



**Escola Nacional de  
Administração Pública**

**ESCOLA NACIONAL DE ADMINISTRAÇÃO PÚBLICA  
PROGRAMA DE MESTRADO PROFISSIONAL EM GOVERNANÇA E  
DESENVOLVIMENTO**

**GOVERNANÇA CORPORATIVA DE  
CONGLOMERADOS FINANCEIROS ESTATAIS**

**DISSERTAÇÃO DE MESTRADO**

**CARLOS EDUARDO DA COSTA KAMADA**

**BRASÍLIA – DF**

**2020**

# **GOVERNANÇA CORPORATIVA DE CONGLOMERADOS FINANCEIROS ESTATAIS**

Dissertação apresentado ao Programa de Mestrado em Governança e Desenvolvimento da Escola Nacional de Administração Pública - ENAP como requisito para obtenção do título de Mestre em Governança e Desenvolvimento.

Aluno: Carlos Eduardo da Costa Kamada  
Orientador: Prof. Dr. Mauro Santos Silva

Brasília - DF  
2020

Ficha catalográfica elaborada pela equipe da Biblioteca  
Graciliano Ramos da Enap

---

K151g Kamada, Carlos Eduardo da Costa  
Governança corporativa de conglomerados financeiros estatais / Carlos  
Eduardo da Costa Kamada --. Brasília, 2020.  
90 f. : il.

Dissertação (Mestrado -- Programa de Mestrado Profissional em  
Governança e Desenvolvimento) -- Escola Nacional de Administração Pública,  
2020.

Orientação: Prof. Dr. Mauro Santos Silva.

1. Governança Corporativa. 2. Empresa Pública. 3. Instituição  
Financeira. 4. Administração de Empresas. 5. Controle Interno. 6.  
Compliance. 7. Accountability. I. Silva, Mauro Santos orient. II. Título.

CDU 336.1:351(81)

---

Bibliotecária: Tatiane de Oliveira Dias – CRB1/2230

**CARLOS EDUARDO DA COSTA KAMADA**

**GOVERNANÇA CORPORATIVA DE  
CONGLOMERADOS FINANCEIRO ESTATAIS**

Dissertação apresentado ao Programa de Mestrado em Governança e Desenvolvimento da Escola Nacional de Administração Pública - ENAP como requisito para obtenção do título de Mestre em Governança e Desenvolvimento.

Defendida em 31 de Julho de 2020.

BANCA EXAMINADORA:

---

Prof. Dr. Mauro Santos Silva, Orientador - ENAP

---

Prof. Dr. Ian Ramalho Guerriero - ENAP

---

Msc. Pedro Antônio Estrella Pedrosa – UnB

---

Msc. Luiz Felipe Figueiredo de Andrade – UnB

BRASÍLIA  
2020

## **DEDICATÓRIA**

Dedico esta dissertação à minha mãe, que mesmo de longe me acompanha pra onde quer eu vá.

Dedico também ao meu orientador, Prof. Dr Mauro Santos Silva, pela generosidade em compartilhar tamanho conhecimento acadêmico, profissional e de conduta pessoal no decorrer do curso e da elaboração deste trabalho.

## **AGRADECIMENTOS**

Para conduzir um mestrado profissional é necessário um equilíbrio complexo entre as demandas acadêmicas e profissionais que não é possível atingir sem um pleno apoio de diversas pessoas. Por isso inicio agradecendo a todos os meus colegas na Caixa, gestores e equipes, que me acompanharam no decorrer deste trabalho.

Não gostaria de citar nomes para não correr o risco de cometer uma injustiça em esquecer alguém, mas gostaria de salientar o suporte dos meus eventuais nesse tempo, Luiz Ernesto, Vanessa, Camila e Ludymilla; que seguraram o rojão da gestão na minha ausência.

Agradeço aos membros da banca, Prof. Dr. Ian Guerriero, Pedro Pedrosa, Luiz Felipe; que me acompanharam na construção do trabalho e fizeram contribuições essenciais para que este trabalho atingisse a melhor entrega possível.

Agradeço aos meus colegas e coordenadores da Turma II do Programa de Mestrado em Governança e Desenvolvimento da ENAP, servidores públicos de excelência, com os quais construí uma sólida amizade.

Agradeço ao meu grande amigo Getúlio Pernambuco pelos conselhos e por compartilhar tamanha sabedoria, além de dedicar seu tempo para estar presente em minha qualificação e na banca de defesa.

Agradeço a Carolina Gregorutti, que me deu um essencial incentivo nesses caminhos tortuosos do mundo acadêmico.

Meus mais sinceros agradecimentos a todos!

## LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS

<b>ABECIP</b>	- Associação Brasileira das Entidades e Crédito Imobiliário e Poupança
<b>ANBIMA</b>	- Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros
<b>B3</b>	- Brasil, Bolsa, Balcão
<b>BACEN</b>	- Banco Central do Brasil
<b>BIS</b>	- <i>Bank for International Settlements</i>
<b>CAIXA</b>	- Caixa Econômica Federal
<b>CAIXAPAR</b>	- Caixa Participações S.A.
<b>CGPAR</b>	- Comissão Interministerial de Governança Corporativa e de Administração de Participações Societárias da União
<b>CGU</b>	- Controladoria-Geral da União
<b>CMN</b>	- Conselho Monetário Nacional
<b>COPAR</b>	- Comitê de Partes Relacionadas
<b>COSO</b>	- <i>Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission</i>
<b>CVM</b>	- Comissão de Valores Mobiliários
<b>ECCIA</b>	- Confederação Europeia dos Institutos de Auditoria Interna
<b>FEBRABAN</b>	- Federação Brasileira de Bancos
<b>FED</b>	- <i>Federal Reserve</i>
<b>FERMA</b>	- Federação Europeia de Associações de Gestão de Risco
<b>GECIC</b>	- Gerência Nacional Controle Institucional do Conglomerado e FUNCEF
<b>GEPAR</b>	- Gerência Nacional Monitoramento das Participações e da Patrocinada
<b>GRI</b>	- <i>Global Reporting Initiative</i>
<b>IBGC</b>	- Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
<b>IBGE</b>	- Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
<b>M&amp;A</b>	- <i>Mergers and Acquisitions</i> (Fusões e Aquisições)
<b>NYSE</b>	- Bolsa de Valores de Nova York
<b>PIB</b>	- Produto Interno Bruto
<b>PROER</b>	- Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional
<b>RWA</b>	- <i>Risk Weighted Assets</i>
<b>SFN</b>	- Sistema Financeiro Nacional
<b>SUSEP</b>	- Superintendência de Seguros Privados
<b>TVM</b>	- Títulos e Valores Mobiliários

## **LISTA DE TABELAS**

**Tabela 1: Estruturas de gerenciamento de riscos e de capital**

**Tabela 2: Premissas para estruturas de gerenciamento de riscos e de capital**

**Tabela 3: Premissas para realização de testes de estresse**

**Tabela 4: Requerimento para o Capital Regular regulamentado pela Resolução CMN 4.193/2013**

## **LISTA DE FIGURAS**

**Figura 1: Arquétipos de participações societárias e natureza jurídica**

**Figura 2: Deliberações sobre participações societárias**

**Figura 3: Linhas de Defesa sobre participações societárias**

**Figura 4: Eixos do Modelo de Governança Corporativa CAIXA**

**Figura 5: Modelo de atuação perante as participações societárias – Caixa Econômica Federal**

## **RESUMO (um parágrafo com aproximadamente 15 linhas)**

A atuação do Estado como empreendedor é bastante marcante no Brasil por meio das empresas estatais e de capital misto, que adquiriram no decorrer um caráter cada vez complexo em virtude da cisão de partes do negócio em subsidiárias e da aquisição de outras participações societárias, inclusive minoritárias, para cumprimento das estratégias corporativas.

Esses processos conduziram à formação de conglomerados estatais composto por inúmeras companhias, estatais e privadas, com subsequente necessidade de uma gestão societária robusta para as decisões de composição do portfólio de participações.

Nesse sentido, a aprovação da Lei 13.303/2016 trouxe uma série de instrumentos e premissas para o estabelecimento de estruturas com fulcro no aprimoramento da governança corporativa das empresas estatais, com destaque para a governança de participações societárias.

O presente trabalho buscou avaliar, através do estudo de caso da Caixa Econômica Federal, como conglomerados financeiros estatais se adequaram a partir de 2016 sob o prisma das mudanças legais, regulatórias e autorregulatórias.

No exemplo apreciado, um conglomerado estatal de grande porte comparativamente à média, observou-se ajustes de estrutura organizacional e de instâncias de governança, em linha com as proposições dos três eixos analisados.

### **Palavras Chaves:**

Governança Corporativa; Gestão Societária; Empresa Estatal, Conglomerado Financeiro; Instituição Financeira; Gestão de Riscos; Controles Internos; *Compliance*

## **ABSTRACT**

The performance of the State as an entrepreneur is quite strong in Brazil through state-owned and mixed-capital companies, which in the course of time have acquired an increasingly complex character due to the spin-off of parts of the business in subsidiaries and the acquisition of other equity interests, including minority shareholding, to comply with corporate strategies. These processes led to the formation of state-owned conglomerates composed of numerous companies, both state-owned and private, with the subsequent need for robust corporate management for the decisions on the composition of the equity portfolio.

In this way, the approval of the Law 13.303/2016 brought a series of instruments and premises for the establishment of structures with a focus on improving the corporate governance of state-owned companies, with emphasis on the governance of equity interests.

The present work sought to assess, through a case study of Caixa Econômica Federal, how state financial conglomerates have adapted since 2016 under the prism of legal, regulatory and self-regulatory changes.

In the example studied, a large state conglomerate compared to the average, adjustments in organizational structure and governance instances have been observed, in line with the proposals of the three axes analyzed.

### **KEYWORDS:**

Corporate Governance; Equity Management; State-Owned Company; Financial Conglomerate; Financial Institution; Risk Management; Internal Controls; Compliance

## **SUMÁRIO**

- 1. Introdução**
  - 2. Referencial Teórico**
  - 3. Governança Corporativa de Empresas Estatais Financeiras**
    - a. Regulação imposta pelo Regulador Financeiro**
    - b. Autorregulação de Governança: Modelo B3**
    - c. Regulação Imposta pelo Estatuto das Empresas Estatais (Lei ° 13.303/2016)**
  - 4. Modelo de Governança de Conglomerado Caixa Econômica Federal Pós-2016**
  - 5. Considerações Finais**
- Referências**

## 1. INTRODUÇÃO

A adequada governança de empresas estatais é um tema imperioso em todas as nações democráticas como o canalizador dos principais preceitos constitucionais no uso adequado dos recursos públicos e adequada prestação de contas aos cidadãos.

No caso brasileiros, essas companhias representam montante relevante da geração de riquezas do país. De acordo com o 12.º Boletim das Empresas Estatais Federais (BRASIL, 2019), o orçamento das empresas estatais para o exercício 2019 foi da ordem de R\$2,24 trilhões, ou aproximadamente 30,7% do Produto Interno Bruto (PIB) estimado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) para o mesmo ano (R\$ 7,3 trilhões). Esta magnitude demonstra a relevância do estudo da governança de empresas estatais na agenda de pesquisa acadêmica e de políticas públicas.

Neste sentido, Silva (2019) opina sobre a relevância da agenda de governança de empresas estatais, como um conjunto de companhias em que são alocados uma quantidade expressiva de recursos dos governos, além de desempenhar um papel relevante de interesse social. Ainda segundo o autor, o tema de “governança de empresas estatais” constitui uma agenda essencial de políticas públicas no Brasil, sendo a governança um arranjo institucional com capacidade de contribuição relevante para aprimoramento do desempenho empresarial, tanto sobre a ótica do resultado financeiro, quanto pela disseminação de informações para os diversos atores envolvidos, quando bem desenvolvido.

Na presente pesquisa, propõe-se analisar se os distintos vetores de transformação do ambiente de governança dos conglomerados estatais, abrangendo legislação, normatização de reguladores e medidas de autorregulação são incorporados por estas companhias, com destaque para o processo de governança de participações societárias.

Assume-se, como hipótese de trabalho, que as disposições supracitadas são incorporadas de maneira satisfatória pelas empresas estatais, provocando, em um primeiro momento, maior difusão de informações, considerando os novos relatórios e publicações compulsórios nessas normatizações, e o reforço da estrutura de gerenciamento de riscos e controles internos, um dos principais tópicos abordados nos documentos.

Isto posto, a finalidade da pesquisa é avaliar a efetiva materialização, tomando como base as premissas preconizadas na legislação e na regulamentação para governança de empresas estatais.

A metodologia que embasou a condução desta pesquisa é o estudo de caso. Justifica-se a sua utilização em virtude do complexo contexto decorrente da interação de múltiplos atores, em que se destacam os agentes políticos que aprovam o marco legal, os agentes de mercado que são competidores e a população como beneficiária de políticas públicas operadas pela empresa estatal, além do seu corpo funcional e de dirigentes. Há também a existência de uma teoria de governança corporativa prévia que alicerça o trabalho, com a ressalva do tratamento superficial da governança de empresas estatais.

Nesse sentido, a metodologia demonstra-se adequada conforme exposto por Martins (2008, apud Yin, 2001), como um ferramental para a pesquisa científica empregada para compreensão de processos com devida complexidade social no qual estes estão inseridos, tanto em situações problemáticas, quanto exitosas, para ponderar as suas externalidades. Além disso, denota o autor que esta metodologia prevê, eventualmente, uma teoria preliminar, a ser aplicada e testada no decorrer do processo investigativo; ou a construção de uma abordagem teórica nova a partir dos achados da pesquisa.

No que se refere à delimitação do objeto de análise, optou-se pelo conglomerado composto pela Caixa Econômica Federal e suas participações em virtude da sua representatividade para o sistema financeiro e como agente operador de políticas públicas, sendo uma amostra relevante em ambos os espectros. No âmbito dos conglomerados de instituições financeiras, a Caixa Econômica Federal ocupa a terceira posição em ativos totais, atrás de Itaú e Banco do Brasil, conforme informações do BACEN (Sistema IF.DATA) para o exercício 2019. No plano da atuação em políticas, a instituição atua com papel relevante como operador de programas de transferência de renda (ex: Bolsa Família) e de fomento à infraestrutura habitacional (ex: Minha Casa, Minha Vida).

Desdobrando a metodologia de estudo de caso utilizada neste trabalho, no que se refere às fontes de dados utilizadas optou-se pela análise documental como fonte de evidências. Para tal, utilizou-se, além dos documentos públicos disponíveis em sítios eletrônicos da companhia e de suas subsidiárias, os relatórios produzidos pelos órgãos de controle e supervisores, além de documentação pública comparativa de pares de mercado e de outras empresas públicas. Dados extraídos e compilados destes documentos, além de base de dados públicas também foram utilizadas, além de legislação e regulamentações específicas atinentes ao objeto de pesquisa.

Por fim, o presente trabalho está estruturado em cinco sessões, sendo a primeira e última constituídas por introdução e considerações finais, respectivamente. As sessões intermediárias estão organizadas da seguinte forma:

- Revisão bibliográfica da Teoria da Governança Corporativa;
- Detalhamento do arcabouço legal, regulatório e autorregulatório implementado a partir de 2016 para governança de empresas estatais e instituições financeiras;
- Adequação do conglomerado da Caixa Econômica Federal às mudanças propostas pelas mudanças dos marcos abordados na segunda sessão, derivando para as participações societárias.

Findo o panorama preliminar de arranjo do presente estudo, abordar-se-á nesta parte introdutória a origem das companhias de capital aberto, e subsequente estabelecimento dos trabalhos acadêmicos relativos à governança corporativa.

O desenvolvimento das empresas de capital aberto remonta ao século XVII com a constituição da Companhia das Índias Ocidentais nos Países Baixos (FREEDMAN, 2006). Há, no entanto, visões divergentes de que aquela sociedade por ações estava regida sob as mesmas premissas que as empresas de capital aberto da atualidade, sendo na realidade uma atuação estatal outorgada a uma empresa comercial, sugerido por De Albuquerque (2010) como uma concessão de privilégio no qual a Companhia das Índias Ocidentais obteria condição monopolística para exploração da navegação e comercial com as Américas e com a África Ocidental. Esta companhia era, portanto, análoga à Companhia das Índias Orientais, como extensão da atuação estatal (*longa manus*), não se equiparando às sociedades anônimas convencionais que estão sob a égide do direito privado. Ainda de acordo com De Albuquerque (2010) a Companhia das Índias Ocidentais possuía autorização para desenvolver atividades típicas do Estado, ainda que sob a supervisão deste, tais como: manutenção de guarnições militares, disposição de navios de guerra, indicação de governadores e celebração de alianças com povos nativos. Justifica-se esse escopo de atuação para além dos objetivos comerciais como uma necessidade para o efetivo exercício da exploração do comércio e da navegação com as Américas e com a África Ocidental.

Os potenciais conflitos entre os agentes e principais, e os custos decorrentes do gerenciamento e mitigação desses riscos, eram marginais, portanto, até a disseminação das grandes corporações e da aplicação da poupança dos agentes econômicos de maneira mais

massificada nesses títulos, majoritariamente por meio da listagem em bolsa de valores. Tal fato ocorreu *pari passu* ao surgimento dos grandes conglomerados empresariais a partir da segunda metade do século XIX, e ao próprio desenvolvimento do mercado de capitais, em especial os mercados públicos, mecanismos que consolidam a separação entre propriedade e gestão. Até aquele momento, por consequência, a propriedade e o controle estavam concentrados nas mãos de poucos indivíduos, em geral, os fundadores, passando para um estágio subsequente da necessidade de estabelecimento de um arcabouço de governança corporativa para contemplar os interesses dos diversos sócios admitidos na gestão societária das empresas.

Um evento que trouxe à tona os prejuízos potenciais das assimetrias de informações entre agente e principal foi a crise da Bolsa de Valores de Nova Iorque em 1929. Após uma queda da produção que perdurou por cerca de dois trimestres, os valores das ações tiveram uma súbita queda de valor de mês de outubro. Isso levou à bancarrota uma grande quantidade de investidores, inclusive a poupança de pequenos investidores. Eventos disruptivos como a Crise de 1929 são parte relevante da explicação da origem dos estudos acadêmicos a partir dos anos 1930, com destaque para o artigo *The modern corporation and private property* de Berle e Means (1932).

A produção acadêmica naquele contexto ainda considerava as companhias como um ente dentro do funcionamento dos mercados, enxergando-as como atores dentro do sistema sem, entretanto, analisar as firmas como sistemas *per se*, no qual donos de capital e entes com delegação de poder limitada interagem para o atingimento de objetivos que, pressupõe-se, seriam comuns.

Uma visão mais ampla das organizações de maneira sistêmica e que, portanto, considera a avaliação dos custos de agência intrínsecos da separação de atividades. Consta na publicação de Jensen e Meckling (1976), *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, que analisa os custos adicionais decorrentes do arranjo de financiamento proposto (capital próprio e de terceiros), além dos incentivos dados aos gestores para maximizar o desempenho da companhia.

De meados da década de 1970 até a atualidade, a governança corporativa passou de uma vertente acessória na administração de empresas para um papel central, haja vista a visão consensual dos agentes do mercado de capitais de que governança gera valor para o ativo, e lacunas nesse processo podem, em última instância, levar à falência da companhia.

Relevante destacar os achados de Sousa e Zucco (2016) dos ganhos que a adoção de premissas de eficiência econômica, equilíbrio ambiental, justiça social e governança corporativa trazem às corporações listadas em bolsa de valores face ao seu custo de capital. No caso da B3, há um índice que mensura o desempenho das companhias que adotam estas premissas, o Índice de Sustentabilidade Corporativa (ISE), e cujos retornos foram substancialmente superiores ao custo de capital no período compreendido entre 2006 e 2012, conforma apontam os autores:

O custo médio de capital das empresas listadas no ISE coincide com a taxa de retorno esperada da carteira pelo CAPM que foi 15,71%; a taxa de retorno dos ativos dessas empresas foi 18,86%, performance observada. Logo, 18,86% menos 15,71% dão um valor incremental na riqueza dos acionistas de 3,15%. Tal resultado indica que a rentabilidade das aplicações em ativos (retorno sobre investimentos) das empresas que participam do ISE coincide com a taxa de retorno observada.

O aprimoramento da governança corporativa de empresas estatais, como o caso do presente estudo, é um pouco mais complexo que das empresas privadas, considerando os distintos interesses e os grupos de atores envolvidos, que no limite representam toda a população brasileira. Junta-se ao fato que a grande maioria das empresas estatais são de controle exclusivo do Estado, sendo algumas destas empresas dependentes de dotação orçamentária do Ente vinculado, ou seja, não gera receita operacional suficiente para cobrir despesas de pessoal, custeio em geral ou de capital.

