiscalizatórias de natureza econômico-financeira, objetivando atuar sobre situações de alerta, por exemplo por meio da decretação das intervenções no grupo Rede Energia após o ingresso com pedido de recuperação judicial pela CELPA<sup>62</sup>.

---

<sup>61</sup> Disponível em: [http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/2010/pdf/res\\_3921\\_v1\\_O.pdf](http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/2010/pdf/res_3921_v1_O.pdf). Último acesso em: 13/07/2015.

<sup>62</sup> Para uma visão resumida quanto às fragilidades da governança e a trajetória de insustentabilidade econômico-financeira do grupo Rede Energia, ver os itens 74 a 79 da Nota Técnica nº 345/2014-SFF/ANEEL. Para maiores informações, ver as seguintes referências:

1) Comentários do Interventor da CEMAT ao PLANO ENERGISA, disponível em: [http://www.aneel.gov.br/aplicacoes/audiencia/arquivo/2013/122/documento/opiniao\\_do\\_interventor\\_d\\_a\\_cemat.pdf](http://www.aneel.gov.br/aplicacoes/audiencia/arquivo/2013/122/documento/opiniao_do_interventor_d_a_cemat.pdf). Último acesso em: 10/07/2015.

Nesse sentido, é essencial fortalecer os controles internos das concessionárias, estabelecendo parâmetros mínimos para o bom funcionamento deles. É importante destacar que, se por um lado, em muitas vezes esse interesse é convergente com o de minoritários e demais *stakeholders*, abordados no Capítulo 2, em outro, pode ser oposto, como, por exemplo, no caso das tarifas. Desse modo, o interesse público impõe que essas práticas sejam adotadas mesmo se, eventualmente, os sócios os julgarem desnecessários.

Nessa seara é possível atuar sobre diversas frentes - (i) Conselho Fiscal; (ii) Auditoria Interna; (iii) Auditoria Independente; (iv) Comitê de Auditoria e (v) *Compliance*. O tema é rico e renderia um trabalho autônomo, de modo que se passa a abordar a seguir apenas uma visão geral de possibilidades para sua implantação e maximização da sua eficácia, uma vez que em muitos casos acabam sendo apenas uma formalidade com custo certo e benefícios duvidosos.

Um primeiro aspecto diz respeito à composição desses órgãos. No caso das intervenções federais no grupo Rede Energia, os membros do Conselho Fiscal foram indicados pelo próprio regulador. Com postura independente e ativa, os membros apresentaram importante contribuição na avaliação dos interventores e das lideranças na ANEEL. Uma abordagem mais suave, por exemplo, é aquela praticada pela OFGEM, na qual a empresa indica o seu líder de *compliance* (*compliance officer*) mas

---

2) Comentários do Interventor da CELTINS ao PLANO ENERGISA, disponível em: [http://www.aneel.gov.br/aplicacoes/audiencia/arquivo/2013/122/documento/opiniao\\_do\\_interventor\\_da\\_celtins.pdf](http://www.aneel.gov.br/aplicacoes/audiencia/arquivo/2013/122/documento/opiniao_do_interventor_da_celtins.pdf), último acesso em 10/07/2015.

3) Comentários do interventor da ENERSUL ao Plano da ENERGISA. Disponível: [http://www.aneel.gov.br/aplicacoes/audiencia/arquivo/2013/122/documento/opiniao\\_do\\_interventor\\_energul.pdf](http://www.aneel.gov.br/aplicacoes/audiencia/arquivo/2013/122/documento/opiniao_do_interventor_energul.pdf). Último acesso em: 10/07/2015.

4) “Caducidade, Intervenção e expropriação”, publicado em maio de 2014 no jornal Brasil Energia. Disponível em: <http://www.kelman.com.br/pdf/bec402-idkelman.pdf>. Último acesso em: 10/07/2015.

o seu nome deve ser aprovado pelo regulador. No caso do Comitê de Auditoria <sup>63 64</sup>, é consenso que sua composição deve ser de Conselheiros Independentes, aspecto que poderia ser exigido pelo regulador setorial<sup>65</sup>.

Independentemente da origem das indicações, é essencial que os membros estejam aptos a performar suas funções. Nesse sentido que, por exemplo, a ANEEL propôs na prorrogação das concessões de distribuição que ao menos 2/3 (dois terços) dos seus membros tivessem comprovada experiência em contabilidade ou finanças.