No caso da União, esta possui um total de 203 empresas estatais vinculadas de controle direto ou indireto, conforme o 12.º Boletim das Empresas Estatais Federais, com posição no 3.º Trimestre de 2019, sendo apenas quatro delas listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B3), antiga Bolsa de Valores de São Paulo, sob o escrutínio de um cabedal de regulamentação e autorregulamentação mais amplo.

Há, portanto, no caso das empresas estatais, um possível ambiente de influência para operar de maneira nociva aos seus objetos sociais, que no caso do Brasil, precisa contemplar o relevante interesse coletivo ou imperativo de segurança nacional, conforme o disposto no Art. 173 da Constituição Federal de 1988. Conforme apontam Grosman, Okhmatovskiy e Wright (2015) em pesquisa realizada em empresas estatais de países emergentes, é recorrente os

episódios de interferência política nessas empresas, tanto por meio da participação nos conselhos de administração, quanto por meio da indicação de gestores que as utilizam como veículos para execução de atividades diversas à sua função precípua.

No âmbito brasileiro, Lazzarini e Musacchio (2015) descrevem o modelo de atuação do capitalismo de Estado, ou seja, como é o modelo de atuação do poder público como empreendedor. Nesse aspecto, são comuns os desvios do objeto social das empresas devido a interferências políticas. Essa ingerência também pode ocorrer em participações societárias minoritárias, nos instrumentos societários, ou pela via indireta de fundos de pensão de funcionários e empregados públicos.

Especificamente no caso brasileiro, a eclosão em 2014 de uma investigação demonstrou haver um arranjo de corrupção sistêmica na maior empresa estatal brasileira, a Petrobrás. Essa rede envolvia os dirigentes da empresa, sócios e dirigentes de empresas privadas e gestores de partidos políticos. Nesse caso, subverteu-se a busca dos objetivos sociais por meio da realização de negócios ilícitos, tais como: aquisição de participação societária sem fundamentação do valor de mercado, constituição de *joint-venture* para exploração de setores sem prévio conhecimento técnico da empresa e manutenção de preços dos produtos vendidos fora do balizamento de mercado.

Neste contexto de recrudescimento da fiscalização pelos órgãos de controle e pelo judiciário, aliado a uma aprovação da opinião pública para ações de combate à corrupção, iniciou a tramitação de um Projeto de Lei do Senado (PLS 55/2016) objetivando implementar um Estatuto Jurídico para as Empresas Estatais, em consonância com previsão constitucional ainda não regulamentada até aquele momento.

Destaca-se que a tramitação do projeto foi bastante célere para uma matéria que versa sobre temas caros aos atores políticos, a exemplo da supressão de indicação de filiados a partidos políticos e sindicatos. Após dar entrada no Senado em 08/2015, foi aprovado e remetido à Câmara em 04/2016. Esta casa aprovou em caráter terminativo em 06/2016. Um trâmite total de aproximadamente 10 meses.

A matéria aprovada, Lei 13.303/2016 - Estatuto Jurídico da Empresa Pública, da Sociedade de Economia Mista e de suas Subsidiárias, ou tão-somente Lei das Estatais, trouxe dispositivos com vistas ao aprimoramento da governança corporativa, dentre os quais se destacam:

- Requisitos de transparência contemplando publicação de documentos consolidados, políticas e divulgação tempestiva de informações;
- Implementação de órgãos estatutários (Conselho de Administração, Conselho Fiscal, Comitê de Auditoria e Comitê de Elegibilidade);
- Regras mais claras para indicação de membros para os órgãos estatutários e diretoria executiva;
- Gerenciamento de riscos e ambiente de controle proporcionais à relevância da empresa na economia.

Ademais, os dispositivos infra legais também trazem um arcabouço mais robusto para a governança corporativa das empresas estatais da União, com ênfase na atuação da Comissão Interministerial de Governança Corporativa e de Administração de Participações Societárias da União - CGPAR. Apesar de ter sido criada em 2007, houve maior proeminência na sua atuação a partir de 2015, dado que 21 das 25 resoluções editadas pela Comissão têm menos que quatro anos.

Além das legislações e regulamentações transversais a todas as empresas estatais, alguns dos setores nos quais o Estado atua como empreendedor ainda possui órgãos supervisores específicos. Nessa vertente, e considerando o escopo de pesquisa proposto, salienta-se a atuação do Banco Central do Brasil (BACEN) como supervisor das instituições financeiras no objetivo de manter estabilidade do Sistema Financeiro Nacional, e por consequência aprimorar a governança corporativa.

Dentro do seu mandato, o BACEN tem atuado no sentido de promover um gerenciamento de riscos aderente ao disposto na regulamentação de Basileia III. Esse condão de dispositivos com alcance nas instituições financeiras cujo supervisor está vinculado ao *Bank for International Settlements* – BIS, entidade que reúne 55 das maiores economias do globo. Esta regulamentação tem o objetivo de trazer maior solidez para as instituições por meio, principalmente, do maior requerimento de capital próprio em relação ao capital de terceiros, e que esse capital próprio tenha maior liquidez.

No Brasil, as disposições de Basileia III foram materializadas por meio de uma série de Resoluções e Circulares e na atual Resolução nº CMN 4.557/2017, que dispõe sobre a estrutura de gerenciamento de riscos e de gerenciamento de capital a serem implementados pelas instituições financeiras, em consonância com o disposto em Basileia III.

Neste trabalho, propõe-se avaliar a adequação do ambiente de governança corporativa dos conglomerados estatais, mais especificamente na Caixa Econômica Federal (CAIXA), sob o aspecto de alterações nos marcos legal e regulatórios, como parte de um processo que fortalece mecanismos de controle e de prestação de contas à sociedade (*accountability*), que significa a incorporação de melhores práticas de gestão nas empresas estatais.

Importante salientar que, a despeito das motivações para adequação da legislação e regulação terem como ponto de partida um evento de corrupção, e que esses documentos incorporaram, portanto, uma miríade acerca de aprimoramentos para gerenciamento de riscos e controles internos, este trabalho aborda o aprimoramento de governança também sob uma perspectiva mais ampla, como uma estratégia de geração de valor de longo prazo, mesclando um prisma de *compliance* mais ligado ao setor público e seus órgãos de controle com a geração de valor aos *stakeholders*.

## 2. REFERENCIAL TEORICO

Explicar a relação de agência existente dentro das organizações remete a um aprimoramento no âmbito das teorias de administração razoavelmente tardio, com efetivo aprofundamento a partir de meados da década de 1970, com destaque para os trabalhos *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure* de Jensen e Meckling (1976) e *The economic theory of agency: the principal's problem* de Ross (1973).

Até aquele momento, a relação entre os proprietários do capital (principal) e os executivos contratados para execução dos negócios (agentes) foi marginalmente abordado no trabalho *The modern corporation and private property* de Berle e Means (1932), entretanto, as corporações ainda eram encaradas como verdadeiras "caixas-pretas" dentro da dinâmica dos mercados, conforme afirma Jensen e Meckling (1976):

Apesar de a literatura sobre a ciência da economia estar repleta de referências à “teoria da firma”, o material geralmente incluído nessa classificação não consiste em uma teoria da firma, mas, na verdade, em uma teoria dos mercados nos quais as firmas são importantes participantes: a firma é uma “caixa preta” manipulada de forma a atender às condições marginais relevantes no que diz respeito a inputs e outputs, maximizando, desta forma, os lucros, ou, mais precisamente, o valor presente.

Para fins de elaboração do presente trabalho, será considerada como premissa a maximização do valor ou lucro do ativo por parte de todos os atores envolvidos, em linha com o trabalho de Jensen e Meckling (1976), a despeito de trabalhos acadêmicos discorrerem sobre modelos distintos para explicar a teoria da agência.

No âmbito dos direitos de propriedade, salienta-se que os contratos firmados entre os agentes e principais determinam os incentivos e, portanto, os custos e benefícios associados às ações futuras. Ademais, esses contratos não se configuram apenas em explícitos e formais, mas também nos implícitos. Fiani (2003) destaca a relevância dos direitos de propriedade perante os impactos na geração de valor:

Portanto, o proprietário de um direito é, também, o demandante residual das rendas geradas por esse direito, que afetam o valor do próprio direito. A variação no valor do direito, assumida pelo seu proprietário, se manifesta no momento da venda do mesmo, pela realização de seu

valor de mercado. Com efeito, a noção de responsabilidade na abordagem de direitos de propriedade está diretamente ligada à possibilidade de alienação dos direitos de propriedade através da venda, pois, sem a possibilidade de venda, o proprietário do direito não assume a responsabilidade pelas variações no valor do direito. E é através da responsabilidade que geram, que os direitos de venda vão promover a internalização de externalidades positivas, na forma de direitos de propriedade.

Considerando que as relações do presente estudo se apresentam materializados em contratos, resta claro, portanto, que os direitos e obrigações estabelecidos desde a origem entre agente e principal são determinantes para a geração de valor das corporações, sendo um catalisador para analisar os custos de agência. As relações de agenciamento são universais e permeiam variadas relações que são pautadas em contratos firmados, conforme destaca Ross (1973):

Dizemos que uma relação entre agente e principal emerge entre duas (ou mais) partes quando um, designada como agente age em nome, ou como representante da contraparte, designada principal, em matérias especificamente delimitadas. Exemplos de relação de agência são universais. Essencialmente todas as relações contratuais, a exemplo da convenção entre empregador e empregado ou do Estado com o cidadão, contém elementos importantes de agenciamento. (Tradução do autor)<sup>1</sup>

Neste sentido, e embasado pela premissa de atores que atuam como maximizadores de utilidade, implicaria em atuação nem sempre alinhada do agente com o principal, que por sua vez acarretaria custos de agência para o monitoramento do agente, conforme expresso por Jensen e Meckling (1976):

É em geral impossível para o principal ou o agente manter a relação de agência a um custo zero para assegurar que o agente tomará decisões de nível ótimo do ponto de vista do principal. Na maioria das relações de agência, o principal e o agente incorrerão em custos positivos de

---

<sup>1</sup> Redação original: *We will say that an agency relationship has arisen between two (or more) parties when one, designated as the agent, acts for, on behalf of, or as representative for the other, designated the principal, in a particular domain of decision problems. Examples of agency are universal. Essentially all contractual arrangements, as between employer and employee or the state and the governed, for example, contain important elements of agency.*

monitoramento e de concessão de garantias contratuais (tanto não pecuniários quanto pecuniários) e, além disso, haverá algum nível de divergência entre as decisões do agente e as decisões que maximizariam o bem-estar do principal.

Além da premissa de impossibilidade de custo zero de agência, o instrumental através de contratualização ainda pressupõe a existência de incentivos para induzir o agente a alcançar o retorno sobre o investimento realizado pelo principal, conforme aponta Silva (2019):

Nesses termos, a separação entre a propriedade e o controle/administração dos ativos/riqueza corporativa requer o desenvolvimento de mecanismos de contratualização, firmados entre os administradores e os proprietários das ações, em torno de instrumentos e procedimentos associados ao modo de condução do governo no âmbito das corporações. Essa arquitetura é desenhada com o propósito de estruturar regras e incentivos econômicos capazes de induzir os controladores à assunção de procedimentos administrativos orientados ao desempenho eficiente e ao alcance de taxas de retornos sobre o investimento que atendam às expectativas dos proprietários do capital.

Ademais, incorre-se em custos adicionais para a concessão de garantias contratuais, com vistas a garantir o maior alinhamento possível aos interesses do principal, e que o agente não adote medidas danosas ao principal.

Por fim, há a perda de bem-estar do principal decorrente das divergências representadas pelas visões maximizadoras de utilidade excludentes de agente e principal, ao que se define como "custo residual".

Importante destacar que em um contexto de sofisticação e interligação do mercado de capitais, como o vigente, os impactos no bem-estar do principal ultrapassam em larga escala os custos diretos aplicáveis ao monitoramento, concessão de garantias e residual; implicando em depreciar o valor do ativo baseado na expectativa do mercado quanto aos impactos futuros de ações presentes.

Sendo assim, considerando que os custos de agência em empresas de capital aberto no âmbito societário são oriundos da divergência dos interesses entre os próprios acionistas, o valor cujo ativo é transacionado no mercado tendem a refletir, em valor presente, os custos de monitoramento futuros:

Acionistas minoritários potenciais perceberão que os interesses do proprietário-administrador divergirão em algum nível de seus próprios interesses, de forma que o preço que pagarão pelas ações refletirá os custos de monitoramento e o efeito da divergência entre os interesses do administrador e os dos acionistas. (Jensen e Meckling, 1976)

No que tange à quantificação dos custos de monitoramento, será buscado um nível ótimo que não incorre em custos aos proprietários acima da expectativa de dispêndio pelos agentes em benefícios não pecuniários. Em condições de mercado, os custos são adequadamente precificados e situam-se em patamar positivo, diferente de zero, tangenciando a curva de indiferença. Salientam Jensen e Meckling (1976) que os direitos devem ser adequadamente especificados para satisfazer essa condição:

Ademais, via de regra os custos incorridos pelo principal para monitoramento dos comportamentos e tomadas de decisão dos agentes aumentam em termos proporcionais, uma vez que os seus direitos a auferir resultados acompanham a participação percentual detida no capital da companhia. Tal fato implica na tendência de buscar vantagens para os próprios detentores do capital para seu próprio consumo, conforme é reduzida a sua participação no capital total.

Além disso, os esforços dos acionistas também tendem a se reduzir quando se trata de esforços para atividades criativas em busca de novos empreendimentos que visam a lucratividade, na medida em que decresce a sua participação relativa no capital total da empresa. Neste sentido, em análise aos impactos negativos nos custos de monitoramento decorrentes da maior pulverização do capital societário, Jensen e Meckling (1976) afirmam o seguinte:

À medida que a parcela do capital próprio do proprietário-administrador diminui, os seus direitos parciais sobre o resultado também diminuem, o que o incentivará a se apropriar de maiores quantias dos recursos corporativos na forma de vantagens ou mordomias. Isso também fará com que seja desejável para os acionistas minoritários gastar mais recursos para monitorar o comportamento do administrador. Desta forma, os custos do proprietário, em termos de riqueza, para obter caixa adicional nos mercados de ações aumentam à medida que a sua propriedade parcial diminui.

No que concerne a modelagem teórica, cumpre destacar que a despeito de serem consideradas hipóteses de arranjos societários entre agentes e principais a "custo zero" em relação ao consumo de vantagens e/ou mordomias pelos administradores, o que levaria a classificar a ocorrência de redução do valor da companhia em virtude dessas condutas como um cenário "não ótimo".

Entretanto, também se assume como condição *sine qua non* a incidência de custos decorrentes aos processos de monitoramento e concessão de garantias, e seus reflexos decorrentes no valor da companhia, quando é realizada a alienação de uma participação societária.

A despeito da impraticabilidade em zerar os custos de agência, é razoável afirmar que o modelo de pulverização societária, com delegação de competência para gestão por parte de um agente, é bastante exitoso, ou nas palavras de Jensen e Meckling (1976) este modelo é uma "impressionante invenção social", em boa virtude mensurado pelo crescente volume de recursos alocados e pela disseminação ao redor do mundo como um modelo de geração de valor, mesmo em países que adotaram e/ou ainda adotam regimes econômicos baseados no socialismo, como China e Rússia.

O processo dinâmico e evolutivo dos mercados, e das próprias relações sociais, tem um papel relevante na manutenção do padrão de companhias de capital aberto, conforme apontam Jensen e Meckling (1976):

Os custos de agência são tão reais quanto quaisquer outros custos. O nível de custos de agência depende, entre outras coisas, de regulamentações e direito consuetudinário e da engenhosidade humana na elaboração de contratos. Tanto a legislação quanto a sofisticação de contratos relevantes à empresa moderna são produtos de um processo histórico no qual há grandes incentivos para que as pessoas minimizem os custos de agência. Ademais, há formas organizacionais alternativas disponíveis, além de oportunidades de inventar novas formas. Independentemente dos problemas, a corporação até o momento tem passado no teste do mercado contra alternativas potenciais.

Cientes dos custos inerentes incorridos, e assumindo que os agentes buscam maximizar o seu bem-estar, também se torna razoável assumir que o principal (proprietário original) tem

o incentivo adequado para se desfazer de parte do capital, além de buscar continuamente a otimização dos custos:

Esses custos (custos de monitoramento e de concessão de garantias contratuais e “perda residual”) são um resultado inevitável da relação de agência. Além disso, como são gerados totalmente pelo tomador de decisões (neste caso, o proprietário original) responsável pela criação da relação, o administrador tem incentivos para minimizá-los (já que ele se favorece dos benefícios de sua redução). E esses custos de agência serão incorridos somente se os benefícios de sua criação ao proprietário-administrador forem suficientes para excedê-los. (Jensen e Meckling, 1976)

Alguns fatores estão intimamente ligados com a magnitude dos custos de agência incorridos. Destacam-se os custos de monitoramento e de concessão de garantias pelo principal. Existe uma vertente discricionária de cada empresa, que varia conforme as conveniências dos proprietários quanto a sua necessidade de implementarem estruturas mais ou menos robustas para riscos, controles internos e auditoria, por exemplo. Outra vertente está ligada ao ramo de atividade da companhia.

Além disso, há uma terceira vertente de custos de monitoramento que está ligada à estrutura acionária da companhia. Ter o capital pulverizado por meio de listagem em bolsa de valores implica seguir os regramentos de regulação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), além da autorregulação da própria bolsa de valores e, preferencialmente, as melhores práticas recomendadas por instituições como a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais (ANBIMA) e Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC).

Por fim, há de destacar que a magnitude dos custos de agência está intimamente ligada com a própria dinâmica do mercado de administradores. Trata-se de sistema competitivo de complexa precificação, em decorrência dos múltiplos mecanismos de concessão de vantagens e benefícios, além das distintas expectativas de entrega de resultados.

Considerando que o proprietário sempre pode exercer seu direito de alienação da participação societária no mercado, em especial quando há assimetrias nos custos de agência que levam a um menor valor presente de suas companhias, proporcionalmente, em relação aos seus pares no mercado.

Dado que se está tomando como trabalho seminal para elaboração desta dissertação o artigo de Jensen e Meckling (1976), torna importante trazer alguns dos questionamentos levantados pelos autores que ainda são pertinentes na atualidade.

O questionamento preliminar é "(...) dada a existência de custos positivos da relação de agência, descobrimos que a forma corporativa normal da organização com posse amplamente pulverizada é tão amplamente predominante?" (Jensen e Meckling, 1976). Os autores não trazem respostas conclusivas, entretanto, afirmam que é um fato a disseminação do modelo de pulverização de participação societária com alocação de recursos, inclusive, de pequenos investidores, o que dá uma conotação de requerentes residuais, uma vez que estes acionistas não participam de blocos de controle e tem pequena influência nos processos decisórios. Esse fenômeno não se restringe ao mercado de capitais dos países desenvolvidos, mas também aos demais países em desenvolvimento.

A despeito dessa preferência alocativa, surge outro questionamento importante, "se as ações não detidas por administradores apresentam uma deficiência tão séria, por que elas já não foram substituídas por dívida há muito tempo?" (Jensen e Meckling, 1976). Este é outro questionamento sem endereçamento definitivo, não apenas no artigo em referência, como também no referencial acadêmico produzido posteriormente.

Jensen e Meckling (1976) dão alguns direcionamentos no sentido de que o balanceamento entre capital próprio e de terceiros no computo global está ligada, dentre outras motivações, a elevados custos de agências decorrentes de atividades de monitoramento dos administradores, que por sua vez está estritamente vinculadas aos setores de atuação das companhias.

No setor de varejo de alimentos, por exemplo, em que "(...) é relativamente fácil para os administradores reduzirem o valor médio dos resultados do empreendimento por meio de furto direto, tratamento especial de clientes favorecidos, facilidade de consumo de lazer no trabalho, etc." (Jensen e Meckling, 1976), a estrutura de capital tende a ser menos propícia para capital de terceiros, o que denota entendimento diametralmente oposto para setores altamente regulados, como o financeiro.

Entretanto, há alguns balizadores importantes para entender as limitações pela opção de estruturação das companhias entre capital próprio e de terceiros. A primeira, e talvez mais importante figura jurídica que possibilitou a disseminação das companhias de capital pulverizado foi a responsabilidade limitada dos acionistas em relação às obrigações da

companhia de maneira solidária. Isso proporciona uma previsibilidade da alocação de recursos pelo acionista, como também reduz o custo de monitoramento de um acionista, em relação aos demais acionistas, para avaliar a capacidade de honrar os compromissos da companhia, caso houvesse responsabilidade solidária extensível ao patrimônio pessoal de cada sócio.

Interessante salientar que a delimitação de responsabilidade limitada no caso brasileiro se deu no mesmo ano da publicação do artigo de Jensen e Meckling (1976), por meio da promulgação da Lei das S.A. (6.404/76). Um pouco tardiamente comparado com o equivalente ao arcabouço legal federal dos Estados Unidos, a *Securities Act of 1933* e a *Securities and Exchange Act of 1934*, que se complementam às legislações estaduais dentro do modelo federativo norte-americano.

Contudo, o advento da responsabilidade limitada não é suficiente para explicar a existência da sociedade por ações, uma vez que financeiramente ainda continua fazendo mais sentido a opção pelo capital de terceiros. Ainda mais quando se pondera a vantagem fiscal de abater amortizações e juros da base tributável de imposto de renda corporativo das companhias. É necessário considerar nesta balança que a opção por uma estrutura de capital baseada exclusivamente, ou algo próximo disso, em capital de terceiros, depende da disponibilidade de financiamento externo. Por representar um risco sistêmico, via de regra, os credores possuem limites de exposição que não permitem que uma companhia se financie integralmente com recursos de terceiros.

Neste sentido, Jensen e Meckling (1976, p. 103, apud Modigliani e Miller, 1963, p. 442), tecem as seguintes contribuições:

Pode ser útil lembrar mais uma vez os leitores que a existência de uma vantagem fiscal para o financiamento de capital de terceiros... não significa necessariamente que as empresas deveriam utilizar, o tempo todo, a quantia máxima de capital de terceiros nas suas estruturas de capital. ... como salientamos, há limitações impostas pelos credores... bem como muitas outras dimensões (e tipos de custos) dos problemas de estratégia financeira no mundo real, que não são plenamente compreendidas no contexto dos modelos de equilíbrio estático, seja o nosso ou os mais tradicionais. Essas considerações adicionais, normalmente agrupadas sob a rubrica da ‘necessidade de preservar a

flexibilidade', normalmente implicarão a manutenção, pela empresa, de reservas substanciais de poder inexplorado de tomada de empréstimos.

Além de não haver respostas e padrões conclusivos quanto ao modelo ideal de estrutura de capital das companhias, há limitações mais objetivas no plano regulatório. No caso das instituições financeiras, alavancagens extremas baseadas em capital de terceiros, combinado com a tomada de riscos em instrumentos financeiros com impactos negativos pouco conhecidos, podem desencadear problemas sistêmicos e crises de magnitude global, como ocorreu na Crise de 2008.

Há que se ressaltar a mudança estrutural nas taxas de juros dos títulos da dívida pública ao redor do mundo, que também baliza os títulos de dívida privados, desde a publicação do artigo de Jensen e Meckling em 1976 até a atualidade, especialmente nos países desenvolvidos. No caso dos EUA, a taxa de juros de longo prazo passou de 20% a.a. em 1980, estando atualmente (maio de 2020) em patamar inferior a 2,0% a.a. ao ano, com tendência de queda.

No mercado acionário, o principal índice de ações norte-americano, o S&P 500, reportou um retorno sobre o patrimônio líquido médio de 16,98% a.a. referente às empresas componentes do índice no exercício de 2018, conforme dados da Bolsa de Valores de Nova York (NYSE). Tal discrepância de rendimento denota que, a despeito dos custos de agência inerentes a propriedade de participação acionária, faz sentido deter ações quando comparado exclusivamente a títulos de dívida.

Existem, portanto, uma série de instrumentos decorrentes da sofisticação do mercado de capitais, como popularização do mercado secundário de instrumentos de dívida e de fundos de investimento, que possibilitam a captação de recursos de terceiros para composição de capital, mas ainda se mantém os paradigmas de composição ótima de capital, e ainda não responde ao questionamento dos motivos de, a despeito dos custos de agência e do prejuízo fiscal, investidores ainda preferirem deter capital do que títulos de dívida.

O terceiro componente relativo aos custos de agência abordado por Jensen e Meckling (1976) e que está ligado ao balanceamento capital entre próprio e de terceiros são os custos associados a reorganização e falência. No caso de empresas públicas, em especial com capital integralmente pela União, há discussões sobre a aplicabilidade do regime falimentar, em virtude do monopólio da emissão de moeda do agente estatal que daria uma garantia implícita. Sem adentrar em aprofundamentos de cunho jurídico, será considerado neste a ocorrência de custos associados à falência conforme entendimento dos autores, uma vez que o caso em análise trata-

se de uma empresa pública dotada de personalidade jurídica de direito privado, com patrimônio próprio e autonomia administrativa.

Via de regra, além dos aspectos anteriormente citados sobre a impossibilidade prática de uma companhia compor seu capital com recursos de terceiros em sua integralidade, em virtude da ausência de apetite dos credores para uma tomada de tamanho risco, há também os custos de agência que tendem a ter uma trajetória ascendente conforme a participação de capital de terceiros na companhia.

Tal fato se manifesta pela percepção de possível insolvência que o capital de terceiros em excesso pode trazer, a despeito deste capital ter um custo ponderado inferior quando comparado ao capital próprio. Sob a ótica dos *stakeholders* da companhia, o capital dos sócios tem uma capacidade mais robusta de absorver perdas. O custo de falência propriamente dito é pouco relevante, conforme aponta Jensen e Meckling (1976, p. 106):

Estudos empíricos da extensão dos custos de falência são praticamente inexistentes. Warner (1975), em um estudo de 11 falências de estradas de ferro entre 1930 e 1955 estima que os custos médios da falência como uma fração do valor da firma três anos antes da falência, são de 2,5% (em uma faixa de 0,4 a 5,9%). Os custos médios em dólares foram de \$1,88 milhão.

Contudo, mesmo sendo diretamente um custo muito baixo no computo total, os demais custos de agência envolvidos podem ter maiores impactos. A percepção de maior risco de falência da empresa implica, por exemplo, em maiores taxas de juros remuneratórios, menor prazo de fornecedores ou pagamento adiantado, remunerações mais elevadas aos executivos, dentre outras. Representa, portanto, uma clara desvantagem comparativa ante os demais concorrentes que estão em melhor situação de solvência, pois aumentam os custos financeiros diretos e indiretos, além dos custos operacionais.

É salutar ressaltar que o instituto da falência, em suas variadas vertentes, foi objeto de revisão desde os anos 1990, com destaque para a aprovação da Lei 11.101/2005, que disciplinou a recuperação judicial e extrajudicial no Brasil. Esta disposição possibilitou balancear os custos diretos envolvidos na falência da companhia, uma vez que instituiu a suspensão as ações judiciais, exceto trabalhistas, e outras verbas decorrentes de juros remuneratórios.

A recuperação judicial e extrajudicial tem o intuito de prover um fôlego financeiro à empresa com dificuldades em honrar seus compromissos, e representa a última janela de

oportunidade para recompor a viabilidade do negócio antes de decretar a falência. A previsão de recorrer a uma recuperação judicial/extrajudicial pode representar uma redução dos custos de agência referentes a falência.

Noutro plano, distingue-se a decretação da falência da opção pela liquidação de uma companhia, sendo esta última opção decorrente de fluxos de caixa esperados inferiores ao próprio valor dos ativos, que levaria a liquidação destes, conforme denota Jensen e Meckling (1976):

É importante enfatizar que falência e liquidação são eventos muito diferentes. A definição legal de falência é difícil de ser especificada com precisão. Em geral, ela ocorre quando a firma não tem como satisfazer um pagamento atual de uma obrigação de dívida ou quando uma, ou mais disposições contratuais de falência for violada pela firma. Neste caso, os acionistas perdem todos os direitos pela firma e a perda restante, a diferença entre o valor nominal da dívida e o valor de mercado da firma, é assumida pelos detentores das obrigações. A liquidação dos ativos da firma ocorrerá somente se o valor de mercado dos fluxos de caixa futuros gerados pela firma for menor do que o custo de oportunidade dos ativos, i.e., a soma dos valores que poderiam ser realizados se os ativos fossem vendidos em partes.

Quando se aplica este pressuposto de que a percepção dos investidores, englobando detentores de direitos de participação societária e títulos de dívida, pode se deteriorar quão mais provável é a incapacidade de honrar com seus compromissos no caso de instituições financeiras, a discussão é um tanto mais complexa e ampla.

Em um contexto de interligação do mercado financeiro, aliado à assimetria de informações inerentes a estes mercados, pode tornar a probabilidade de falência em uma questão muito mais complexa. Há a possibilidade de uma companhia, independente do setor de atuação, tornar-se insolvente em virtude da inacessibilidade de financiamento via mercado de capitais a preços razoáveis.

Como exemplo da Petrobrás, esta empresa realizou emissão de um título de dívida no exterior em 2011 com vencimento para 2041 (PETROBRAS GLOBAL FI.11/41), cujos valores globais de emissão e retorno ao investidor (*yield*) foram de US\$2,25 bilhões e 5,63%,

respectivamente. A precificação final do título foi de US\$ 99,29 para um cupom anual de 6,75% pagos semestralmente.

No decorrer do exercício de 2016, quando o endividamento da companhia era recorde e a possibilidade de insolvência da empresa era relevante na percepção do mercado, o valor do título na marcação a mercado chegou a mínima de US\$57,30 (22/01/2016), o que significa que a companhia, caso optasse por captar recursos naquele momento, teria que prover acima de 10 p.p. de retorno ao investidor em moeda estrangeira (US\$), o que seria pouco crível para uma companhia que entregou um retorno sobre patrimônio líquido nos cinco exercícios anteriores (2011-2015) sempre inferior a 15% a.a.

### **3. GOVERNANÇA CORPORATIVA DE EMPRESAS ESTATAIS FINANCEIRAS**

#### **3.1. Regulação imposta pelo Regulador Financeiro**

Nesta seção serão abordadas as mudanças que o regulador do sistema financeiro nacional, o BACEN, trouxe a partir de 2016, no período subsequente à aprovação da Lei das Estatais, com foco nas disposições que impactam direta ou indiretamente a governança de participações societárias.

Cabe destacar ainda o papel do Conselho Monetário Nacional (CMN), órgão colegiado máximo do Sistema Financeiro Nacional, composto pelo Presidente do BACEN, Ministro da Economia e Secretário Especial da Fazenda; cuja atribuição compreende a edição das normatizações que serão executadas e fiscalizadas pelo BACEN.

A capacidade de transbordamento das crises das instituições financeiras para a economia real, cujo principal exemplo foi a crise de 2008, torna ainda mais relevante entender como o BACEN atua na mitigação de riscos sistêmicos.

Utilizando o caso em análise no presente estudo, de instituição financeira, trata-se de um dos setores mais regulados da economia, que demanda alocação de recursos para constituir, por exemplo, estrutura estatutária dedicada para riscos e controles, comitê de auditoria, auditoria vinculada diretamente ao Conselho de Administração, além de uma série de reportes ao supervisor (BACEN) que demanda capacidade operacional.

Ademais, em setores como o da indústria financeira, cuja alta especialização da mão-de-obra é requisito para contratação de administradores, os impactos negativos no balanço dos custos de agência serão ainda maiores para o principal, conforme afirmam Jensen e Meckling (1976):

A concorrência de outros administradores potenciais limita os custos de obtenção dos serviços de administração (incluindo a extensão na qual um dado administrador pode divergir da solução idealizada que obteria se todos os custos de monitoramento e de concessão de garantias contratuais fossem zero). A extensão da divergência (os custos de agência) será diretamente relacionada com o custo de substituir o administrador. Se as responsabilidades do administrador demandarem pouco conhecimento especializado para a firma, será fácil avaliar o seu desempenho e, se os custos de busca de uma substituição forem

modestos, a divergência do ideal será relativamente pequena, e vice-versa.

Sendo assim, movimentos de consolidação societária por meio de fusões e aquisições (M&A) são comuns, dentre outros fatores, em mercados de maior complexidade regulatória. No caso das instituições financeiras, houve um movimento de concentração de mercado em especial a partir dos anos 1990, através de aquisições e/ou incorporações de outras instituições, ou de ativos estatais privatizados.

Tal fato resultou que no exercício de 2019 as cinco maiores instituições financeiras (Caixa Econômica Federal, Banco do Brasil, Itaú, Bradesco e Santander) concentravam 81,0% dos ativos do Sistema Financeiro Nacional, conforme dados do BACEN. Isso representa uma queda de 0,2 p.p. em relação ao exercício anterior, mas ainda assim bastante longe dos patamares de quando foi implementado o Plano Real. Em 1994 os 20 maiores grupos bancários brasileiros detinham aproximadamente 75% dos ativos totais do SFN (Rocha, 2001).

É verdade que houve uma mudança estrutural no mercado financeiro, sob uma diretriz de redução da participação do Estado como empreendedor, e também o aprimoramento tecnológico, modificou o requerimento de qualificação de mão-de-obra. Entretanto, é importante destacar o incremento dos custos de agência decorrente das adequações aos protocolos regulatórios internacionais (Basiléia), que levaram ao aumento de estrutura de monitoramento e de requerimento de capital, além da maior abertura ao mercado de capitais que demonstrou mais claramente as assimetrias que os custos de agência podem trazer a valor de mercado das companhias.

Nesse sentido de uma atividade econômica razoavelmente concentrada, a atuação do regulador para mitigar a ocorrência de crises sistêmicas torna-se ainda mais relevante, uma vez que a quebra de instituição financeira nesse contexto tem probabilidade ainda maior de repercutir severamente para o restante da economia.

É importante destacar que o sistema financeiro brasileiro apresenta uma solidez, em parte decorrente da concentração supracitada, apesar de um eventual contrassenso nessa relação de causalidade. Esse fato decorre da situação bem capitalizada que esses conglomerados possuem, e da estrutura operacional e da capilaridade que permite diversificar os riscos. No fechamento do exercício 2019, as cinco maiores instituições financeiras supracitadas possuíam

Índice de Basileia superior a 15%, patamares acima dos 13% preconizados na normatização do CMN.

Entretanto, em um passado não tão distante a situação do sistema financeiro era distinta, com uma concentração menor e a existência de instituições financeiras com capital acionário detido pelos governos estaduais, estas últimas utilizadas para operações com seus próprios controladores, levou a uma séria de falências que culminou no Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional (PROER). Pinto (2019) aborda a relevância da regulação financeira nesse processo de aprimoramento:

O evidente contraste entre a situação atual do setor bancário nacional e o seu passado não tão distante gera uma necessidade de reflexão sobre como os campos da regulação financeira destinados à prevenção de crises bancárias no País, quais sejam a regulação sistêmica e prudencial, evoluíram nesse período, e de que forma isso contribuiu para o desempenho das instituições financeiras atuantes no SFN durante a crise financeira recente. Igualmente, na medida em que transformações no sistema financeiro sejam parcial ou integralmente verificadas no Brasil, torna-se essencial examinar também como tais mudanças afetam o SFN e sua regulação.

Na atividade central das instituições financeiras, a intermediação de recursos entre entes superavitários em direção aos tomadores de recursos, a matéria-prima essencial é o dinheiro. Ao contrário de *commodities* ou outros insumos cujo precificação seja razoavelmente padronizada no mercado, o dinheiro sofre a concorrência de outros instrumentos financeiros, além dos ativos físicos. Os juros de equilíbrio incorridos em título para que um aplicador opte por alocar seus recursos em uma determinada instituição financeira está diretamente correlacionada com o risco daquela instituição não honrar seus compromissos e, portanto, a probabilidade de falência está embutida no preço.

Cabe ressaltar que as instituições financeiras estão expostas a outra sorte de riscos que são menos prováveis em outros setores. A Crise Financeira de 2008 é um exemplo de uma intercorrência provocada, destacadamente, pela ausência de liquidez dos mercados financeiros, além da existência de riscos ocultos e não precificados e do cruzamento de interesses divergentes, e que depois disseminou-se para os demais setores.

Instituições financeiras também necessitam compor alocação de capital ao patrimônio de referência, referente às participações societárias componentes do seu Conglomerado Prudencial, quando consolidado o balanço patrimonial. Por isso, a opção pela constituição e/ou manutenção de participações acionárias com vinculação societária direta ou indireta a instituições financeiras ainda necessita ser precedida de uma análise de custo de oportunidade de alocação de capital.

Quando analisado o arcabouço normativo do BACEN referente à gerenciamento de riscos pelas instituições financeiras, mais especificamente a Resolução CMN 4.557/2017, que dispõe sobre *Estrutura de Gerenciamento de Riscos e a Estrutura de Gerenciamento de Capital* das instituições financeiras, um objetivo explícito do regulador foi incorporar as participações societárias componentes do Conglomerado Prudencial (CP) em suas disposições.

No que tange à estrutura, a Resolução CMN 4.557/2017 estabelece que as instituições financeiras de maior porte (S1 a S4), dentre as quais incluída a Caixa Econômica Federal (S1), devem implementar estruturas de gerenciamento contínuo e integrado de riscos e de capital, contemplando as seguintes premissas (Art. 2º, § 1º):

Tabela 1

### **Estruturas de gerenciamento de riscos e de capital**

Requisitos das estruturas de gerenciamento de risco e de capitais	Compatibilidade com o modelo de negócio, com a natureza das operações e com a complexidade dos produtos, dos serviços, das atividades e dos processos da instituição.
	Proporcionalidade em relação à dimensão e à relevância da exposição aos riscos, segundo critérios definidos pela instituição.
	Adequabilidade ao perfil de riscos e à importância sistêmica da instituição.
	Capacidade de avaliar os riscos decorrentes das condições macroeconômicas e dos mercados em que a instituição atua.

Ademais, conforme definição da Resolução CMN nº 4.280, de 31 de outubro de 2013, as estruturas para gerenciamento contínuo e integrado de riscos e de capital deverão ser unificadas para as instituições integrantes do mesmo conglomerado prudencial.

O destaque dado no § 2º para que as estruturas sejam unificadas quando tratar-se de Conglomerados Prudenciais evidencia a relevância de mitigar os riscos sistêmicos aos quais as instituições financeiras estão expostas em decorrência das participações societárias detidas e as obrigações decorrentes desta situação. Neste sentido de avaliar as implicações sistêmicas da gestão societária de participações societárias, a referida resolução ainda disciplina de modo específico, em seus Arts. 53 e 54, a corresponsabilidade das instituições financeiras perante as participações quando da avaliação de riscos:

Tabela 2

**Premissas para estruturas de gerenciamento de riscos e de capital**

As estruturas de gerenciamento de riscos e de capital das instituições financeiras devem contemplar:	<p>Avaliação quanto aos riscos associados ao conglomerado e a cada instituição individualmente, bem como identificar e acompanhar os riscos associados às demais participações societárias componentes do conglomerado prudencial.</p> <hr/> <p>Estrutura unificada para gerenciamento de capital, avaliando os possíveis impactos no capital e na liquidez do conglomerado prudencial oriundos dos riscos inerente e adjacentes de instituições financeiras, quais sejam:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Risco de Crédito;</li> <li>Risco de Mercado;</li> <li>Risco de Variação da Taxa de Juros da Carteira Bancária;</li> <li>Risco Operacional;</li> <li>Risco de Liquidez;</li> <li>Risco Socioambiental e;</li> <li>Demais riscos considerados ela instituição não capturados na ponderação de ativos pelo risco (Risk Weighted Asset - RWA)</li> </ul>
--	--

Em relação aos testes de estresse, os quais as instituições financeiras são submetidas periodicamente para avaliar eventual comportamento dos ativos em cenários prospectivos severamente adversos, também devem incluir as participações societárias, e os cenários devem contemplar os riscos associados ao Conglomerado Prudencial, além de seguir aos seguintes princípios, conforme Arts. 14 e 15 da Resolução CMN 4.557/2017:

Tabela 3

## Premissas para realização de testes de estresse

---

Os testes de estresse devem ser realizados de forma integrada para os conglomerados, contemplando:	Conglomerado prudencial como um todo
	Cada participação societária individualmente
	Diferentes níveis de agregação de exposição

---

Por fim, dentro do escopo da presente análise de regramento do regulador financeiro perante as instituições financeiras no que concerne a participações societárias detidas por estas, evidencia-se o requerimento de capital como um princípio basilar para a perenidade das instituições financeiras e para mitigar, dentre outros riscos, o risco sistêmico decorrente de eventuais aportes para socorrer as participações.