Uma outra estratégia regulatória para aumentar a eficácia dos órgãos de controle interna é atribuir a eles deveres perante o regulador. No caso da OFGEM, por exemplo, o líder de *compliance* (*compliance officer*) tem uma série de deveres com o regulador. A mesma ideia influenciou a decisão da ANEEL de propor a instituição de deveres aos membros do Conselho Fiscal<sup>66</sup>, de modo que seu parecer passará a compor a rotina de fiscalização econômico-financeira periódica da ANEEL.

Importante destacar que no caso do Setor Elétrico até este ano as demonstrações contábeis regulatórias, principal insumo informacional da regulação, não eram objeto de parecer de auditoria independente, mas apenas de um relatório

---

<sup>63</sup> É importante destacar que, segundo o IBGC, o Conselho Fiscal e o Comitê de Auditoria não são substitutos entre si, podendo conviver harmonicamente para um controle máximo.

<sup>64</sup> Ainda em relação ao Comitê de Auditoria e à Auditoria Independente, vale a pena considerar a regulação bancária de longa data, por meio da Resolução nº 3198, de 27 de maio de 2004, que “*Altera e consolida a regulamentação relativa à prestação de serviços de auditoria independente para as instituições financeiras, demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil e para as câmaras prestadoras de serviços de compensação e liquidação*”.

<sup>65</sup> Para sua implantação, no entanto, seria necessário que as distribuidoras tivessem um Conselho de Administração, mas na prática a maioria delas não tem. Esse é um dos benefícios da exigência de um C.A. no âmbito do agente regulado contendo inclusive forte elemento independente (visto no tópico 3.1.3.supra).

<sup>66</sup> No âmbito da Audiência Pública nº 72/2014, quais sejam: (i) fiscalizar os atos dos administradores e verificar o cumprimento dos seus deveres legais, estatutários e regulatórios; (ii) opinar sobre as propostas dos órgãos da administração, a serem submetidas à assembleia-geral, relativas a modificação do capital social, emissão de debêntures ou bônus de subscrição, planos de investimento, orçamentos de capital, distribuição de dividendos, transformação, incorporação, fusão ou cisão; (iii) analisar, ao menos trimestralmente, o balancete e as demais demonstrações financeiras elaboradas periodicamente pela distribuidora; (iv) opinar sobre as demonstrações financeiras regulatórias do exercício social; e (v) opinar sobre o desempenho dos controles internos da empresa.

de procedimentos previamente acordados. No entanto, na proposta<sup>67</sup> da prorrogação das concessões de distribuição, a ANEEL exigiu a opinião dos Auditores em todos demonstrativos regulatórios (mensais, trimestrais e anuais).

Por fim, o processo de *compliance* (conformidade ou integridade) tem um papel cada vez mais importante na realidade brasileira. Às Agências Reguladoras, interessa tanto a vertente anticorrupção quanto a regulatória. O *compliance* anticorrupção está mais conectado com os objetivos citados no Capítulo 2, de fortalecer o setor elétrico brasileiro, melhorando o clima de investimentos.

O *compliance* regulatório é, de certa forma, um representante do regulador dentro das empresas. Atua de diversas formas como, por exemplo, realizando a capacitação das áreas corporativas quanto à mudanças na regulação, realizando fiscalizações simuladas, fazendo a interface com a ANEEL etc. O empoderamento do processo de *compliance*, portanto, interessa ao regulador, com possibilidade de melhorar a qualidade do serviço.

Tanto é que, no Reino Unido, a OFGEM aprova previamente o nome do líder de *compliance* (*compliance officer*) de cada distribuidora e a ele atribui uma série de responsabilidades regulatórias. Vale a pena aprofundar o exame desse mecanismo e avaliar em que medida ele poderia contribuir à regulação nacional da distribuição e de outros setores.

### **3.2. Estratégias regulatórias aplicáveis ao controlador da concessionária**

---

<sup>67</sup> Nota Técnica nº 175/2015-SCT-SFE-SFF-SRD-SRM/ANEEL, que subsidiou a Audiência Pública 38/2015.

### 3.2.1. Transparência, gestão de risco e suporte a decisões de longo prazo

Conforme discutido no Capítulo 2, o segmento brasileiro de distribuição de energia elétrica apresenta controle concentrado. Nesse cenário, um pressuposto para que o agente regulado atue com base nas melhores práticas é que o(s) seu(s) controlador(es) façam o mesmo.