Cumprе salientar que o regramento relativo a requerimento de capital no Brasil, materializado na Resolução CMN 4.193/2013, foi elaborado tomando como referência as disposições dos Acordos de Basileia III, compromisso supranacional firmado em 2010 no âmbito do Comitê de Basileia, sediado na cidade homônima na Suíça, cujas atribuições, conforme o BACEN, são as seguintes:

As recomendações do Comitê de Basileia visam harmonização da regulação prudencial adotadas pelos seus membros, com objetivo de melhorar a competição entre os bancos internacionalmente ativos, cuja relevância é crescente em face da internacionalização dos mercados financeiros. Além das recomendações, o Comitê divulga princípios essenciais para supervisão bancária eficaz (*Basel core principles*), padrão utilizado internacionalmente para avaliação da eficácia da supervisão bancária de um país. O Banco Central do Brasil (BCB), como membro do Comitê da Basileia desde 2009, busca assegurar que a convergência da regulação financeira brasileira para as recomendações do Comitê de Basileia considere as condições estruturais da economia brasileira.

Além de trazer regulamentações padronizadas para as autoridades monetárias signatárias, as disposições do Comitê de Basileia objetivam mitigar recorrências de crises

bancárias. Neste sentido, Basileia III foi um aprimoramento da regulação decorrente, em grande parte, da crise financeira de 2008.

Naquele contexto, o estopim para o início de severas quedas nos mercados financeiros globais, com consequências macroeconômicas como aumento do desemprego, foi a quebra do banco norte-americano Lehman Brothers em 15/09/2008. Na data, a companhia tinha uma alavancagem entre ativos totais/capital próprio de 42x. De acordo com dados do Federal Reserve (FED), o Banco Central Norte-Americano, a empresa tinha um capital de referência de US\$15 bilhões para ativos totais na ordem de US\$639 bilhões.

Tal fato levou ao recrudescimento da atuação dos reguladores e a normas mais rígidas tanto quanto a quantidade de capital das instituições financeiras, quanto a qualidade deste capital. O acordo de que disciplina isso, Basileia III, foi publicado em 12/2010, com vigência integral a partir de 2019. No caso brasileiro, a Resolução CMN 4.193/2013 editou normatização que eleva o requerimento de capital das instituições financeiras a até 13% dos ativos totais ponderados pelo risco, conforme compilado na tabela a seguir.

Tabela 4

**Requerimento para o Capital Regular regulamentado pela Resolução CMN 4.193/2013**

Composição do Capital	Basileia II	Brasil 2013	Basileia III (requerimento mínimo + adicional)
Capital Principal	2%*	4,6%*	7 – 9,5%
Nível I	4%*	5,5%*	8,5 – 11%
Patrimônio de Referência (PR)	8%	11%	10,5 – 13%

Elaboração do autor.

Nota: \*Limites Implícitos

Avaliar os aspectos de comportamento do regulador com imposição de menores níveis de alavancagem para instituições financeiras é salutar, uma vez que corrobora com o pressuposto na literatura em análise, da qual se depreende que há maior probabilidade de utilização de capital de terceiros em setores com maior nível de regulação, ressalvada disposição contrária da própria regulação, em linha com o exposto por Jensen e Meckling (1976, p. 116):

em setores nos quais a liberdade da administração para assumir projetos mais arriscados é muito limitada (por exemplo, em indústrias regulamentadas, como as de serviços públicos), deveríamos observar

uma utilização mais intensiva de financiamento com capital de terceiros.

No caso específico da Caixa Econômica Federal, a análise de requerimento de capital torna-se ainda mais complexa, pois, além da atuação por meio de participações societárias mais ativa a partir de 2009, com a promulgação da Lei 11.908/2009, que permitiu à Caixa Econômica Federal e suas subsidiárias constituírem participações societárias, a instituição financeira ainda elevou sobremaneira sua carteira de crédito como parte das medidas contra cíclicas adotadas a partir de 2008 como resposta à crise financeira, conforme aborda Motta (2018, p.2) acerca dos impactos de Basileia III para a companhia:

Talvez um dos bancos mais afetados por esta nova regulamentação tenha sido a CAIXA, instituição que viu sua carteira de crédito crescer de maneira acentuada nos últimos anos, principalmente a partir de 2012, gerando assim uma necessidade crescente de capitalização.

Considerando que o decurso deste trabalho recairá sobre análise de instituição financeira sediada no Brasil, é razoável tomar como referência que o conteúdo de Basileia III está consubstanciado na supracitada resolução do CMN, não cabendo remissões adicionais à regulamentação supranacional.

Por fim, salienta-se que as instituições financeiras também passam por um escrutínio regular para avaliação dos seus *ratings* de crédito, tanto para avaliação do supervisor BACEN, quanto por agências independentes. Estas metodologias de análise incorporam, certa maneira, os custos de agência a que as instituições financeiras estão sujeitas, sensibilizando, por consequência os custos de captação de recursos.

Como consequência dos custos de agência, e suas especificidades no caso de instituições financeiras, resta claro que a mitigação dos custos decorrentes da probabilidade de falência deve ser realizada de modo contínuo, sob pena de inviabilizar, inclusive, a viabilidade comercial da companhia.

### **3.2. Autorregulação de Governança: Modelo B3**

A segunda seção deste capítulo abordará as disposições propostas pela autorregulação da única bolsa de valores em operação no Brasil atualmente, a B3. Esta tipologia de normatização é de recente aplicação no Brasil, a despeito de um histórico mais antigo nos países desenvolvidos, que contam com mercado de capitais mais diversificado e pulverizado.

O Programa Destaque em Governança de Estatais foi criado em 2015, sendo revisto em 2017 para contemplar os ajustes decorrentes da Lei das Estatais, tornando-se pertinente sua análise neste trabalho.

Além da regulação exercida pelo BACEN perante as instituições financeiras, por força da Lei 4.595/1964 que regulamentou a criação e atribuições da autarquia, estas empresas também estão sujeitas aos escrutínios de entidades de autorregulação de modo compulsório ou discricionariamente.

A principal entidade autorreguladora das instituições financeiras é a FEBRABAN - Federação Brasileira de Bancos, associação que representa 119 dentre 155 instituições instaladas no país, com vistas ao "aperfeiçoamento do sistema normativo, a melhoria continuada dos serviços e a redução dos níveis de risco. Também busca concentrar esforços que favoreçam o crescente acesso da população aos produtos e serviços financeiros." (FEBRABAN, 2019).

Além da FEBRABAN, existem outras entidades responsáveis pela autorregulação de ramos de negócios específicos afetas às instituições financeiras, cujas principais são a ANBIMA - Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais, que representa as instituições participantes do mercado de capitais, tais como: bancos, gestoras, corretoras, distribuidoras e administradoras de valores mobiliários; e a ABECIP - Associação Brasileira das Entidades e Crédito Imobiliário e Poupança, que representa associados participantes do ecossistema de concessão de crédito imobiliário e de captação de recursos para tal fim.

Considera-se relevante o aprimoramento decorrente da autorregulação emanada pelas instituições supracitadas, entretanto, opta-se por discorrer no presente trabalho sobre a autorregulação pela principal entidade operadora de mercado de bolsa de valores e mercado no Brasil, a B3 – Brasil, Bolsa, Balcão; mais especificamente seu Programa Destaque Governança em Estatais.

Justifica-se a delimitação da análise da autorregulação da B3, com escopo no programa de empresas estatais, por tratar-se de um conteúdo de nicho, compatível com a apreciação proposta da Caixa Econômica Federal, uma empresa estatal, e principalmente pelo motivador declarado pelo autorregulador para elaborar o programa, qual seja, "proposta de desenvolvimento de um programa específico para as estatais, como resposta à necessidade de recuperar a imagem e a credibilidade destas empresas" (B3, 2019), sendo razoável traçar um

paralelo entre o objetivo da B3 e a intenção do legislador quando da aprovação da Lei das Estatais, também objeto de análise do presente estudo.

Considerando que para a efetiva certificação da empresa estatal no programa da B3 é necessária estar enquadrada como "*companhia aberta ou em processo de obtenção de registro de companhia aberta que seja controlada, direta ou indiretamente, por Controlador Público, correspondente a um dos entes federativos – União, Estado, Distrito Federal, ou Município*", e que a Caixa Econômica Federal não se encaixa nesses pré-requisitos por ser uma empresa estatal de capital fechado, conforme seu Estatuto Social, não há que se tratar no presente trabalho da certificação da referida empresa, mas sim da avaliação dos termos propostos pela B3 à luz do implementado pela Caixa Econômica Federal como decisão unilateral da companhia em aprimorar seus processos de governança corporativa.

Conforme abordado no início desta seção, a disseminação de melhores práticas de governança por meio de autorregulação vem sendo adotado de maneira um pouco tardia em relação aos países desenvolvidos. Contudo, a integração dos mercados impulsiona essas medidas, principalmente como requisito para atração de investimentos estrangeiros, no caso de companhias estatais listadas em bolsa de valores, e também na captação de *fundings* por instituições financeiras estatais, caso da Caixa Econômica Federal, sob o qual aborda o IBGC (2010):

A integração no mercado de produtos é outro facilitador da convergência de práticas de governança corporativa. Os países com padrões inferiores de governança corporativa tendem a adotar melhores práticas, com o objetivo de atrair investimentos e empresas. Na competição global, a governança corporativa pode ser interpretada como uma inovação ou nova tecnologia que as firmas tendem a adotar para não perder sua competitividade. Nesse sentido, a competição e a integração nos mercados de produtos também conduzem à convergência de práticas de governança corporativa.

Há que se ressaltar que até maio/2020 a Caixa Econômica Federal não estava listada em bolsa de valores, tampouco alguma empresa de seu conglomerado com participação acionária majoritária do Estado, entretanto, o público-alvo da regulação é abrangente a todas as estatais, sem distinção do setor de atuação ou do ente estatal ao qual está vinculada, conforme seu regimento (B3, 2019):

A B3 desenvolveu o Programa Destaque em Governança de Estatais (“Programa”) com o objetivo de incentivar as companhias controladas, direta ou indiretamente, pelos entes federativos (União, Estados, Distrito Federal e Municípios) a aprimorar suas práticas de governança corporativa.

O objetivo desse arcabouço normativo, portanto, acaba se tornando muito mais amplo do que autorregular as poucas empresas estatais que estão atualmente listadas na bolsa de valores.

O aprimoramento da governança de empresas é um processo de acultramento bastante complexo, principalmente quando consideradas as assimetrias de desenvolvimento nos diferentes entes subnacionais. Entretanto, resta pacífico que independente do grau de melhora a ser atingido, implementar melhores práticas de governança pavimenta um caminho mais alvissareiro para o atingimento dos princípios constitucionais da administração pública (legalidade, impessoalidade, moralidade, publicidade e eficiência - Art. 37 da CF/88), quer seja pelo menor custo de captação de recursos, ou pela geração de valor ao acionista que é, total ou parcialmente, o contribuinte por meio do poder público que detém a participação societária.

Nesse sentido, é relevante destacar os ganhos multifacetados que o programa pode trazer, conforme aborda a B3 (2019):

A presente iniciativa tem por intuito contribuir para a restauração da relação de confiança entre investidores e estatais, contando, para tanto, com o alinhamento de vários interesses. Aos investidores interessa a alocação eficiente e sustentável de seus recursos; à sociedade civil e aos funcionários e colaboradores das estatais, a manutenção de renda e emprego e aos entes da federação, por fim, a viabilização de investimentos de interesse público com financiamento do mercado de capitais.

A materialização desses ganhos ocorre tanto pela via da fiscalização mais adequada pelas contrapartes e pelos órgãos reguladores envolvidos, quanto pela precificação mais adequada dos ativos, conforme destaca a B3 (2019):

Somente dessa maneira seu comportamento futuro torna-se previsível, permitindo (i) a mensuração dos custos implícitos decorrentes das peculiaridades das estatais; (ii) a identificação de mudanças em relação

aos projetos inicialmente divulgados; (iii) a atuação eficiente dos órgãos das companhias, especialmente Conselho de Administração, Diretoria e Conselho Fiscal; e (iv) a fiscalização da atuação do Controlador Público e dos administradores pelos acionistas e demais interessados.

Em um contexto de restrição orçamentária, cujo cenário recrudescer a partir da crise de 2015-2016 no Brasil tanto na esfera federal, quanto nos estados e municípios, e a ocorrência de déficits fiscais que se tornou uma constante, é ainda mais salutar apresentar justificativas claras a todos os *stakeholders*, inclusive aos cidadãos, a pertinência de manutenção de uma empresa estatal considerando o valor econômico e social agregado por ela. Isso só é atingido com um patamar de governança corporativa que permita a adequada avaliação desta pertinência, com um mínimo de assimetria de informações, uma das premissas do programa em comento, que prevê a divulgação de informações periódicas e produzidas de maneira padronizada.

O Regimento do Programa especifica em seu Título III – Medidas de Governança Corporativa consideradas para fins de certificação da empresa estatal, bem como os critérios de pontuação atribuídos por cada um dos requisitos de transparência, que estão brevemente resumidos nos pontos a seguir:

- Divulgação, em seção específica de Relações com Investidores (RI), das políticas internas, contemplando, no mínimo: Política de Indicação, Política de Divulgação de Informações, Política de Administração ou Gerenciamento de Riscos, Política de Transações com Partes Relacionadas, Política de Distribuição de Dividendos; além dos regimentos internos de suas instâncias de governança (Conselho de Administração, Conselho Fiscal, Comitê de Auditoria e demais comitês de assessoramento);
- Previsão estatutária e/ou regimental de divulgação das atas de reunião do Conselho de Administração (incluindo comitês de assessoramento) e do Conselho Fiscal, salvo em situações que coloquem em risco interesse legítimo da companhia;
- Elaboração de Formulário de Referência contemplando, no mínimo as seguintes informações:
  - Estrutura organizacional de controle e gerenciamento de riscos;
  - Descrever as atividades da empresa estatal e de suas controladas;

- Divulgar informações sobre despesas com publicidade, patrocínios, parcerias e convênios, assim como os critérios utilizados para alocação dos referidos recursos;
  - Data de instalação do Conselho Fiscal, além da descrição do relacionamento e quantitativo de reuniões conjuntas entre o referido colegiado e as demais instâncias de governança para o exercício em análise;
  - Composição e experiência profissional dos componentes da administração e do Conselho Fiscal;
  - Outras informações relevantes relativas aos membros da administração, tais como periodicidade e critérios para avaliação de desempenho e treinamentos providos pela empresa estatal.
- Divulgação de eventual candidatura de membro do Conselho de Administração (incluindo comitês de assessoramento), da Diretoria e do Conselho Fiscal a cargos eletivos nos poderes executivo e legislativo;
  - Divulgação, em seção específica de Relações com Investidores (RI), da Carta Anual de Governança Corporativa, nos termos da legislação vigente;
  - Detalhamento na Política de Divulgação de Informações dos mecanismos de controle e restrição de acesso às informações relevantes, tal como os mecanismos de atuação do Diretor de Relações com Investidores em casos de vazamento de informações;
  - Divulgação de relatório contendo as informações ambientais, sociais e de governança corporativa, tomando como base padrões internacionais, tais como o *Global Reporting Initiative* (GRI) ou o relato integrado do *International Integrated Reporting Council* (IIRC).

No que tange aos aspectos específicos de práticas e estrutura de controles internos, o Regimento do Programa avalia os seguintes aspectos:

- Estrutura de controles internos composta pelo modelo de três linhas de defesa, com estabelecimento de alçadas, a saber:
  - Primeira linha de defesa – ação dos administradores e empregados nos processos cotidianos;

- Segunda linha de defesa – função de *Compliance* e Riscos;
  - Terceira linha de defesa – Auditoria Interna e Comitê de Auditoria Estatutário.
- Elaboração e divulgação do Código de Conduta ou Integridade, abrangendo princípios e valores da empresa estatal, além de aspectos mínimos relativos à apuração de denúncias;
  - Realização de treinamento sobre Código de Conduta ou Integridade aos empregados;
  - Implantação de área responsável pela Segunda Linha de Defesa com padrões mínimos de autonomia operacional e financeira;
  - Definição, pela área responsável pela Segunda Linha de Defesa, das suas políticas e/ou normas internas, além do seu escopo de atuação e do formato e periodicidade de reportes à alta administração;
  - Estabelecimento de padrões mínimos de autonomia operacional e financeira para a Auditoria Interna e para o Comitê de Auditoria Estatutário;
  - Divulgação, conjuntamente às Demonstrações Financeiras, de relatório resumido do Comitê de Auditoria Estatutário, contemplando aspectos gerais do que foi realizado pelo colegiado no exercício;
  - Adoção de estruturas e práticas de controles internos alinhadas à Política de Administração de Riscos, com a devida identificação, avaliação, tratamento, monitoramento e comunicação dos riscos relacionados à atividade da empresa estatal;
  - Elaboração e Divulgação de Política de Transações com Partes Relacionadas contemplando critérios mínimos para a realização destas transações;
  - Previsão em Estatuto Social, Regimento Interno do Conselho Fiscal ou Comitê de Auditoria, da competência do colegiado para acompanhar e verificar o atendimento às medidas do Programa Destaque em Governança de Estatais da B3.

Em relação à composição da administração e do Conselho Fiscal da empresa estatal, o Regimento do Programa preconiza os seguintes aspectos em sua avaliação:

- Estabelecimento de critérios mínimos para indicação de membros aos colegiados, materializados na Política de Indicação, abrangendo as previsões legais e requisitos adicionais;
- Verificação da aderência dos requisitos de indicação para os membros dos colegiados por Comitê Estatutária, e cujas atas de reunião são divulgadas;
- Avaliação dos membros da Diretoria e do Conselho de Administração (incluindo comitês de assessoramento), além do Conselho de Administração como órgão;
- Previsão em Estatuto Social da acumulação das funções de Diretor-Presidente e Diretor do Conselho de Administração pela mesma pessoa;
- Previsão de mandato dos conselheiros de administração de no máximo 2 (dois) anos, permitida uma reeleição, quantitativo entre 7 (sete) e 11 (onze) membros e participação de no mínimo 30% de conselheiros independentes no colegiado;
- Estabelecimento no Código de Conduta da Alta Administração ou documento equivalente, pelo controlador público da estatal, de regras para atendimento expresso aos requisitos estabelecidos no Programa.

Conforme explicitado anteriormente, não há informação pública disponível em MAR/2020 que explicita intenção da Caixa Econômica Federal, ou do seu controlador, em ser listada na B3, portanto, a análise do presente trabalho será realizada à luz dos critérios supracitados aplicados na atuação voluntária da companhia em atuar conforme preconiza o Programa de Estatais da B3.

### **3.3. Regulação Imposta pelo Estatuto das Empresas Estatais (Lei ° 13.303/2016)**

Por fim, a terceira e última seção deste capítulo abordará o tema que serviu de corte temporal para as demais análises, a promulgação da Lei das Estatais (Lei 13.303/2016) em 30 de junho de 2016. O estabelecimento de um Estatuto Jurídico da Empresa Pública, Sociedades de Economia Mista e suas Subsidiárias, para a União e entes subnacionais, já era uma previsão da Constituição Federal de 1988, incluída mediante aprovação da Emenda Constitucional n.º 19/1998, que dispõe o seguinte em seu Art. 173:

- ressalvados os casos previstos nesta Constituição, a exploração direta de atividade econômica pelo Estado só será permitida quando necessária aos

imperativos da segurança nacional ou a relevante interesse coletivo, conforme definidos em lei;

- a legislação subsequente estabelecerá o estatuto jurídico da empresa pública, da sociedade de economia mista e de suas subsidiárias que explorem atividade econômica de produção ou comercialização de bens, ou de prestação de serviços, dispondo sobre:
  - sua função social e formas de fiscalização pelo Estado e pela sociedade;
  - a sujeição ao regime jurídico próprio das empresas privadas;
  - licitação e contratação para aquisição de bens e de prestação de serviços, com a observância dos princípios da administração pública;
  - a constituição e o funcionamento dos conselhos de administração e fiscal com a participação de acionistas minoritários;
  - os mandatos, a avaliação de desempenho e a responsabilidade dos administradores.
  
- ademais, as seguintes adequações de equidade de tratamento das empresas estatais também são previstas no texto constitucional:
  - as empresas estatais não poderão gozar de privilégios fiscais não extensivos às do setor privado e;
  - a legislação específica regulamentará as relações da empresa pública com os demais atores, reprimirá o abuso do poder econômico que vise à dominação dos mercados, à eliminação da concorrência e ao aumento arbitrário da rentabilidade e estabelecerá a responsabilidade da companhia, sujeitando-a às punições compatíveis com sua natureza, nos atos praticados contra a ordem econômico-financeira e contra a economia popular.

Houve, portanto, um hiato de dezoito anos entre a inclusão do dispositivo constitucional e a efetiva aprovação da matéria. Considerando que desde a promulgação da Constituição Federal de 1988 e a aprovação de emenda supracitada, o ordenamento jurídico para as empresas estatais era deveras genérico, no qual estes entes deveriam se sujeitar ao regime jurídico próprio das empresas, inclusive no que tange às obrigações trabalhistas e tributárias, tem-se uma janela de no mínimo vinte e oito anos sem um arcabouço jurídico

específico no qual se estabelece os padrões mínimos de governança das empresas estatais, além da avaliação do atingimento dos objetivos sociais que justificam a criação e manutenção de uma empresa estatal.

Antes de entrar na análise específica dos dispositivos legais da Lei 13.303/2016 que aprimoram o ambiente de governança corporativa da empresa objeto de análise no presente trabalho, é salutar contextualizar a tramitação do projeto de lei que resultou em sua aprovação, de modo a compreender os motivadores dos legisladores para a aprovação da lei, bem como o papel dos demais *stakeholders*, incluídos aí opinião pública, no processo de formação da agenda legislativa (*agenda setting*).

A Lei n.º 13.303/2016 emerge do Projeto de Lei do Senado n.º 55/2015, que iniciou tramitação na referida Casa em agosto de 2015, sendo aprovado em abril de 2016 e remetida à Câmara dos Deputados. A tramitação em caráter terminativo foi concluída em 14 de junho de 2016. Referida legislação dispõe sobre uma série de matérias de cunho político, em especial relativas aos pré-requisitos para indicação de administradores e conselheiros nas empresas estatais, contemplando, por exemplo, vedações em indicar membros filiados a partidos políticos e entidades sindicais.

Dado que a democracia brasileira, em especial após o fim da ditadura militar em 1985, se desenvolveu calcada no presidencialismo de coalização, e que dentro dessa dinâmica a distribuição de cargos, aí compreendido a gestão e conselhos de empresas estatais, tem um papel relevante na obtenção de apoio político, aí compreendido a formação de maioria legislativa. Mendes (2019, p. 69 e 70) apresenta as seguintes considerações que coadunam com esse entendimento:

Nesse sentido, a prerrogativa presidencial para a criação de ministérios e a disponibilização de cargos às pessoas de confiança, que auxiliem na condução dos trabalhos desenvolvidos em cada setor, representa uma forte moeda de troca para levantar apoio junto ao Poder Legislativo.

Assim, como preconiza a literatura especializada, o poder para assegurar cargos de livre nomeação e exoneração está diretamente relacionado ao incremento do capital político para negociação dentro das coalizões.

Torna paradoxal, portanto, a aprovação de maneira tão célere de uma matéria que tem potencial de influenciar esse equilíbrio de incentivos do jogo político. No contexto político em

que se encontrava o Brasil quando da tramitação da matéria, por sua vez, torna-se mais compreensível a motivação do legislador em aprová-la.

Em 2014, foi deflagrada a Operação Lava-Jato, que investigou casos de corrupção na Petrobrás, demonstrando a relação escusa entre os indicados com vinculação política para o comando da petroleira e as empreiteiras que prestavam serviço para a empresa. Tal fato levou a um processo de descrença da opinião pública, com a atuação dos veículos de imprensa *pari passu* ao andamento das investigações, que forçaram o poder público a adotar mecanismos mais restritivos de indicação de dirigentes e conselheiros em empresas estatais, que consubstanciaram na apresentação do Projeto de Lei que resultou na aprovação da Lei n.º 13.303/2016.

Neste sentido, corrobora Da Silva Cristóvam e Bergamini (2019, p. 181), quanto à aprovação da Lei das Estatais como uma resposta do poder legislativo a uma percepção da população de ausência de regras claras para governança corporativa de empresas estatais:

Concebida em um momento conturbado, mas não inédito, da política brasileira, em meio ao cenário de seguidas revelações de ilicitudes ligadas a empresas estatais, a lei pretende estabelecer mecanismos que tornem resposta legislativa do Congresso Nacional à percepção dos brasileiros sobre a gravidade da corrupção.

Com efeito, os recentes e recorrentes escândalos de corrupção, diariamente repetidos pelo noticiário e que ganharam dimensões internacionais, reforçam a ideia da ausência de sólidas regras de governança corporativa, especialmente em relação à desmedida intervenção governamental e/ou interferência de poderosos blocos de interesses (financistas, corporativos, internos, estrangeiros, etc.).

De Oliveira *et al.* (2020, p. 24) também correlaciona a conjuntura pós eventos de corrupção em empresas estatais, em especial na Petrobrás, com a aprovação da Lei das Estatais:

Escândalos de corrupção em grandes EEs, como na Petrobras, revelados pela Operação Lava Jato, assim como diversas notícias de condutas indevidas em muitas outras empresas sob controle do estado, além de abuso do poder do controlador e elevado nível de influência político-partidária na gestão de seus negócios, na definição de planos de

investimentos e na formação de seus preços, motivaram o aperfeiçoamento do marco institucional nesse campo no Brasil.

Descrita a conjuntura sob a qual foi elaborada a formação da agenda parlamentar que culminou na aprovação Lei 13.303/2016, e seus elementos influenciadores, será iniciada a análise de como a aprovação do Estatuto Jurídico das Empresas Estatais aprimorou o ambiente de governança corporativa das empresas estatais.

Preliminarmente, a Lei está segregada em dois grandes blocos (Títulos I e II), que versam sobre dispositivos de estrutura e governança no primeiro e de regime de contratação de bens e serviços no segundo, além do Título III com as disposições marginais remanescentes. O Título I não se aplica em sua integralidade às empresas estatais que, em conjunto com suas subsidiárias, tenham auferido receita operacional bruta inferior a R\$ 90 milhões, o que não se aplica ao caso em análise, uma vez que o Relatório de Administração da Caixa Econômica Federal para o exercício 2019 reporta receita acumulada de aproximadamente R\$ 80 bilhões, quando considerado o somatório de margem financeira bruta, prestação de serviços, tarifas bancárias e resultados de participações em coligadas e controladas; que são as rubricas mais representativas para apuração das receitas operacionais de uma instituição financeira, com adição do resultado auferido por meio de participações societárias, conforme previsto no critério de apuração de receitas da legislação.

Destarte, no que se refere a aspectos de fortalecimento da governança de conglomerado de empresas estatais, é previsto no §7º do Art. 1.º que as empresas estatais deverão adotar as seguintes incumbências com vistas a ter estrutura e regimentos adequados à gestão societária das participações em que não detenha o controle:

- na participação em sociedade empresarial em que as empresas estatais não detenham o controle acionário, essas deverão adotar, no dever de fiscalizar, práticas de governança e controle proporcionais à relevância, à materialidade e aos riscos do negócio do qual são partícipes, considerando, para esse fim:
  - documentos e informações estratégicos do negócio e demais relatórios e informações produzidos por força de acordo de acionistas e de Lei considerados essenciais para a defesa de seus interesses na sociedade empresarial investida;

- relatório de execução do orçamento e de realização de investimentos programados pela sociedade, inclusive quanto ao alinhamento dos custos orçados e dos realizados com os custos de mercado;
- informe sobre execução da política de transações com partes relacionadas;
- análise das condições de alavancagem financeira da sociedade;
- avaliação de inversões financeiras e de processos relevantes de alienação de bens móveis e imóveis da sociedade;
- relatório de risco das contratações para execução de obras, fornecimento de bens e prestação de serviços relevantes para os interesses da investidora;
- informe sobre execução de projetos relevantes para os interesses da investidora;
- relatório de cumprimento, nos negócios da sociedade, de condicionantes socioambientais estabelecidas pelos órgãos ambientais e;
- avaliação das necessidades de novos aportes na sociedade e dos possíveis riscos de redução da rentabilidade esperada do negócio.

A despeito do trecho da legislação transcrito acima ter um foco no risco sistêmico e de contágio, ou seja, na necessidade eventual de aportes de capital pelos sócios que não estejam adequadamente orçados ou previstos nos planos de dispêndios e/ou de negócios, trata-se de um avanço no trato com os recursos públicos, dado que a gestão insatisfatória do portfólio de participações societárias de uma estatal pode levar à necessidade de aportes não orçados, e no limite, a uma situação crônica de déficit. Considerando o complexo trâmite para alienar ou liquidar uma empresa estatal, que demanda autorização legislativa, prejuízos recorrentes em seus balanços acabam sendo cobertos pelo Orçamento Geral da União, mesmo em empresas estatais não dependentes.

As empresas estatais deverão ainda, conforme Art 8.º, I, adotar critérios de transparência com foco na prestação de contas à população do cumprimento do seu objeto social, e explicitando o atendimento ao interesse coletivo ou ao imperativo de segurança nacional que justificou sua criação em consonância com os preceitos constitucionais. Tal

premissa também se estende às subsidiárias das empresas estatais, e deve ser materializada por meio da Carta Anual de Governança, o que demanda a necessidade de alinhamento da empresa estatal perante o seu conglomerado, além de explicitar a corresponsabilidade entre controlador e controlada, que por sua vez é um indutor do aprimoramento da governança de conglomerados estatais.

Além de explicitar de modo transparente o cumprimento do objeto social da companhia, a citada prestação de contas ainda mitiga a atuação das estatais em execução de políticas públicas fora do orçamento fiscal central, o que já foi utilizado por agentes políticos anteriormente, e implicou, no limite, em crime de responsabilidade. Neste sentido, como avanço das premissas de prestação de contas (*accountability*) e transparência de informações (*disclosure*), assinala Silva (2019, p. 69):

O modelo, ao dispor sobre função social da empresa estatal, traz uma dupla inovação institucional relacionada à execução de políticas públicas. A primeira trata da obrigatoriedade da geração e da publicação de informações financeiras (inclusive no plano de contas) referentes às políticas públicas executadas, fato que permitirá maior possibilidade de monitoramento e avaliação da atuação empresarial e das respectivas políticas públicas. A segunda impõe restrições ao uso de recursos da empresa para sustentar a execução de políticas públicas que não estejam expressamente estabelecidas no seu objeto social e, portanto, possam causar efeitos adversos sobre seus resultados financeiros. Nesses termos, a atuação empresarial estatal na execução de políticas públicas – não estabelecidas no objeto social da empresa – passa a demandar prévia contratualização e financiamento baseado em recursos bancados diretamente pelo Tesouro. Em síntese, tal determinação transfere essas despesas para o orçamento público do respectivo ente federativo.

A legislação abarcou a necessidade de dotar as empresas estatais de regras claras para realização de transações com partes relacionadas, contemplando a elaboração e divulgação de política específica aprovada pelo Conselho de Administração (Art. 8.º, VII) e a avaliação e monitoramento da realização das referidas transações, em conjunto com a administração e a área de auditoria interna (Art. 24, VI). Esse regramento influencia a relação entre as empresas componentes dos conglomerados estatais, de modo que as transações intra-conglomerado sejam

realizadas de modo isonômico e em condições de mercado, e que seja dada publicidade, inclusive, à execução das transações com participações minoritárias (Art. 1.º, III).

No que se refere às áreas responsáveis pela segunda e terceira linhas de defesa nas empresas estatais, aí compreendidos o risco, *compliance* e auditoria interna, a legislação busca garantir uma maior autonomia operacional e, eventualmente, orçamentária, por meio da elaboração de normatização específica, a exemplo do Código de Conduta e Integridade (Arts. 9.º e 10). Além de garantir de estrutura vinculada ao Diretor-Presidente da companhia, no caso de risco e *compliance*, e ao Conselho de Administração para a auditoria interna. Tais aspectos têm capacidade de influenciar positivamente a governança de conglomerados estatais, uma vez que a mitigação de riscos sistêmicos e a elaboração de planos de auditoria internas que contemplem as participações societárias estão no cerne do reforço de estrutura e autonomia de atuação propostas para as referidas áreas.

Ainda nesta linha de reforços propostos pela legislação para o tema de risco, *compliance* e auditoria; tornou-se compulsória a instalação de Conselho Fiscal e Comitê de Auditoria com prazo fixado de mandato e teto de reconduções, além de estabelecer quantitativo mínimo para composição da Diretoria Executiva e do Conselho de Administração (Art. 13).

Conforme já tangenciado supra, a legislação trouxe pré-requisitos explícitos para a assunção de cargos na Diretoria Executiva e do Conselho de Administração das empresas estatais, cujos aspectos de experiência e inexistência de conflitos de interesse são marcantes, conforme disposições do Art. 17:

- os membros do Conselho de Administração e os indicados para os cargos de diretor (inclusive presidente), serão escolhidos entre cidadãos de reputação ilibada e de notório conhecimento, devendo ser atendidos critérios de experiência profissional e formação acadêmica, conforme segue:
  - no mínimo um dos seguintes critérios para trajetória profissional:
    - 10 (dez) anos, no setor público ou privado, na área de atuação da empresa pública ou da sociedade de economia mista ou em área conexa àquela para a qual forem indicados em função de direção superior ou;
    - 4 (quatro) anos ocupando pelo menos um dos seguintes cargos:

- ◆ cargo de direção ou de chefia superior em empresa de porte ou objeto social semelhante ao da empresa pública ou da sociedade de economia mista, entendendo-se como cargo de chefia superior aquele situado nos 2 (dois) níveis hierárquicos não estatutários mais altos da empresa;
  - ◆ cargo em comissão ou função de confiança equivalente a DAS-4 ou superior, no setor público;
  - ◆ cargo de docente ou de pesquisador em áreas de atuação da empresa pública ou da sociedade de economia mista.
- 4 (quatro) anos de experiência como profissional liberal em atividade direta ou indiretamente vinculada à área de atuação da empresa pública ou sociedade de economia mista;
- ter formação acadêmica compatível com o cargo para o qual foi indicado; e
- não se enquadrar nas hipóteses de inelegibilidade previstas nas alíneas do inciso I do caput do art. 1º da Lei Complementar nº 64, de 18 de maio de 1990, com as alterações introduzidas pela Lei Complementar nº 135, de 4 de junho de 2010.
- além dos pré-requisitos supracitados, a legislação estabelece vedações para indicação de membros do Conselho de Administração e da diretoria:
  - de representante do órgão regulador ao qual a empresa pública ou a sociedade de economia mista está sujeita, de Ministro de Estado, de Secretário de Estado, de Secretário Municipal, de titular de cargo, sem vínculo permanente com o serviço público, de natureza especial ou de direção e assessoramento superior na administração pública, de dirigente estatutário de partido político e de titular de mandato no Poder Legislativo de qualquer ente da federação, ainda que licenciados do cargo;
  - de pessoa que atuou, nos últimos 36 (trinta e seis) meses, como participante de estrutura decisória de partido político ou em trabalho

vinculado a organização, estruturação e realização de campanha eleitoral;

- de pessoa que exerça cargo em organização sindical;
- de pessoa que tenha firmado contrato ou parceria, como fornecedor ou comprador, demandante ou ofertante, de bens ou serviços de qualquer natureza, com a pessoa político-administrativa controladora da empresa pública ou da sociedade de economia mista ou com a própria empresa ou sociedade em período inferior a 3 (três) anos antes da data de nomeação;
- de pessoa que tenha ou possa ter qualquer forma de conflito de interesse com a pessoa político-administrativa controladora da empresa pública ou da sociedade de economia mista ou com a própria empresa ou sociedade.

É de se registrar que o estabelecimento em lei de critérios mínimos para indicação desses membros, aliados à normatização interna e de outros reguladores e/ou autorreguladores a depender da natureza da empresa (exemplo de CVM e B3 nas estatais listadas em bolsa de valores), traz consigo o objetivo de dotar a administração da companhia de uma gestão com capacidade técnica mínima, oriunda do serviço público ou da iniciativa privada, componente necessário para o devido *accountability* pelas companhias, além de mitigar a indicação de cunho político completamente.

A lei ainda veda o acúmulo da participação remunerada de membros da administração pública, direta ou indireta, em mais de dois conselhos de administração ou fiscal de empresas estatais (art. 20), o que reflete na gestão dos conglomerados, uma vez que os rendimentos decorrentes de indicações para conselhos não podem ser utilizados de maneira indiscriminada para acréscimo de remuneração global de alguns poucos agentes, diversificando o rol de possíveis indicados, e que aliado aos pré-requisitos mais rígidos, aliado à necessidade de composição dos Conselhos de Administração com dois membros independentes (Art. 22), com requisitos adicionais para indicação, tem o condão de ampliar a capacidade de atração de perfis adequados para o desempenho da função.

O arcabouço legal trouxe um avanço relevante no âmbito da gestão de conglomerados estatais, quando se trata da atuação por meio de participações societárias para cumprimento do objeto social, prevendo a dispensa de processo licitatório para a criação de parcerias estratégicas

(Art. 28, II), podendo ser de cunho comercial ou societário, esta última o foco da presente análise. Tal previsão se aplica a oportunidades de negócios definidas e justificada inviabilidade de processo competitivo. Em um contexto de profunda transformação dos modelos de negócio de algumas empresas estatais decorrentes, em especial, da introdução de novas tecnologias, é salutar o estabelecimento de parcerias para uma resposta célere às adequações requeridas.

O prazo concedido pelo legislador para a adaptação pelas empresas estatais aos dispositivos previstos na lei foi de 24 meses a partir da sua promulgação, que ocorreu em 30 de junho de 2016. No presente momento em que este trabalho é redigido, em maio de 2020, todos os efeitos já estão plenamente vigentes.

Registre-se que a legislação aborda em seu Título II os dispositivos relativos à aquisição e alienação de bens e serviços pelas empresas estatais que, com exceção da citada novidade quanto ao estabelecimento de parcerias estratégicas, não guarda maiores impactos com o escopo deste trabalho de gestão de conglomerados estatais.

A despeito de toda a estrutura mais robusta demandada pela legislação denotar um aprimoramento no ambiente de governança das empresas estatais, e por consequência da governança dos conglomerados estatais, existe a previsão de compartilhamento das estruturas, instâncias de governança e normatizações entre a controladora e a controlada estatais (Decreto 8.945/2016, Art.14) com a premissa de manutenção do princípio de economicidade.

#### **4 MODELO DE GOVERNANÇA DE CONGLOMERADO CAIXA ECONÔMICA FEDERAL PÓS 2016**

No corrente capítulo, os desdobramentos dos preceitos abordados no capítulo anterior serão tratados de maneira unificada, considerando a melhor fluidez e a interrelação do conteúdo, a despeito da segregação previamente utilizada. Neste sentido, iniciar-se-á a análise do Modelo de Governança do Conglomerado da Caixa Econômica Federal por meio da Publicação da primeira Carta Anual de Governança e Políticas Públicas em 2018 (exercício base 2017), um formato de apresentação dos propósitos da empresa estatal, e no limite de prestação de contas (*accountability*) inovador trazido pela Lei das Estatais.

O documento evidencia, logo em seu primeiro capítulo, que a empresa é o principal agente operador dos programas sociais do Governo Federal, a exemplo do Bolsa Família, do Financiamento Estudantil – FIES e Programa Minha Casa Minha Vida – MCMV; informação que coaduna com o previsto no Art. 8.º da Lei 13.303/2016, que prevê a justificativa da criação e manutenção da empresa estatal quando justificado o atendimento ao interesse coletivo ou a imperativo de segurança nacional.

No segundo capítulo são pormenorizadas as políticas públicas operadas, tanto como agente operador direto de fundos e programas, quanto os impactos indiretos decorrentes de outros produtos e serviços, a exemplo da exploração com exclusividade das loterias federais, cuja metade do resultado, aproximadamente, é destinada para investimento em áreas prioritárias para o desenvolvimento do país (seguridade social, saúde, educação, segurança pública, cultura e esporte).

O terceiro capítulo conclui os resultados referentes ao atendimento das políticas públicas operacionalizadas pela instituição, com a mensuração tangível dos resultados, por meio do aspecto financeiro direto ou indireto, a exemplo do saldo de captação em poupança que são direcionados majoritariamente para financiamento imobiliário, além do próprio saldo da carteira de financiamento imobiliário, financiamento de infraestrutura e crédito rural; setores caros para o desenvolvimento e com impacto social mais relevante. Os quantitativos de pagamentos de benefícios sociais e de seguridade também são demonstrados.

Quando são transbordadas as avaliações quanto ao atingimento do objetivo social da companhia sob o prisma da atuação em conglomerado, a contribuição mais clara das demais companhias se dá pela contribuição na composição do resultado financeiro, contribuindo para a manutenção da empresa estatal em condição não dependente, ou seja, sem onerar o orçamento da União para despesas correntes. O resultado aferido na Demonstração de Resultado do

Exercício para os anos de 2017, 2018 e 2019, após a aprovação da Lei das Estatais, portanto, são da ordem de R\$ 0,78 bi, R\$1,38 bi e R\$1,49 bi, respectivamente, com uma trajetória crescente expressiva.