Essencial, portanto, olhar para a influência do controlador sobre a distribuidora sob diversos aspectos, incluindo: (i) sua responsabilização pela forma como utiliza seu poder de controle em vista das obrigações do contrato de concessão; (ii) a blindagem da concessionária face a qualquer tipo de riscos ou problemas em outras partes do grupo; e, especialmente, (iii) seu suporte em caso de necessidade pela empresa regulada.

Diversos contratos de concessão vigentes já trazem os controladores como intervenientes-anuentes, em alguns casos assumindo responsabilidade solidária pelo contrato. Este mecanismo é importante, mas por si só insuficiente; é preciso complementá-lo, especialmente no sentido de especificar obrigações mais concretas e exequíveis.

Nesse sentido, vale olhar para a experiência da Agência Reguladora que é referência no tema – A OFWAT (Agência Reguladora de Serviços de Água do Reino Unido). Naquela jurisdição, a maioria das licenças<sup>68</sup> incorporara a obrigação que a Administração deve ser composta de modo que os dirigentes possam agir independentemente do(s) controlador(es) e que onde existir conflito de interesses, o agente regulado e seus diretores devem assegurar que estão em posição de considerar exclusivamente os interesses da companhia regulada.

Indo além, em abril de 2014, a OFWAT ainda publicou seus “*Princípios para*

---

<sup>68</sup> Ato de outorga análogo a contratos de concessão.

*empresas Holding sobre Liderança, Transparência e Governança*<sup>69</sup>, focada nas atividades da *holding* que poderiam causar maior impacto na capacidade de os agentes regulados cumprirem suas obrigações regulatórias, abordando três áreas: (i) transparência, a chave para manter a legitimidade e confiança do consumidor; (ii) gestão de risco, para que a *holding* administre seus riscos de tal modo que a empresa regulada seja protegida de risco em qualquer parte do grupo e (iii) suporte a decisões de longo prazo.

No que diz respeito à transparência, são abordados cinco pontos: (i) a estrutura da *holding* deve ser transparente, explicada de forma clara e simples de compreender; (ii) a *holding* providenciará informações sobre estrutura de capital; (iii) a *holding* demonstrará transparentemente os interesses dos seus Administradores e sua natureza (além daquelas declaradas ao nível do agente regulado); (iv) a *holding* explicará quais matérias que impactam no agente regulado são reservadas à Administração da *holding*; (v) a *holding* demonstrará transparentemente seus padrões de governança, inclusive seu grau de adesão aos princípios regulatórios (estratégia conhecida na literatura como “*comply or explain*”).

Em termos de gestão de riscos, quatro aspectos são disciplinados: (i) a *holding* não colocará em risco as obrigações e os requisitos do agente regulado; (ii) a *holding* deve proporcionar ao agente regulado as informações razoavelmente solicitadas sobre as atividades do grupo; (iii) a *holding* deve revelar quaisquer questões ao nível do grupo que podem impactar materialmente a empresa regulada; e (iv) a *holding* deve apoiar a Administração do agente regulado para que seja capaz de conduzir o negócio como se fosse uma empresa separada e de capital aberto listada em bolsa.

---

<sup>69</sup> “Board leadership, transparency and governance – holding company principles”. Disponível em: [http://www.ofwat.gov.uk/regulating/gud\\_pro20140131leadershipholdco.pdf](http://www.ofwat.gov.uk/regulating/gud_pro20140131leadershipholdco.pdf). Último acesso em: 15/05/2015.

Em terceiro lugar, quanto ao suporte a decisões de longo prazo, a *holding* deve suportar o agente regulado a operar de forma sustentável (incluindo tomada de decisões de longo prazo) alinhadas com a natureza de longo prazo do setor de água. Muitos desses princípios têm potencial para contribuir com o ambiente regulatório brasileiro. Faz-se necessário, portanto, que os futuros contratos de concessão contenham pactuem que o controlador aceite os elevados padrões de governança estabelecidos pelo regulador. Com base nesse fundamento jurídico, a ANEEL poderá aprofundar o estudo do tema à luz das especificidades do Setor Elétrico nacional e o discuta amplamente com a sociedade por meio de Audiências Públicas e encontros com públicos especializados.