Além da contribuição financeira, na ótica da composição de portfólio de participações, o conglomerado da Caixa Econômica Federal conta com empresas que atuam para o atingimento mais específico das políticas públicas, pode-se citar a Caixa Loterias S/A, constituída em 2015, e cujo objeto social é administrar com exclusividade os serviços das loterias federais, nos termos da legislação específica.

Apesar de não serem consideradas participações societárias de fato, aprimorar a governança do conglomerado possui impacto adjacente nos fundos governamentais e demais fundos geridos nos quais a Caixa Econômica Federal possui direito de indicação de membros de conselhos e diretoria, uma vez que as regulamentações e vedações de indicação são extensíveis a esses investimentos.

Na linha de tornar mais claro o processo de prestação de contas ao seu controlador, e no limite aos cidadãos, o documento explicita como a definição e o cumprimento da Estratégia Corporativa permeia o efetivo atendimento às diretrizes propostas pelo seu controlador, Governo Federal, e à própria missão da companhia.

Aliado à Estratégia Corporativa, o Modelo de Gestão da companhia está ancorado em outras quatro vertentes que permeiam o atingimento dos objetivos corporativos, quais sejam:

- Estrutura Corporativa: prover arquétipo organizacional adequado para cumprimento da estratégia, ajustando a criação e extinção de unidades conforme os seguintes princípios – sinergia público/comercial, foco no cliente, responsabilização, simplicidade, integração, eficiência e escalabilidade;
- Processos: gestão de processos com vistas a assegurar a eficiência nos negócios e nas funções;
- Governança: estruturação de instâncias de governança, incluindo comitês delegados e de assessoramento, para que o processo decisório seja adequadamente conduzido em termos de responsabilização e de celeridade, considerando o porte da companhia;
- Cultura: elemento que provê a integração dos demais elementos do Modelo de Gestão.

Os supracitados elos do Modelo de Gestão, quando avaliados em relação ao papel na governança do conglomerado, demonstram um encadeamento das diversas instâncias de governança estatutárias para atuar no ciclo de vida da gestão do portfólio de participações societárias de maneira sinérgica.

Para essa análise cabe resgatar as competências constantes no Estatuto Social da companhia, sob a ótica das responsabilidades para deliberações acerca de matérias correlacionadas, além de outros documentos e conselhos/comitês que norteiam o tema. Neste sentido, o escopo de avaliação compreende o ciclo de vida da participação societária, que perpassa a decisão de investimento alinhada à estratégia, avaliação do portfólio de participações societárias à performance e/ou necessidade de atender a objetivos estratégicos e, por fim, o desinvestimento de ativos que não atendem às premissas previamente citadas.

Registre-se que os conglomerados estatais de grande porte, dentre os quais se destacam a Caixa Econômica Federal, o Banco do Brasil, a Petrobrás e a Eletrobrás; são compostos por participações societárias de diferentes espectros com relação ao percentual acionário detido, formando um arquétipo que varia desde participações minoritárias até subsidiárias integrais, perpassando participações minoritárias com participação efetiva na governança e subsidiária não integrais.

A figura abaixo consolida um arquétipo com as distintas modalidades de influência exercidas pelas empresas estatais de acordo com o capital acionário, perpassando sobre distintas naturezas jurídicas quanto ao controle estatal ou privado:

Figura 1

### Arquétipos de participações societárias e natureza jurídica



Fonte: Relatório de Administração 2019 da Caixa Econômica Federal.  
Elaboração do autor.

O arquétipo proposto acima está estruturado em uma inter-relação entre a capacidade de influenciar o fluxo decisório das participações societárias por meio da representação nas instâncias de governança, e a natureza jurídica.

O patamar de menor influência, representação mais à esquerda na figura, representa as participações com objetivo de complementação de portfólio, com algum caráter estratégico, mas com representação limitada da empresa estatal nas instâncias de governança. Trata-se de companhias com pequena participação da estatal no capital total, usualmente inferior à 20%, o que no caso de uma instituição financeira, como a Caixa Econômica Federal, também contempla participações societárias componentes da carteira de Títulos e Valores Mobiliários mantidos em tesouraria.

São incluídas na referida rubrica as ações adquiridas com o objetivo de revenda para auferir lucro na transação, juntamente com outros títulos públicos e privados, por isso usualmente representam pequenas fatias do seu capital social, e por consequência sem direitos específicos de indicação de conselheiros e/ou representantes, ou participação em bloco de controle.

Dentre as participações societárias mantidas em tesouraria (TVM), podemos citar o exemplo da produtora de cobre Paranapema S.A., cuja posição no 4.º trimestre de 2019 estava em 16,18% do capital total e na participação de 3,2% do capital total da também estatal Petrobrás S.A., posição alienada em sua completude no 2.º trimestre de 2019.

Os exemplos retratam participação no capital de empresas com objetos sociais completamente distintos de uma instituição financeira, em que não há, *a priori*, justificativa de similaridade ou complementariedade à atuação da estatal, em conformidade com a sua Política do Conglomerado Caixa. Depreende-se, portanto, que a composição de carteira TVM da instituição pode conter empresas de objetos sociais sem necessária correlação com a instituição financeira.

Ao mesmo tempo, há participações societárias com percentuais acionários relativamente baixos, no que tange à influência na governança, mas que possuem correlação com o objeto social da instituição financeira. Nesse caso, essas participações encontram-se tanto vinculadas na gestão societária da Caixa Econômica Federal, ou de sua subsidiária Caixa Participações S.A. (CAIXAPAR), que possui por objeto social ser uma holding de participações.

Pode-se citar, dentre o patamar de participações minoritárias com pouca ou nenhuma influência da estatal na governança da companhia a Galgo Sistemas S.A. e a Tecnologia Bancária S.A. (Tecban), fornecedores de sistemas de informação para o mercado de capitais e provedora de infraestrutura de autoatendimento compartilhada (Banco 24 Horas), respectivamente.

Ambas as sociedades são compostas por instituições financeiras ou entidades adjacentes do sistema financeiro e do mercado de capitais, em um caráter de “condomínio”, em que essas instituições se juntam para desenvolvimento de soluções que são demandas comuns de todos os sócios, resultando em sinergias a serem capturadas por todos, a despeito de serem atividades passíveis de execução de maneira individualizada ou contratada no mercado.

No passo seguinte dentro do arquétipo proposto estão as participações acionárias relevantes para influenciar a governança por meio da participação em conselhos e comitês, mantido a natureza jurídica de empresa privada, cuja participação acionária direta ou indireta da Caixa Econômica Federal no capital votante dessas empresas não excede 50%, ficando geralmente entre 40 e 50% menos uma nesse grupo de companhias.

Como exemplo de participações dentro do conglomerado da Caixa Econômica Federal que preencham esse requisito temos o Banco Pan e a S.A. e a Caixa Seguros Holding S.A., vinculados à CAIXAPAR e à Caixa Seguridade Participações S.A. (Caixa Seguridade) respectivamente.

A primeira é uma instituição financeira com atuação focada em pessoa física em linhas como crédito consignado, habitacional e cartão de crédito, foco similar ao da própria Caixa Econômica Federal. Não se trata de uma joint venture, haja vista participação de acionistas minoritários na ordem de aproximadamente 20% do *free float* em bolsa de valores, entretanto, possuindo um bloco de controle juntamente com a também instituição financeira BTG Pactual, cada um com 40,25% do capital votante na posição do 4.º trimestre de 2019.

A segunda companhia é uma holding que concentra as participações acionárias detidas em sociedade com a seguradora francesa CNP Assurances, em que a Caixa Econômica Federal detém indiretamente, por meio da Caixa Seguridade, 48,21% da sociedade, na posição do 4.º trimestre de 2019. Como uma holding, ela detém a gestão societária nas companhias do segmento de seguridade, que inclui além de seguros, os produtos de capitalização e consórcio.

Em ambos os exemplos supracitados, conforme Nota 5 das Demonstrações Contábeis da Caixa Seguridade para o Exercício 2019, as subsidiárias detentoras do capital social possuem

acordos de acionistas lavrados com o bloco de controle (Too Seguros e Pan Corretora) e influência significativa (Caixa Seguros Holding), que dispões sobre os aspectos operacionais, financeiros e estratégicos. Em última instância, como é da natureza desse tipo de documento, servem como um canal de transmissão das premissas de atuação da Caixa Econômica Federal, em última instância, para direcionar de modo a atingir o seu objetivo social e os objetivos estratégicos pelos quais as empresas foram criadas e são mantidas no seu portfólio de participações societárias.

O terceiro bloco compreende as subsidiárias cuja participação detida pela estatal não é integral, ou seja, entre 50% mais uma ação e 100% menos uma ação. De acordo com a própria definição da Lei das Estatais, essas empresas são classificadas como subsidiárias e possuem tratamento de empresa estatal para todos os fins, tendo que observar, inclusive, regramento de contratação de bens e serviços, recrutamento de empregados e prestação de contas aos órgãos de controle e fiscalização. Avaliando a composição do Conglomerado da Caixa Econômica Federal posicionada em MAI 2020, não há exemplos de participações societárias que se enquadrem nesse exemplo.

Entretanto, conforme informações públicas divulgadas em fato relevante no sítio de Relações com Investidores da Caixa Econômica Federal, foi protocolado em 21 FEV 2020 pedido de admissão e listagem em bolsa de valores de sua atual subsidiária integral Caixa Seguridade junto à CVM no segmento Novo Mercado da B3. Na sequência, em 12 MAR 2020, a instituição comunicou ao mercado que o processo em comento foi suspenso junto ao órgão regulador do mercado de capitais, em razão da mudança de conjuntura do mercado.

A despeito da não ocorrência da operação no horizonte analisado no presente trabalho, denota-se o interesse da instituição em desfazer de parte do ativo, enquadrando a participação societária na Caixa Seguridade como uma subsidiária não integral. Portanto, caso houvesse desinvestimento, o arcabouço normativo analisado na data de MAR/2020 estaria em conformidade com esse tipo de enquadramento de participação societária.

Por fim, como último quadrante proposto no arquétipo estão as subsidiárias integrais, cuja participação societária direta ou indireta da Caixa Econômica Federal é de 100% no capital social das companhias. Naturalmente essas empresas possuem natureza jurídica estatal podendo, por discricionariedade da administração, compartilhar estrutura operacional e estruturas de governança.

Na posição de MAI 2020, a Caixa Econômica Federal possuía quatro subsidiárias integrais vinculadas diretamente, quais sejam: Caixa Participações S.A., Caixa Seguridade Participações S.A., Caixa Loterias S.A. e Caixa Cartões Holding S.A.

Além disso, a Caixa Seguridade ainda detém participação integral na Caixa Holding Securitária S.A., companhia com estrutura e instâncias de governança integralmente compartilhadas com o seu dono (*paper company*) para fins de cumprimento de regulamentação específica do setor de seguros, que normatiza a exclusividade do objeto social dos detentores de participação societária em seguradoras (Art. 13, I, da Resolução CNSP n.º 166/2007). Esta companhia detém as participações societárias na Too Seguros S.A. (antiga Pan Seguros S.A.) e Pan Corretora S.A., ambas com 48,99% do capital total, e em conjunto a instituição financeira BTG Pactual, que possui o restante do capital acionário.

As subsidiárias supra possuem como característica essencial a atuação em setores contíguos ao objeto social da instituição financeira, ou seja, ao *core business* da Caixa Econômica Federal. No caso da Caixa Seguridade e Caixa Cartões, a atuação está relacionada aos mercados de produtos de seguridade (produtos regulados pela SUSEP, consórcio e serviços assistenciais), cartões e meios de pagamento, respectivamente.

A CAIXAPAR é uma holding de participações, que concentra as participações minoritárias, funcionando como braço de fusões e aquisições e *longa manus* da Caixa Econômica Federal nesse papel de gestão societária, tendo papel adjacente ao da instituição financeira.

No caso da Caixa Loterias, a despeito do seu objeto social (gestão das loterias federais) ser peculiar frente a outros conglomerados financeiros, está alinhado com a condição de empresa estatal operadora de políticas públicas, no caso um monopólio da exploração dos jogos das loterias federais e jogos correlatos.

A organização do conglomerado em um arquétipo de acordo com a influência na governança da companhia permite visualizar as distintas soluções adotadas para cada um dos quadrantes, em especial quando avaliados os aspectos de monitoramento de risco de contágio e de monitoramento do alinhamento estratégico para fins de desinvestimento dos ativos. Ademais, as soluções a serem adotadas com relação às participações societárias dentro de todo o seu ciclo de vida (decisão de investimento, manutenção e desinvestimento) precisam ser ajustados ao porte da companhia e ao objetivo estratégico ao qual a participação desempenha dentro do conglomerado.

Nesse sentido, e como consequência direta do advento da Lei das Estatais, a Caixa Econômica Federal adequou a sua estrutura organizacional, como controlador direto ou indireto das participações societárias do seu conglomerado, para atendimento ao disposto no §7º, do Art. 1.º da referida legislação, que especifica a adoção de medidas de fiscalização e controle das empresas estatais perante as participações societárias minoritárias que compõem o seu conglomerado, cuja abordagem foi feita integralmente no capítulo 3.3 deste trabalho.

Conforme Relatório de Avaliação da Caixa Econômica Federal realizado pela Controladoria-Geral da União (CGU), referente ao exercício 2018 (publicada em 26 OUT 2019), foram criadas em 27 DEZ 2016 a unidade Gerência Nacional Controle Institucional do Conglomerado e FUNCEF (GECIC), vinculada à Vice-Presidência de Riscos e Controles Internos, cujas responsabilidades abrangem o monitoramento do sistema de controles internos do Conglomerado CAIXA, além de, especificamente em relação às participações societárias, atuar no monitoramento do ambiente de controle e governança.

Além desta unidade atinente à gerenciamento de riscos e controles internos, foi criada na mesma data a GEPAR, no âmbito da Vice-Presidência de Finanças e Controladoria, com fulcro no monitoramento dos resultados econômico-financeiros do portfólio de participações à luz do Planejamento Estratégico e na prestação de contas do cumprimento dos planos de negócios. Entretanto, a despeito da iniciativa de criação das duas unidades supracitadas em ato contínuo à edição do marco legal, a sua efetiva estruturação levou um tempo maior, sendo a conclusão desse processo em ABR 2017 (GECIC) e FEV 2018 (GEPAR), conforme o Relatório de Avaliação da CGU.

Além das unidades específicas para o tema de governança de participações societárias, a Caixa Econômica Federal constituiu em 16 AGO 2016 o Comitê de Participações, órgão de assessoramento ao Conselho Diretor nos temas relacionados aos aspectos societários e no monitoramento das transações entre partes relacionadas da Caixa Econômica Federal com suas controladas e coligadas.

O extrato do marco legal supracitado dispõe sobre o estabelecimento de mecanismos adequados para fiscalizar o ambiente de controle e governança das participações societárias nas quais as empresas estatais não detenham o controle acionário, ou seja, as participações minoritárias do portfólio.

Conforme o arquétipo proposto, esses dispositivos atingiriam os dois primeiros níveis de participações societárias, as minoritárias puras e as minoritárias com um grau de influência

relevante da empresa estatal (JV), uma vez que as participações societárias majoritárias (subsidiárias) já são abarcadas pela própria Lei das Estatais no que se refere aos padrões de governança e gerenciamento de riscos, sem prejuízo dos dispositivos normativos e estatutários dos controladores estatais, relativos às participações societárias, tenham abrangência em participações societárias minoritárias e subsidiárias diretas ou indiretas.

Além das adequações na estrutura organizacional e nas instâncias de governança com a criação do Comitê de Participações, as competências para deliberação dos atos referentes às participações societárias estão distribuídas dentre as instâncias de governança deliberativas, conforme Estatuto Social da Caixa Econômica Federal aprovado em Assembleia Geral em 17 DEZ 2019, quais sejam:

- Assembleia Geral – constituída pelos sócios, no caso da Caixa Econômica Federal um representante da União dado seu capital 100% estatal federal. A instância possui competência para deliberar sobre os movimentos societários da própria Caixa Econômica Federal são de sua responsabilidade (transformação, fusão, incorporação, cisão, dissolução, liquidação e alienação no todo ou em parte do capital social). Além disso, relativo às participações societárias, possui as seguintes responsabilidades:
  - Deliberar pela alienação, no todo ou em parte, de ações de propriedade da Caixa Econômica Federal em empresas controladas; subscrição ou renúncia a direito de subscrição de ações, ou debêntures conversíveis em ações em empresas controladas; venda de debêntures conversíveis em ações de titularidade e de emissão de empresas controladas;
  - Deliberar pela cisão, fusão ou incorporação de empresas controladas pela Caixa Econômica Federal;
  - Deliberar pela permuta de ações ou outros valores mobiliários representativos da participação da Caixa Econômica Federal no capital de empresas controladas;
  - Deliberar pela assinatura de acordos de acionistas, ou renúncia de direitos previstas nestes documentos, das empresas que detém participação societária direta.
- Conselho de Administração – constituído pelo Presidente da Caixa Econômica Federal, um representante do corpo funcional e por mais 6 (seis) integrantes

indicados pelo Ministério da Economia, incluindo o percentual mínimo de membros independentes conforme a legislação. A instância possui como competências relativas às participações societárias, além das competências comuns relativas à governança e gerenciamento de riscos, as seguintes matérias:

- Deliberar sobre a constituição de subsidiárias integrais, controladas e participações minoritárias, sempre com vistas ao cumprimento de atividades de seu objeto social, nos termos da lei e do Estatuto Social;
- Deliberar orientação de Voto do representante da Caixa Econômica Federal nas assembleias de empresas subsidiárias, controladas ou coligadas, conforme previsão legal e normativa, para: distribuição de resultados sob a forma de dividendos ou pagamento de juros sobre capital próprio; modificação do capital social; e cisão, fusão ou incorporação das referidas empresas;
- Conselho Diretor – constituído pelo Presidente e pelos vice-presidentes da Caixa Econômica Federal, com exceção das vice-presidências de áreas segregadas para preservação de *chinese wall*. Não possuem assento por este motivo, atualmente, as vice-presidências Agente Operador (gestão de fundos de governo e loterias) e Fundos de Investimento (gestão e administração de fundos de mercado). A instância possui como competências relativas à gestão de participações societárias as seguintes matérias:
  - Deliberar sobre os critérios de seleção e/ou indicação de membros para integrar os conselhos e órgãos de administração de empresas e instituições de que a CEF participe, ou tenha direito de indicar representante, por proposta do Presidente da CEF;
  - Aprovar, em relação às empresas de cujo capital a Caixa Econômica Federal participe sem deter o controle, os seguintes atos societários:
    - a. alienação, no todo ou em parte, de ações de propriedade da companhia nas empresas; subscrição ou renúncia a direito de subscrição de ações ou debêntures conversíveis em ações nas empresas; venda de debêntures conversíveis em ações de titularidade e de emissão das empresas;
    - b. cisão, fusão ou incorporação das empresas; e

- c. permuta de ações ou outros valores mobiliários representativos da participação da companhia no capital das sociedades;
- Deliberar pela assinatura de termos, convênios ou acordos operacionais com suas subsidiárias integrais para compartilhamento de custos, estruturas, políticas e mecanismos de divulgação, conforme previsão legal.

Além dos supracitados colegiados com competências deliberativas, a Caixa Econômica Federal ainda possui atuações tangenciais de outras duas instâncias não-deliberativas de sua estrutura organizacional estatutária, o Conselho Fiscal e o Comitê de Auditoria.

Ao Conselho Fiscal, composto por cinco membros eleitos pela Assembleia Geral, compete o opinar sobre transformação, incorporação, fusão ou cisão de participações societárias. Além da atuação na avaliação da documentação produzida pela área de controles internos e auditoria interna que, no limite, englobam a atuação dessas áreas no que tange às participações societárias.

Ao Comitê de Auditoria, composto por quatro membros, de maioria independente e escolhidos pelo Conselho de Administração, cabe análise e manifestação acerca de potenciais conflitos de interesse entre conselheiros e sociedades integrantes do Conglomerado, além das competências relativas à avaliação da efetividade da auditoria interna, que abarca a atuação perante as participações societárias.

A estrutura organizacional, no que tange à governança das participações societárias do seu conglomerado, estão em conformidade com as disposições da Seção I da Lei das Estatais, que prevê a constituição de Conselho de Administração, Conselho Fiscal permanente e Comitê de Auditoria para as empresas estatais. Além disso, as competências para deliberação de matérias relativas a participações societárias estão distribuídas dentre as instâncias de governança de maneira a equilibrar a condução ordinária dos negócios e disposições táticas para o Conselho Diretor, enquanto matérias estratégicas são mantidas no Conselho de Administração.