### **3.2.2. Compromisso regulatório de Aporte de Capital na concessionária**

Por fim, passamos a abordar a questão do suporte do controlador em caso de necessidade pela empresa regulada. Caso a distribuidora não desempenhe a atividade com eficiência suficiente para cobrir seus compromissos mínimos, ela necessitará de recursos externos para honrá-los – capital de terceiros ou capital próprio dos sócios. A primeira opção, por meio da contratação de novos empréstimos ou financiamentos, resultaria no progressivo aumento da sua alavancagem e conseqüentemente o grau de risco sob os olhos dos financiadores que passam a cobrar juros cada vez maiores – conhecido como efeito “bola de neve”.

Essa condição de insustentabilidade tende, portanto, ao agravamento e ao crescente inadimplemento de obrigações, resultando, frequentemente, na redução dos investimentos e dos gastos com manutenção<sup>70</sup>, cujas conseqüências podem levar alguns anos para serem completamente observadas. Por esse motivo, faz-se

---

<sup>70</sup> Bem ilustrado pelo colapso do grupo Rede Energia, já abordado anteriormente nesse trabalho.

necessário criar uma regulação prudencial para o segmento de distribuição, sob a qual o ingresso de uma concessionária em uma trajetória insustentável seja interrompido imediatamente pelo suporte dos sócios controladores, ao menos estabilizando a situação até que a concessionária promova as medidas estruturais necessárias para reestabelecer seu equilíbrio.

O mesmo raciocínio subsidia um mecanismo amplamente utilizado por credores em contratos de *project finance* no Setor Elétrico: o Compromisso de Aporte de Capital (CAC)<sup>71</sup> dos sócios, quando necessário à satisfação da obrigação principal, exemplificado pela seguinte cláusula extraída de um contrato do BNDES<sup>72</sup>:

#### **11.7 SUPORTE DE ACIONISTAS**

AS ACIONISTAS nos termos do CONTRATO DE SUPORTE DE ACIONISTAS, obrigam-se a aportar mediante integralização de capital em dinheiro e de forma proporcional à sua participação acionária na BENEFICIÁRIA, os recursos necessários à cobertura de eventuais insuficiências ou acréscimos do orçamento global do PROJETO; ou, ainda, para suprir insuficiência de recursos para o preenchimento da CONTA RESERVA DO REPASSE e da CONTA RESERVA DO FCO. (Grifos Nossos)

A propósito, a ferramenta do Compromisso de Aporte de Capital tem sido amplamente utilizada no ambiente de negócios brasileiro para viabilizar projetos em diversos setores, tais como a construção de rodovias<sup>73</sup> e até mesmo a construção de um estádio na Copa do Mundo de Futebol de 2014.

Nesse sentido, a ANEEL propôs<sup>74</sup> que nos futuros contratos de concessão os controladores se comprometam, no momento da assinatura do contrato, a aportar capital na concessionária a cada ano em que houver violação dos parâmetros mínimos

---

<sup>71</sup> Também conhecido como ESA – *Equity Support Agreement*.

<sup>72</sup> O site do banco apresenta maiores detalhes sobre as garantias utilizada em financiamentos de projetos. Ver em:

[http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes\\_pt/Institucional/Apoio\\_Financeiro/Produtos/Project\\_Finance/](http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/Apoio_Financeiro/Produtos/Project_Finance/), último acesso em 17/05/2015.

<sup>73</sup> “Aumento de capital será usado como garantia de crédito em leilões de rodovias”, Valor Econômico, 29/07/2013. Disponível em: [http://www.seinfra.ba.gov.br/exibe\\_noticia\\_banco.asp?id\\_noticia=9406](http://www.seinfra.ba.gov.br/exibe_noticia_banco.asp?id_noticia=9406). Último acesso em: 17/05/2015.

<sup>74</sup> Cf. Nota Técnica nº 175/2015-SCT-SFE-SFF-SRD-SRM/ANEEL, que embasou a AP nº 38/2015.

de sustentabilidade econômico e financeira definidos pela ANEEL, no montante necessário para atingir a condição de sustentabilidade mínima naquele exercício.

Assim como nos financiamentos relacionados a projetos, a partir dos novos contratos de concessão, esse mecanismo desempenhará um papel-chave no ambiente regulatório. A sua aplicação contribuirá com a situação econômica e financeira das concessionárias e com a sua preservação ao longo dos próximos trinta anos, privilegiando a prestação do serviço adequado e a adimplência no Setor.

Desse modo, esse maior detalhamento contratual em relação controlador se faz especialmente importante uma vez que foram identificados nos últimos anos casos grupos econômicos com situação robusta que não ofereceram o suporte necessário às suas distribuidoras.

Por esse motivo, os futuros contratos de concessão devem prever consequências para o eventual descumprimento dos compromissos assumidos pelo controlador. Inspirado nos mecanismos de *cross default*<sup>75</sup> utilizados por instituições financeiras, a ANEEL propôs<sup>76</sup> a possibilidade de limitação da participação do controlador e de seu grupo societário em novos empreendimentos do Setor Elétrico<sup>77</sup>.

---

<sup>75</sup>De maneira abrangente, o BusinessDictionary.com conceitua uma cláusula de cross default como: “*Common stipulation in loan agreements under which a bank has a right to deny access to balances in any or all loan accounts to a borrower (with several loans at the same bank) even if only one loan goes into default. In fact, a bank can apply all available balance(s) in all account(s) of the borrower to satisfy any loan in default. Bankers justify this clause on the logic that a default sours the bank client relationship, not a just a loan agreement. See also cross collateral clause*”. Disponível em <http://www.businessdictionary.com/definition/cross-default-clause.html>, último acesso em 23/07/2014. Como exemplo nacional, entre as medidas que o BNDES anunciou em 2012 para estimular as debêntures de infraestrutura estava a inclusão de cláusula de vencimento antecipado cruzado pela qual “*se a empresa ficar inadimplente no pagamento das debêntures ela é impedida de tomar novos empréstimos no banco*”, além de o banco poder, ao limite, declarar vencimento antecipado de outros contratos de financiamento. Disponível em <http://www.valor.com.br/financas/2819220/bndes-anuncia-medidas-para-estimular-debentures-de-infraestrutura>, último acesso em: 05/09/2012.

<sup>76</sup> Cf. Nota Técnica nº 175/2015-SCT-SFE-SFF-SRD-SRM/ANEEL, que embasou a AP nº 38/2015.

<sup>77</sup> Na linha do já previsto pelo art. 10 da Resolução nº 63/2004 da ANEEL, in verbis: “Art. 10 [...] § 1º A suspensão temporária de participação em licitações para obtenção de novas concessões, permissões ou autorizações, bem como o impedimento de contratar com a ANEEL e de receber autorização para serviços e instalações de energia elétrica alcançam também o acionista controlador da infratora.”

Afinal, se a situação econômico-financeira do controlador não permitir que ele honre seus compromissos assumidos em um contrato de concessão, também não permitiria o comprometimento sustentável do ponto de vista econômico-financeiro com novos projetos, colocando em risco a qualidade da expansão, a segurança do abastecimento e a qualidade do serviço no presente e no futuro.

#### **4 – Conclusões**

O fortalecimento da governança corporativa é a peça-chave na visão de transformar o setor elétrico em uma referência nacional de qualidade, legitimidade e controle democrático, internalizando de maneira mais clara no raciocínio empresarial as premissas fundamentais da prestação de serviços públicos – foco no consumidor e visão de longo prazo.

O trabalho discutiu reflexões concretas de como a ANEEL pode atuar em novas frentes para influenciar a melhoria na qualidade do serviço público de distribuição, tais como (i) restringindo dividendos de concessionárias com desempenho insuficiente; (ii) comprometendo os acionistas controladores a oferecerem suporte de capital quando necessitado pela concessionária; (iii) estabelecendo deveres aos Administradores tanto perante o regulador quanto perante os consumidores; (iv) discutindo a possibilidade de incorporação do Novo Mercado da BM&FBOVESPA ou do selo de Governança das Estatais como uma condição de futuras concessões, e (v) fortalecendo os controles internos entre outros aspectos.

Por outro lado, o aumento da transparência e o maior alinhamento de incentivos entre a concessionária, seus Administradores e seus controladores também resultará no progressivo aumento da liberdade empresarial, uma vez que um ambiente de maior confiança reduz a necessidade de intervenções regulatórias e fiscalizatórias.