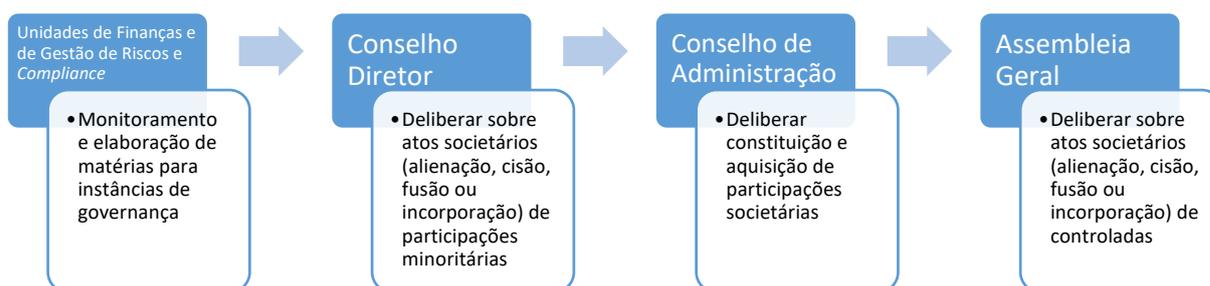
À Assembleia Geral cabe, em essência, a decisão sobre alienação e revogação de direitos, razoavelmente atribuídos à decisão dos sócios em virtude de a alienação de participações não ser uma matéria ligada ao *core business* de uma instituição financeira, com

exceção das participações componentes da carteira de TVM. Entretanto, o escopo desta análise são as participações societárias estratégicas.

Considerando as competências apresentadas, a figura infra sintetiza as principais responsabilidades das instâncias de governança no que tange às deliberações de matérias societárias dentro da Caixa Econômica Federal, consubstanciando um fluxo teórico de tramitação.

Figura 2

### Deliberações sobre participações societárias



Fonte: Estatuto Social e Regimentos dos Colegiados da Caixa Econômica Federal.

Elaboração do autor.

As disposições da Lei das Estatais foram regulamentadas pela edição do Decreto 8.945/2016 em 27 dezembro de 2016. Uma especificidade em relação à governança de participações societárias que foi trazida pelo Decreto é a obrigatoriedade de elaboração de uma política de participações societárias (Art. 9.º) para as empresas estatais que possuam participações societárias minoritárias (percentual inferior a 50% das ações ordinárias), caso da Caixa Econômica Federal.

O conteúdo do referido documento deve ser proporcional à relevância, à materialidade e aos riscos do negócio nos quais a empresa estatal detenha participação societária. No caso da companhia analisada, foi editada a Política do Conglomerado Caixa, documento público disponível em seu sítio eletrônico, com as demais políticas.

A Política do Conglomerado Caixa estabelece os princípios e diretrizes para a constituição e manutenção das participações societárias em seu portfólio, além de disciplinar as relações comerciais entre as participações societárias e a instituição financeira. Ressalta-se que o documento dispõe sobre a governança de participações societárias de maneira ampla,

contemplando participações majoritárias e minoritárias, perpassando todo o arquétipo proposto no presente trabalho.

Para prospecção de novos negócios que possam ser operacionalizados por participações societárias, a Caixa Econômica Federal adota como premissa elementar a similaridade ou complementariedade dos negócios a serem constituídos. Esta previsão está alinhada ao inciso II, Art. 8.º do Decreto 8.945/2016, que condiciona a constituição de participações societárias minoritárias por empresas estatais à vinculação com o objeto social da empresa estatal controladora.

A estrutura e o fluxo de governança das participações devem ser segregados para manutenção da autonomia jurídica entre os entes, além de mitigar a transferência de riquezas indevidas, os conflitos de interesse e interesses concorrentes. Como as participações societárias são constituídas com objetivo precípua de atuarem de maneira similar ou complementar à instituição financeira, por meio usualmente de instrumentos contratuais que regem o fornecimento as relações comerciais, é sobremaneira relevante a independência das governanças para evitar o conflito de agência, que pode ocorrer quando há a existência concomitante de relações societárias e negociais.

Na condução dos negócios, no que tange ao ciclo de vida das participações societárias, a política determina que as participações societárias devem manter o equilíbrio financeiro em todas as participações, além da realização de monitoramento sistemático do equilíbrio e do cumprimento dos instrumentos firmados, o que está alinhado com o reforço de estrutura para as áreas de controladoria e de gerenciamento de riscos e controles internos, mencionada anteriormente.

A política prevê, inclusive, a periodicidade anual para realização de atividade de controle e acompanhamento, com reavaliação dos planos de negócios pelas unidades envolvidas dentro da instituição financeira, além da subsidiária CAIXAPAR. Não há, entretanto, informação clara quanto ao processo de investimento, ou os eventuais gatilhos que o disparariam. Considerando a natureza de uma política, é razoável não haver algo específico sobre o tema, entretanto, registre-se a pertinência de inclusão desta disposição em normatização operacional.

A Lei das Estatais também prevê a implementação de uma política que trate sobre transações com partes relacionadas. No caso da Caixa Econômica Federal, há o documento público divulgado nos documentos de governança em seu sítio eletrônico. Intitulada Política de

Transações com Partes Relacionadas Caixa, especifica em quais condições devem ser realizados as transações entre partes relacionadas, em linha com os princípios da administração pública, notadamente quanto à equidade de tratamento entre os entes, mitigação de conflito de interesses e que sejam realizadas em condições de mercado proveitosas para as partes; explicitando que são vedadas transações que não observam esses pré-requisitos.

As disposições da Política de Transações com Partes Relacionadas abarcam as participações societárias do Conglomerado da Caixa Econômica Federal, além de pessoas jurídicas que sejam administradores ou controladas por pessoa física que exerça cargo na alta administração, ou tenha influência relevante na companhia, conforme descrição do conceito:

Partes Relacionadas – Pessoa ou entidade com a qual a Caixa tenha relacionamento, conforme indicado a seguir:

- a. pessoa física ou um membro próximo de sua família que:
  - tiver influência significativa sobre a Caixa;
  - exerça cargo na alta administração do Conglomerado Caixa.
- b. pessoa jurídica que:
  - for controlada, coligada ou subsidiária integral da Caixa;
  - tenha como membro da sua administração, ou com poder de influência significativa, pessoa identificada na alínea A da definição de Partes Relacionadas;
  - seja controlada, de modo pleno ou sob controle conjunto, por uma pessoa identificada na alínea A da definição de Partes Relacionadas;
  - mantenha plano de benefícios pós-emprego aos empregados da Caixa.
- c. União Federal.

Ainda no âmbito das transações com partes relacionadas, a Caixa Econômica Federal possui dentro da sua estrutura de governança um colegiado específico para o tema, o Comitê de Partes Relacionadas (COPAR), que aprecia as transações com partes relacionadas previamente a submissão para deliberação do Conselho Administração, conforme regime de alçada estabelecida por este último.

O Decreto 8.945/2016 também dispõe sobre a instalação de um Comitê de Elegibilidade para opinar e verificar a conformidade do processo de indicação e de avaliação periódica de administradores (inclusive dirigentes) e conselheiros fiscais, com respaldo nos requerimentos de qualificação exigidos destes profissionais que a própria Lei das Estatais trouxe, além de regulamentações suplementares internas.

No caso Comitê de Elegibilidade constituído pela Caixa Econômica Federal, órgão vinculado ao Conselho de Administração, seu regimento prevê a atuação sobre os processos relativos à indicação da Caixa Econômica Federal para suas subsidiárias, com impactos, portanto, sobre a governança de participações societárias.

Ressalta-se, uma vez mais, que a despeito do tratamento individualizado dado no Capítulo 2 para os diferentes vetores transformacionais na governança de participações do conglomerado da Caixa Econômica Federal (marco legal, BACEN e B3), optou-se por tratar de maneira unificada os impactos resultantes, uma vez que há uma correlação entre os temas abordados e, eventualmente, uma retroalimentação.

Esse entendimento torna-se latente quando avaliadas as regulamentações editadas pelo BACEN após a Lei das Estatais, com grande destaque para a gerenciamento de riscos e controles internos quando aplicados à governança de participações societárias, pontos abordados previamente. Coaduna-se, portanto, com ao conceito de gerenciamento de riscos e do ambiente de controle proporcional à relevância e materialidade das participações societárias trazidas pela Lei das Estatais.

Além das disposições já descritas no capítulo anterior em relação à estrutura requerida para gerenciamento de riscos e controles internos, previstas na Resolução CMN 4.557/2017, que devem ser compatíveis com o objeto social da instituição financeira, proporcionais aos negócios e capazes de mensurar adequadamente a exposição; há também a previsão de constituição de um Comitê de Riscos.

A Caixa Econômica Federal instalou seu Comitê Independente de Riscos em 2017, com a finalidade de assessorar o Conselho de Administração nas questões relacionadas ao gerenciamento de risco e de capital, integrado por três membros, sendo dois independentes e um membro escolhido entre os conselheiros de administração da CAIXA.

Conforme consta em seu regimento, apesar do Comitê Independente de Riscos não possuir atribuições específicas relativas à governança de participações societárias, está prevista a atuação do colegiado na avaliação de propostas de Declaração de Apetite a Riscos e no Plano

de Capital, além da avaliação e proposição ao Conselho de Administração de recomendações relativas aos tópicos de gerenciamento de riscos e ambiente de controle, englobam temas relativos ao risco da governança de participações societárias, com destaque para o risco de contágio.

Ainda no que tange ao gerenciamento de riscos e estruturas de controles internos, há uma sessão específica na Carta Anual de Governança Corporativa para tratar do tema, pertinente de revisitar nesta avaliação, onde são explicitadas as políticas que balizam a atuação da instituição, inclusive as que são requeridas na Lei das Estatais e recomendadas pela normatização do BACEN.

As premissas sob as quais são elaborados os documentos atinentes à gerenciamento de riscos e ambiente de controle são baseados em padrões internacionais, destacadamente os componentes propostos pelo *Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission* – COSO, a organização de referência para recomendação de padrões de gerenciamento de riscos e controles internos para as companhias de variados ramos de atuação, inclusive instituições financeiras.

A Caixa Econômica Federal publica, trimestralmente, o Relatório de Gerenciamento de Riscos e Capital – Pilar 3 que quantifica a exposição ao risco da instituição financeira. Nesse bojo, há um bloco para tratar das participações societárias diretas e indiretas, com descrição do seu objeto social de cada companhia e o valor do investimento posicionado conforme demonstrações contábeis.

Ademais, são tratadas as estratégias de mitigação dos riscos aos quais o conglomerado está exposto. Em relação ao risco de contágio, é tratado pela companhia como a possibilidade de impacto negativo no capital da Caixa Econômica Federal decorrente do resgate às empresas do grupo econômico. A instituição mitiga a ocorrência do risco de contágio pelo monitoramento de suas participações societárias, cuja estrutura organizacional possui duas unidades dedicadas a isso (GECIC e GEPAR), conforme abordado previamente neste capítulo.

A segregação de funções nas atividades de gerenciamento de riscos também é evidenciada, envolvendo toda a companhia por meio das linhas de defesa, conforme descrição:

- 1ª Linha de Defesa: composta pelos empregados das unidades CAIXA lotados da rede atendimento de agências, de filiais e matriz;
- 2ª Linha de Defesa: composta pelos empregados das unidades de riscos, controles internos e *compliance*;

- 3ª Linha de Defesa: composta pelos empregados da Auditoria Interna.

O modelo de linhas de defesa implementado pela Caixa Econômica Federal abarca, portanto, todos os seus empregados, desde os executores, passando pelo monitoramento e auditoria interna, com subsequente transbordamento tanto da estrutura para as subsidiárias do conglomerado, quanto das atividades de monitoramento e auditoria mais especializadas perante, inclusive, as participações minoritárias, respeitados os limites de atuação da governança. Esta atuação mitiga os riscos sistêmicos de que uma empresa do portfólio demande aportes não programados, além de outros riscos que possam afetar em última instância a Caixa Econômica Federal tanto sob um prisma financeiro, quanto de reputação ou imagem.

Além disso, a estruturação das três linhas de defesa no formato supracitado está em consonância com as diretrizes de Basileia III, que foram materializadas pelas referências da Federação Europeia de Associações de Gestão de Risco (FERMA) e a Confederação Europeia dos Institutos de Auditoria Interna (ECCIA) em sua publicação *Guidance on the 8th EU Company Law Directive* de 2010. Referidas premissas foram posteriormente incorporadas nas regulamentações do Banco Central do Brasil, bem como pelas demais organizações públicas e privadas pertinentes, com destaque para as instituições financeiras.

As premissas do modelo de três linhas de defesa trazida por Basileia III, bem como os processos associados a cada uma destas dentro da Caixa Econômica Federal, estão condensados na figura abaixo:

Figura 3

### **Linhas de Defesa sobre participações societárias**



Fonte: Estatuto Social e Regimentos dos Colegiados da Caixa Econômica Federal.  
Elaboração do autor.

Outro foco de regulamentação trazido por Basileia III, de elevação do requerimento de capital próprio face ao ativo ponderado pelo risco (*risk weighted assets – RWA*), cujo monitoramento periódico na instituição se dá por meio dos Relatórios de Gerenciamento de

Capital, tem impacto na governança de participações societárias, quando estas estão vinculadas direta ou indiretamente às instituições financeiras, como ocorre no caso da Caixa Econômica Federal. A definição do portfólio de participações societárias perpassa, portanto, uma análise de custo de oportunidade frente às operações que são *core business* para a instituição financeira, com destaque para concessão de crédito, quando se trata de alocação de capital próprio.

No que se refere à regulação proposta pelo autorregulador do mercado de capitais, a B3, mais especificamente por meio do seu Programa Destaque em Governança de Estatais, será avaliada a adesão da Caixa Econômica Federal aos termos propostos pelo Programa, expostos no Capítulo 2 deste trabalho, retomando a ressalva de que a companhia em análise não possui o capital aberto, nem é listada em bolsa de valores na data base de maio de 2020. Entretanto, considerando o porte da Caixa Econômica Federal, uma instituição financeira relevante, enquadrada no maior porte conforme classificação do BACEN (S1), torna-se razoável adotar as premissas como um *benchmark* de práticas de governança.

No que tange à publicação de políticas, a companhia possui um repositório centralizado em seu sítio na internet, em que dá ampla publicidade ao conteúdo dos seus documentos. Este, entretanto, encontra-se no tópico de governança, e não no *link* referente à Relações com Investidores. Ademais, não há, ao menos publicado, políticas que dispõe sobre indicação de conselheiros e representantes; e para distribuição de dividendos. No caso de indicação perante as participações societárias, há menções marginais sobre o tema na Política do Conglomerado Caixa, entretanto, não configuram parâmetros de indicação.

Não há previsão estatutária e/ou regimental de expressa publicação das atas de reunião do Conselho de Administração e do Conselho Fiscal. A despeito dessa ausência, nos respectivos no sítio da companhia em que são apresentados os colegiados há extratos de ata das reuniões. Entretanto, os documentos apresentam a ordem do dia e participantes, sem discorrer sobre as discussões da reunião, e no caso do Conselho não há especificação da matéria apresentada, nem as deliberações e/ou encaminhamentos. Registre-se que há discricionariedade da companhia em relação ao que considera pertinente dar publicidade. Há, entretanto, uma clara desatualização, uma vez que os últimos documentos publicados datam de agosto de 2018, conforme acesso ao sítio eletrônico da companhia realizado em MAI 2020.

Nos aspectos referentes à divulgação de Formulário de Referência, documento requerido de empresas de capital conforme Instrução CVM nº 480/2009, e que contém informações relacionadas aos negócios e gerenciamento de riscos, não há publicação consolidada para a instituição. Contudo, em virtude da sua atividade como administradora de

carteiras de valores mobiliários perante a CVM, há a publicação de Formulário de Referência que abrange a atuação da companhia, por meio da Vice-Presidência Fundos de Investimentos, exclusivamente para a estrutura, corpo funcional e gerenciamento de riscos desta unidade.

Dentro do conglomerado, a subsidiária Caixa Seguridade Participações também publica o seu próprio Formulário de Referência, uma vez que esta companhia já possui seu capital aberto.

Não há, por sua vez, previsão em Estatuto Social e/ou regimento específico a obrigatoriedade de divulgação de candidatura de membros da administração e Conselho Fiscal a cargos eletivos nos poderes executivo e legislativo. Ressalva de que o Código de Ética prevê que atividades diversas desempenhadas por esses atores devem ser apreciadas previamente, representando um mitigador para que não desincompatibilize de eventuais exercícios de outras funções.

Concluindo os aspectos de governança, a companhia divulga a Carta Anual de Governança Corporativa, nos termos da Lei das Estatais, e o Relatório de Sustentabilidade, de acordo com as diretrizes do *Global Reporting Initiative* (GRI). Há também na Política de Divulgação de Informações os mecanismos de controle e restrição de acesso às informações, e como deve agir o estatutário responsável. Dentro da governança do processo de divulgação de informações, foi instituído um colegiado que assessora o Vice-Presidente de Finanças e Controladoria.

A segunda dimensão avaliada pelo programa da B3 é de gerenciamento de riscos e controles, cuja primeira análise é o estabelecimento do modelo de três linhas de defesa. Conforme já abordado neste capítulo, a Caixa Econômica Federal possui o modelo preconizado pelo BACEN, que contempla os executores (primeira linha), gerenciamento de riscos e *compliance* (segunda linha) e auditoria interna (terceira linha). Este modelo do BACEN é análogo ao recomendado pela B3.

No que se refere à publicidade de Código de Conduta ou Integridade corporativo, a companhia divulga em sítio na Internet o Código de Conduta da Caixa, que materializa as diretrizes a serem seguidas pelos empregados, dirigentes e administradores no que se refere a comportamento, além mitigadores para possíveis conflitos de interesses. Não há previsão de treinamento específico no Código de Conduta, entretanto, em outro documento público, o Programa de Integridade da Caixa, aborda como um pilar do programa a capacitação e educação continuada para disseminação da cultura de integridade por meio da sua unidade de educação

corporativa, a Universidade CAIXA. São estruturadas ações para capacitação à distância, via portal, e ações *in loco* como rodas de diálogo e capacitação.

A autonomia de funcionamento da unidade de gerenciamento de riscos e *compliance*, responsável pela segunda linha de defesa, é assegurada no Estatuto Social (Seção IV, Art. 31). São definidas as macro atribuições sob responsabilidade da área, além de previsão expressa de independência para acesso às informações e desempenho de suas atividades, inclusive a proposição de normas e normativos relativos ao tema. Ademais, a despeito de ser membro do Conselho Diretor da companhia, com os demais vice-presidentes, o titular da área de gerenciamento de riscos e *compliance* possui acesso direto ao Conselho de Administração para pauta de matérias atinentes aos seus mandatos.

Em relação aos padrões mínimos de autonomia para a auditoria interna e para o Comitê de Auditoria, estes também estão presentes no Estatuto Social na companhia, inclusive quanto à vinculação de ambos ao Conselho de Administração, não mantendo relação de subordinação hierárquica com os dirigentes da empresa. Nas demonstrações financeiras da companhia, tomando como parâmetro o último exercício encerrado (2019), está apensado o Relatório do Comitê de Auditoria, que condensa as principais ocorrências do intervalo analisado, bem como o relacionamento do comitê com os demais colegiados da companhia, perfazendo uma conclusão de adequação ao conteúdo das demonstrações financeiras sob o prisma da sua atuação.

As estruturas e práticas de controles internos, refletidas na Política de Controles Internos do Conglomerado Caixa, estão aderentes às premissas do programa B3 no que se refere a explicitar a atuação em todo o ciclo de administração de riscos, quais sejam: identificação, avaliação, tratamento, monitoramento e comunicação de riscos.

Conforme já mencionada neste capítulo, a companhia possui uma Política de Transações com Partes Relacionadas, contendo os critérios para consecução destas transações, o que representa, também, um atendimento ao previsto na Lei das Estatais.

Por fim, a última disposição do programa B3 relativa à gerenciamento de riscos e controles internos é a previsão em documentação interna de competência para acompanhamento e verificação às medidas do Programa Destaque em Governança de Estatais da B3. Não há uma menção específica ao programa da B3, entretanto, o Estatuto Social da companhia prevê competência para a administração aplicar regras de transparência e de governança corporativa (Art. 4.º, VI), com faculdade para adoção de regras de segmentos especiais da bolsa de valores

para empresas estatais, o que representa competência para a implementação das premissas do programa de empresas estatais da B3.

Depreende-se, portanto, que na dimensão de gerenciamento de riscos e controles internos, a Caixa Econômica Federal possui as credenciais, em análise não exaustiva, para atendimento à todas as premissas.