Assim, a ANEEL e as demais Agências Reguladoras têm potencial para se tornarem protagonistas no sentido de desenvolver o ambiente de negócios no Brasil, onde, segundo o relatório do Banco Mundial a “CVM, a BOVESPA, o IBGC [Instituto Brasileiro de Governança Corporativa] e as empresas listadas no Novo Mercado têm sido os maiores campeões e agentes de mudança. O desafio agora é “popularizar” a reforma da governança corporativa além desse limitado grupo de insiders e fazê-la uma parte integral do clima de investimentos”.<sup>78</sup>

---

<sup>78</sup> **World Bank – Corporate Governance – Country Assessment – Brazil (2005)**, tradução livre de “**Next steps:** CVM, BOVESPA, IBGC and firms listed on the Novo Mercado have been major champions and drivers of change. The challenge now is to “mainstream” corporate governance reform beyond this limited group of insiders and make it an integral part of the investment climate agenda”. Disponível em: [http://www.worldbank.org/ifa/rosc\\_cg\\_bra.pdf](http://www.worldbank.org/ifa/rosc_cg_bra.pdf). Último acesso em: 17/05/2015.

## 5 – Referências Bibliográficas

AGÊNCIA NACIONAL DE ENERGIA ELÉTRICA (ANEEL), Nota Técnica nº 353/2014-SFF/ANEEL. Disponível em:

<[http://www.aneel.gov.br/aplicacoes/consulta\\_publica/documentos/NT\\_Indicadores%20de%20Sustentabilidade.pdf](http://www.aneel.gov.br/aplicacoes/consulta_publica/documentos/NT_Indicadores%20de%20Sustentabilidade.pdf)>. Último acesso em 31 de Agosto de 2015.

\_\_\_\_\_. Nota Técnica nº 345/2014-SFF/ANEEL. Disponível em:

<[http://www.aneel.gov.br/aplicacoes/audiencia/arquivo/2014/072/documento/nota\\_tecnica\\_compartilhamento\\_analise\\_cp\\_12-2013\\_sff\\_final\\_11\\_12\\_2014.pdf](http://www.aneel.gov.br/aplicacoes/audiencia/arquivo/2014/072/documento/nota_tecnica_compartilhamento_analise_cp_12-2013_sff_final_11_12_2014.pdf)> Último acesso em 31 de Agosto de 2015.

\_\_\_\_\_. Nota Técnica nº 175/2015-SCT-SFE-SFF-SRD-SRM/ANEEL. Disponível em <[http://www.aneel.gov.br/aplicacoes/audiencia/arquivo/2015/038/documento/nt0175\\_23.6.15.pdf](http://www.aneel.gov.br/aplicacoes/audiencia/arquivo/2015/038/documento/nt0175_23.6.15.pdf)> Último acesso em 31 de Agosto de 2015.

\_\_\_\_\_. Comentários dos Interventores ao Plano da ENERGISA (2013). Disponível em

<<http://www.aneel.gov.br/aplicacoes/audiencia/arquivo/2013/122/documento/opiniaodointerventordaceltins.pdf>> Último acesso em 31 de Agosto de 2015.

AGÊNCIA NACIONAL DE SAÚDE SUPLEMENTAR (ANS), Nota nº 5/2013/DIOPE/ANS.

ANDRADE, Adriana. ROSSETTI, José Paschoal. Governança Corporativa:

Fundamentos, Desenvolvimento e Tendências. São Paulo, 5ª ed., Atlas, 2011.

AZUMENDI, Sebastian. Repensando a governança das empresas estatais. Conjuntura Econômica, Julho de 2015, p. 40 e 41.

BANCO CENTRAL DO BRASIL, Resolução nº 4.193, de 1º de março de 2013.

Disponível em:

<[http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/2013/pdf/res\\_4193\\_v1\\_O.pdf](http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/2013/pdf/res_4193_v1_O.pdf)> Último

acesso em 31 de Agosto de 2015.

BANCO MUNDIAL. Corporate Governance: Country Assessment. Brazil, Maio de 2005.

BORGERTH, Vânia Maria da Costa. SOX: Entendendo a Lei Sarbanes-Oxley. São Paulo: Thonsom Learning. 2007.

BORGES, Luiz Ferreira Xavier. Covenants: Instrumento de Garantia em Project Finance. 2002.

BM&FBOVESPA, Regulamento de listagem do Novo Mercado. 2011. Disponível em:

<<http://bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/download/Regulamento-de-Listagem-do-Novo-Mercado.pdf>> Último acesso em 31 de Agosto de 2015.

\_\_\_\_\_. Cláusulas Mínimas Estatutárias do Novo Mercado. 2011.

\_\_\_\_\_. Proposta de Programa de Governança das Estatais. 2015. Disponível em <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/noticias/download/Programa-de-Governanca-de-Estatais-30-06-2015.pdf>> Último acesso em 31 de Agosto de 2015.

BRASIL, Decreto nº 8.461, de 2 de junho de 2015.

COMISSÃO DE VALORES IMOBILIÁRIOS (CVM). Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa. Junho de 2002. Disponível em <<http://exame.abril.com.br/rede-de-blogs/investidor-em-acao/files/2011/04/cartilha-CVM-Governan%C3%A7a-Corporativa.pdf>> Último acesso em 31 de Agosto de 2015

CONTROLADORIA GERAL DA UNIÃO. 2º Relatório sobre a Implementação da Lei nº 12.5227: Lei de Acesso à Informação. Brasília, 2014.

ELLIOTT, Dan. Regulating Prices and Service Quality. In Michael Crew and David Parker (eds), Handbook of Economic Regulation. Cheltenham, UK and Northampton, MA, USA. Edward Elgar, pp. 82-106.

GELMAN, Marina. O conceito de conselheiro independente vigente na regulamentação dos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBOVESPA. Escola de Direito De São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, 2012. Disponível em [http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/10423/Gelman\\_Marina%20disserta%C3%A7%C3%A3o%20de%20Mestrado.pdf?sequence=1&isAllowed=y](http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/10423/Gelman_Marina%20disserta%C3%A7%C3%A3o%20de%20Mestrado.pdf?sequence=1&isAllowed=y)

Último acesso em 31 de Agosto de 2015.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). O Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa. 4ª Edição. 2009.

\_\_\_\_\_. Carta Diretriz 5: Sociedades de Economia Mista. Coordenação: João Laudo de Camargo e Luiz Spinola. São Paulo, SP. 2015, 24p.

INSTITUTO ACENDE BRASIL. White Paper: Gestão Estatal (Parte 2): Governança Corporativa. Edição nº 11. Março de 2013.

KELMAN, J. Monitoramento econômico-financeiro das distribuidoras, Brasil Energia, 2015.

\_\_\_\_\_. Caducidade, Intervenção e expropriação, Brasil Energia, Maio de 2014.

LARCKER, David F. e TAYAN, Brian. A Real look at Real World Corporate Governance. 2013.

MOODY'S INVESTORS SERVICE. Summary of Moody's Views on Key Corporate Governance Issues. 2014.

ORGANIZAÇÃO PARA A COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO (OCDE). Case Studies of Good Corporate Governance Practices: *Latin American Corporate Governance Roundtable*. 2ª Edição. 2006.

\_\_\_\_\_. Diretrizes da OCDE sobre Governança Corporativa para empresas estatais.

\_\_\_\_\_. Os Princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades. 2004.

\_\_\_\_\_. Relatório Oficial sobre Governança Corporativa na América Latina. 2003.

OFGEM (Office of Gas and Electricity Markets). Standard conditions of the Electricity Distribution Licence. 2015.

OFWAT (The Water Services Regulation Authority). Board Leadership, Transparency and Governance. 2014.

\_\_\_\_\_. Board leadership, transparency and governance – holding company principles. 2014.

\_\_\_\_\_. Observations on the regulation of the water sector. 2013.

SLOMSKI, Valmor; MELLO, Gilmar Ribeiro de; FILHO, Francisco Tavares; MACÊDO, Fabricio Queiroz – Governança Corporativa e Governança na Gestão Pública. São Paulo. Atlas (2008).

STANDARD AND POOR'S. “Fatores de Créditos relativos à administração e governança para entidades corporativas e seguradoras”. 13 de Novembro de 2012.

\_\_\_\_\_. Credit FAQ. “How Regulatory Ring-Fencing Affects our Ratings on U.K. Utilities”. November 22, 2012.

TRIBUNAL DE CONTAS DA UNIÃO (TCU). Referencial Básico de Governança. 2ª  
Ed. Brasília, 2014.

## Anexo I

**Tabela I - Mapeamento Societário das Distribuidoras <sup>79</sup>**

Grupo	Nome	Tipo Societário	Categoria do Registro na CVM <sup>80</sup>	Listada na Bovespa?	Nível da Distribuidora na BM&FBOVESPA
AES	ELETROPAULO	SA.	Categoria A	Sim	Nível 2
AES	AES-SUL	SA.	Categoria B	Sim	Tradicional
CEB	CEB-DIS	SA.	.	Não	.
CEEE	CEEE-D	SA.	Categoria A	Sim	Nível 1
CELESC	CELESC	SA.	.	Não	.
CEMIG/LIGHT	LIGHT	SA.	Categoria B	Sim	.
CEMIG/LIGHT	CEMIG-D	SA.	Categoria B	Sim	.
COPEL	COPEL-Dis	SA.	.	Não	.
CPFL	Paulista	SA.	Categoria B	Sim	.
CPFL	Piratininga	SA.	Categoria B	Sim	.
CPFL	RGE	SA.	Categoria B	Sim	.
CPFL	Jaguari	SA.	Não	Não	.
CPFL	Mococa	SA.	Não	Não	.
CPFL CPFL	Leste Paulista	SA.	Não	Não	.
CPFL	Santa Cruz	SA.	Não	Não	.
CPFL	Sul Paulista	SA.	Não	Não	.
EDP	BANDEIRANTE	SA.	Categoria B	Sim	.
EDP	ESCELSA	SA.	Categoria B	Sim	.

<sup>79</sup> Elaboração dos autores em maio de 2014 a partir dos sítios eletrônicos das empresas, da CVM e da BM&FBOVESPA.

<sup>80</sup> Categoria "A" apenas título de dívida, "B" também passível de emissão de títulos de propriedade.

ELETROBRAS	AMAZONAS ENERGIA	SA.	Não	Não	.
ELETROBRAS	CEA	SA.	Não	Não	.
ELETROBRAS	CELG-D	SA.	Não	Não	.
ELETROBRAS	CERR	SA.	Não	Não	.
ELETROBRAS	DISTRIBUIÇÃO ACRE	SA.	Não	Não	.
ELETROBRAS	DISTRIBUIÇÃO ALAGOAS	SA.	Não	Não	.
ELETROBRAS	DISTRIBUIÇÃO PIAUI	SA.	Não	Não	.
ELETROBRAS	DISTRIBUIÇÃO RONDÔNIA	SA.	Não	Não	.
ELETROBRAS	DISTRIBUIÇÃO RORAIMA	SA.	Não	Não	.
ENDESA	AMPLA	SA.	Categoria A	Sim	Tradicional
ENDESA	COELCE	SA.	Categoria A	Sim	Tradicional
ENERGISA	CEMAT	SA.	Categoria A	Sim	Tradicional
ENERGISA	ENERSUL	SA.	Categoria B	Sim	Tradicional
ENERGISA	EDEVP	SA.	Não	Não	.
ENERGISA	EPB	SA.	Categoria B	Não	Tradicional
ENERGISA	ESE	SA.	Categoria B	Não	Tradicional
ENERGISA	EMG	SA.	Categoria B	Não	Tradicional
ENERGISA	EBO	SA.	Não	Não	.
ENERGISA	CAIUÁ-D	SA.	Não	Não	.
ENERGISA	CELTINS	SA.	Não	Não	.
ENERGISA	CFLO	SA.	Não	Não	.
ENERGISA	CNEE	SA.	Não	Não	.
ENERGISA	EEB	SA.	Não	Não	.

ENERGISA	ENF	SA.	Não	Não	.
EQUATORIAL	CEMAR	SA.	Categoria A	Sim	Apenas Mercado de Balcão
EQUATORIAL	CELPA	SA.	Categoria A	Sim	Tradicional
IBERDROLA	ELEKTRO	SA.	Categoria A	Sim	Tradicional
NEOENERGIA	CELPE	SA.	Categoria A	Sim	Tradicional
NEOENERGIA	COELBA	SA.	Categoria A	Sim	Tradicional
NEOENERGIA	COSERN	SA.	Categoria A	Sim	Tradicional
.	ELETROCAR	SA.	Não	Não	.
.	COCEL	SA.	Não	Não	.
.	CHESP	SA.	Não	Não	.
.	SULGIPE	SA.	Não	Não	.
.	COOPERALIANÇA	SA.	.	Não	.
.	DMEPC	SA.	Não	Não	.
.	DEMEI	SA.	Não	Não	.
.	EFLJC	LTDA	Não	.	.
.	EFLUL	LTDA	Não	.	.
.	ELFSM	SA.	Não	Não	.
.	FORCEL	LTDA	Não	.	.
.	HIDROPAN	SA.	Não	Não	.
.	IENERGIA	LTDA	Não	.	.
.	MUX-ENERGIA	LTDA	Não	.	.
.	UHENPAL	LTDA	Não	.	.