A terceira, e última dimensão avaliada pelo programa da B3 refere-se à composição dos Conselhos de Administração e Fiscal, com fulcro no processo de indicação e critérios de elegibilidade.

Os critérios mínimos para elegibilidade dos membros dos Conselhos de Administração e Fiscal estão expressos e materializados no Estatuto Social da companhia (Art. 18 e Art. 52, respectivamente) e nos seus regimentos internos, inclusive com relação às vedações para assunção do cargo. Não há, conforme abordado previamente neste capítulo, uma política específica para indicação de dirigentes e administradores, o que não atende o requerimento específico do programa da B3.

A verificação da aderência dos requisitos de indicação dos membros dos Conselhos de Administração e Fiscal são realizadas pelo Comitê de Pessoas, Indicação, Remuneração e Elegibilidade, cuja previsão de constituição é estatutária, com vistas a, dentre outras atribuições, verificar a conformidade e opinar na indicação de membros do Conselho de Administração, Conselho Fiscal, membros do Conselho Diretor, Diretores Executivos e demais subsidiárias e participadas do conglomerado. Como requisito de transparência, as atas de reunião do colegiado são divulgadas no sítio da companhia na internet.

O Comitê de Pessoas, Indicação, Remuneração e Elegibilidade ainda provê apoio metodológico no processo de autoavaliação de desempenho dos colegiados (Conselho de Administração e Fiscal) e de seus membros, e na avaliação dos colegiados vinculados hierarquicamente (Conselho Diretor e seus vice-presidentes).

O Estatuto Social da companhia é taxativo quanto à possibilidade de acumulação das funções de Diretor Presidente da companhia com a presidência do Conselho de Administração, uma vez que o Diretor Presidente é membro nato do referido conselho, entretanto “não poderá assumir a Presidência do Conselho de Administração, mesmo que interinamente.” (Estatuto Social da Caixa Econômica Federal, Art. 24, inciso II). Ademais, o próprio Estatuto Social tem como previsão a seleção do presidente do Conselho de Administração dentre os seis membros indicados pelo Ministério da Economia.

No tópico referente ao estabelecimento do atendimento às regras do programa da B3 no Código de Conduta da Alta Administração, não há Código de Conduta da Caixa a menção específica para atendimento ao programa, apenas referências específicas para atendimento dos preceitos da B3 pelos empregados das unidades de mercado de capitais e de fundos de investimentos.

O último aspecto da análise proposta pelo programa da B3 para os colegiados, refere-se à sua composição, a Caixa Econômica Federal atende parcialmente a este item. No que se refere ao quantitativo está adequado com 8 (oito) membros, dentro do intervalo proposto entre 7 (sete) e 11 (onze) membros. Entretanto, no que se refere ao prazo de mandato limitado a 2 (dois) anos com apenas uma reeleição, e a participação de um mínimo de 30% de conselheiros de administração independentes, estes não são atendidos em sua completude. O prazo de mandato está adequado em 2 (dois) anos, contudo, o membro pode ser reconduzido por até 3 (três) vezes consecutivas. E a proporção de conselheiros de administração independentes na posição de MAI 2020 é de 25% (vinte e cinco por cento), sendo 2 (dois) dentre os 8 (oito) membro, sendo um deles o presidente do colegiado. Neste aspecto específico, o Estatuto Social prevê o atendimento à legislação, que no caso da Lei das Estatais prevê os 25%, insuficientes para dar cabo à recomendação do programa da B3.

Na terceira dimensão, portanto, há um atendimento menos alvissareiro pelo Caixa Econômica Federal quando comparado aos aspectos de gerenciamento de riscos e controles internos; com adequação total em 3 (três) vertentes, parcial em 2 (duas) e inadequação em 1 (uma), ressaltando-se o caráter não exaustivo dessa análise.

Cabe ainda ressaltar, no que tange à análise realizada neste trabalho de potencial adequação ao regramento proposto no Programa Destaque em Governança de Estatais da B3 pela Caixa Econômica Federal, que as disposições do programa tratam sobre governança corporativa de maneira mais ampla.

Entretanto, trazendo para o prisma proposto neste trabalho, de governança das participações societárias do conglomerado, os temas estão intimamente ligados, com potencial de retroalimentação. Conforme exposto ao longo deste trabalho, o fortalecimento do ambiente de governança e de mecanismos de gerenciamento de riscos e *compliance* é salutar para mitigar a ocorrência de riscos sistêmicos, além de fortalecer a independência das personalidades jurídicas de cada uma das empresas componentes do conglomerado e, por consequência, a relevância, de atuação por meio dos limites da governança.

Em linha com o apresentado previamente, a figura infra apresenta os três eixos basilares do Modelo de Governança Corporativa da CAIXA (Instrumentos de Governança, Documentos de Governança e Órgãos Colegiados), em cuja retroalimentação faz parte do processo de aprimoramento.

Figura 4

#### **Eixos do Modelo de Governança Corporativa CAIXA**



Fonte: Apresentação Institucional (base SET 2018).

Elaboração do autor.

Estes eixos são compostos por:

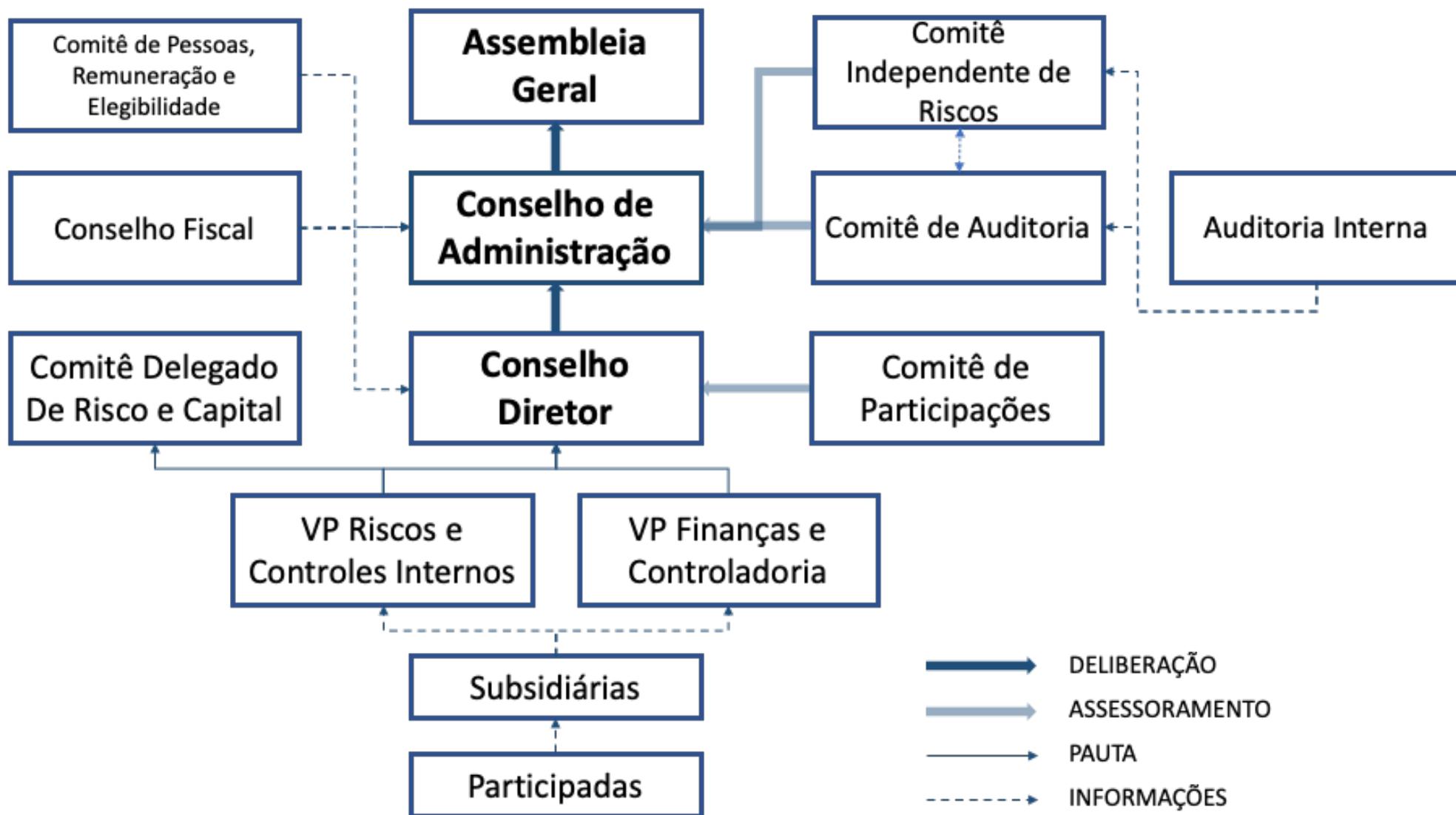
- Instrumentos de Governança
  - Sistema de Manuais Normativos;
  - Sistema de Controle Internos;
  - Instrumentos e Ferramentas de Gestão;
  - Carta Anual de Políticas Públicas e Governança Corporativa
- Documentos de Governança
  - Estatuto Social;
  - Políticas de Atuação;
  - Regime de Alçadas.
- Órgãos Colegiados
  - Assembleia Geral;

- Conselho de Administração;
- Conselho Diretor;
- Conselhos das unidades de negócio segregadas;
- Comitês Delegados do Conselho Diretor;
- Comitês de Assessoramento;
- Conselho Fiscal.

Finda a apreciação do Modelo de Governança do Conglomerado da Caixa Econômica Federal, consolida-se o seguinte organograma como uma proposta de sintetização das interrelações para tramitação de matérias, além das interações adjacentes entre as instâncias de governanças nos temas relativos à governança de participações societárias dentro do controlador Caixa Econômica Federal:

Figura 5

**Modelo de atuação perante as participações societárias – Caixa Econômica Federal**



Fonte: Estatuto Social e Regimentos dos Colegiados da Caixa Econômica Federal.  
 Elaboração do autor.

#### **4. CONSIDERAÇÕES FINAIS**

A discussão de Governança tem emergido como uma variável relevante para agregar valor e prestação de contas, tanto no âmbito privado quanto no público. Os vetores que influenciam no aprimoramento das regras são variados. Neste trabalho focamos majoritariamente em dois fatores provocadores de mudança, primeiramente na mudança decorrente de condutas predecessoras de atos ilícitos, que motivaram mudanças agentes estatais ou paraestatais a elaborar, ou rever legislações ou normatizações; e também na incorporação de padrões de governança adotados em outros países, em especial nos países desenvolvidos cujos mercados vêm se ajustando marginalmente a melhores práticas de governança corporativa há décadas.

O problema de pesquisa proposto nesta pesquisa é averiguar como um grande conglomerado de empresa estatal se adequa às disposições trazidas pelos marcos legais e regulatórios que buscam aprimorar as práticas de governança em empresas estatais e instituições financeiras, derivando esta análise de maneira específica para a governança de participações societárias. Utilizou-se como hipótese que uma empresa estatal de grande porte teria mudanças substanciais em sua estrutura voltada para governança de participações societárias, como decorrência das mudanças legais e regulatórios por meio de estudo de caso do conglomerado da Caixa Econômica Federal.

Delimitou-se a abrangência da análise sob o prisma do marco legal das empresas estatais (Lei 13.303/2016 – Lei das Estatais), das regulações do BACEN em virtude da natureza de instituição financeira do objeto de pesquisa e da autorregulação proposta pela bolsa de valores brasileira, a B3. Um primeiro achado na fase exploratória foi a simetria nas disposições desses distintos atores, ainda que independentes. Tal fato levou a uma abordagem fluida no capítulo 4 deste trabalho, que avaliou as externalidades provocadas no conglomerado da Caixa Econômica Federal, uma vez que há sobreposição entre os achados.

No caso da Caixa Econômica Federal, demonstrou-se haver uma adequação tanto aos dispositivos legais e regulatórios, quanto o reforço de estrutura para governança de participações societárias, em especial para as vertentes de controladoria, gerenciamento de riscos e controles internos. Este reforço decorreu tanto da criação de novas unidades dentro da estrutura organizacional quanto da atribuição de competências para as instâncias de governança já estabelecidas anteriormente quanto para os colegiados criados em atendimento à legislação e às normatizações.

Identificou-se também o aprofundamento da prestação de contas pela publicação de documentos que abordam os propósitos da companhia e os resultados auferidos, tanto econômico-financeiros quanto sociais. A adoção da Carta Anual de Governança Corporativa prevista na Lei das Estatais foi um marco nesse sentido, dado que pela primeira vez se faz necessária a empresa estatal explicitar compulsoriamente o cumprimento do objeto social que motivou a decisão legal da sua constituição. Na situação limite de que os contribuintes são os favorecidos indiretos dos direitos societários obtidos pelo Estado por meio da participação em empresas estatais, a prestação de contas (*accountability*) é uma iniciativa cujo interesse potencial é de toda a população.

Quanto à análise específica da autorregulação, ainda que a Caixa Econômica Federal não seja uma empresa listada em bolsa de valores e, portanto, não está apta para pleitear o selo de destaque em governança pela B3, demonstrou-se que a companhia atende a maioria dos requisitos necessários para tal. Cumpre integralmente as disposições relativas ao gerenciamento de riscos e *compliance*, e majoritariamente no que se refere aos eixos de governança e composição de colegiados. Isto leva a inferir que as premissas contidas no referido programa, ainda que restrito às empresas listadas na bolsa de valores no que tange à efetiva certificação, pode ser tomado como uma *proxy* para avaliação e/ou implementação de boas práticas de governança corporativa nas empresas estatais de maneira mais ampla.

Cabe assinalar que esta pesquisa analisou a aplicação da legislação e da regulamentação em uma empresa estatal financeira de grande porte, sendo um dos cinco grandes conglomerados de empresas estatais sob o prisma de orçamento e de rentabilidade da operação; além de ser a terceira maior instituição financeira em ativos segundo o BACEN, conforme posição do 1.º Trimestre de 2020. Trata-se, portanto, de uma empresa com capacidade de incorporar a majoração de custos decorrente da nova estrutura e da criação das instâncias de governança sem maiores impactos na rentabilidade, além de capturar as benesses destas adequações.

Contribuição relevante no sentido de que um regramento único de padrões de governança pode implicar em alocação de recursos proporcionalmente elevada em empresas estatais de menor porte é dado por Silva (2019) que destaca o modelo de governança das empresas estatais como algo amplo tanto no que se refere ao quantitativo de companhias quanto nos dispositivos normatizados. Entretanto, ainda segundo Silva (2019), adotar um padrão unificado de instrumentos de governança, com todo o seu arcabouço instrumental, extensível a todas às empresas estatais sem uma distinção quanto ao objeto social e campo de atuação, a

composição acionária e mobilização de recursos de maneira própria ou dependente do Tesouro. O caráter uno de aplicação destas medidas, portanto, incorreria em riscos de impor custos de governança elevados para certas empresas estatais, resultando em eventual ineficiência alocativa.

Um limite desta pesquisa se deu, portanto, ao delimitar o método de pesquisa ao estudo de caso a uma empresa estatal de grande porte, sem avaliar adequações promovidas por empresas estatais de pequeno porte, estatais dependentes; ou ainda estimar impactos quantitativos decorrentes das adequações legais e regulatórias; ou ainda comparar conglomerados do mesmo porte. Sugere-se como agenda futura de pesquisa neste tema de governança de empresas estatais, com foco na governança de participações societárias, avaliar supracitados grupos de empresas estatais. Ainda como desdobramento, há uma lacuna na avaliação estimada do custo de oportunidade decorrente dos custos de adequações vis-à-vis a manutenção de um patamar anterior de governança.

Registre-se que a opção deste trabalho pela não utilização de método de avaliação quantitativa, ainda que inicialmente ponderada sob um prisma do impacto no resultado financeiro incorporado pela propriedade de participações societárias por empresas estatais, não foi levada a cabo em virtude da impossibilidade de ajustar variáveis imponderáveis. Com destaque para o impacto da severa crise financeira que o Brasil sofreu entre os anos de 2015-2016, que coincidiu com a janela de aprovação da Lei das Estatais e das demais regulamentações utilizadas neste trabalho; e também para o fato de não ser uma empresa listada em bolsa de valores, o que torne a aferição do valor justo de mercado do ativo mais complexo.

A sugestão de derivar o objeto desta pesquisa em uma análise quantitativa deverá ser ponderada, portanto, à luz do estoque de dados disponíveis no contexto da futura avaliação, e da eventual pertinência de avaliação por este método, considerando a natureza da empresa estatal.

Por fim, é salutar abrir novas frentes de pesquisa de governança de empresas estatais, em específico sob o espectro de governança de participações societárias de conglomerados estatais, dada a relevância das empresas estatais para a economia e necessidade de melhores padrões de prestação de contas à população.

Outrossim, há um hiato de trabalhos acadêmicos sobre o objeto desta dissertação, com a ressalva de que é um tema que ganhou maior repercussão no Brasil a partir de 2010. Este fato,

aliado à representatividade mencionada no parágrafo anterior, torna a governança de empresas estatais um objeto de pesquisa com elevado potencial de novos achados.

## REFERÊNCIAS

BRASIL Ministério da Economia, Secretaria Especial de Desestatização, Desinvestimento e Mercados, Secretaria de Coordenação e Governança das Empresas Estatais. **Boletim das Empresas Estatais Federais - Vol.12 (jul./set.2019)** - Brasília, 2019

BRASIL Controladoria Geral da União – CGU, Secretaria Federal de Controle Interno. **Relatório de Avaliação Caixa Econômica Federal – Exercício 2018** - Brasília, 2019

DA SILVA CRISTÓVAM, José Sérgio; BERGAMINI, José Carlos Loitey. Governança corporativa na Lei das Estatais: aspectos destacados sobre transparência, gestão de riscos e compliance. **Revista de Direito Administrativo**, v. 278, n. 2, p. 179-210, 2019.

DE ALBUQUERQUE, Roberto Chacon. A companhia das índias ocidentais: uma sociedade anônima? **Revista da Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo**, v. 105, p. 25-38, 2010.

DE OLIVEIRA, Vitor Kayo; HOLLAND, Marcio; SAMPAIO, Joelson O. A nova Lei das Estatais afetou as empresas estatais listadas na bolsa? **Revista Brasileira de Finanças**, v. 18, n. 1, p. 23-38, 2020.

FERMA, ECIIA. Guidance on the 8th EU Company Law Directive, article 41-2b.

FIANI, Ronaldo. A natureza multidimensional dos direitos de propriedade e os custos de transação. **Economia e Sociedade**, v. 12, n. 2, p. 185-203, 2003.

FREEDMAN, Roy S. **Introduction to financial technology**. Elsevier, 2006.

GROSMAN, Anna; WRIGHT, Mike; OKHMATOVSKIY, Ilya. *State control and corporate governance in transition economies: 25 years on from 1989*. **Corporate Governance**, v. 24, n. 3, p. 200-221, 2016.

IBGC, Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Governança Corporativa. Internacionalização e Convergência: Os novos rumos das práticas de governança**. Saint Paul Editora, 2011.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*. **Journal of financial economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

MARTINS, Gilberto Andrade. Estudo de caso: uma reflexão sobre a aplicabilidade em pesquisas no Brasil. **Revista de Contabilidade e Organizações**, v. 2, n. 2, p. 8-18, 2008.

MENDES, José Eduardo da Silva et al. **O presidencialismo de coalizão no Brasil: limites ou continuidade**. 2019.

MOTTA, Flavio Piccinini. Acordo de Basiléia III: Estudo de caso sobre a necessidade de adequação de capital da Caixa Econômica Federal. 2018.

MUSACCHIO, Aldo; LAZZARINI, Sergio G. **Reinventando o Capitalismo de Estado: O Leviatã nos negócios: Brasil e outros países**. Portfolio-Penguin, 2015.

PINTO, Gustavo Mathias Alves. **Regulação sistêmica e prudencial no setor bancário brasileiro**. Almedina, 2019.

ROCHA, Fernando AS. Evolução da concentração bancária no Brasil (1994-2000). **Notas Técnicas do Banco Central do Brasil**, v. 11, p. 142, 2001.

SILVA, Mauro Santos. Teoria e Política Pública de Governança Corporativa de Empresas Estatais no Brasil. **Empresas Estatais: Políticas Públicas, Governança e Desempenho**. Instituto de Pesquisas Econômicas Aplicadas - IPEA, 2019.

SOUSA, Francisco Santana; ZUCCO, Alba. Índice de sustentabilidade empresarial (ISE) e geração de valor para os investidores. **Revista Capital Científico-Eletrônica (RCCe)**-ISSN 2177-4153, v. 14, n. 1, p. 105-122, 2016.

YIN, Robert K. Estudo de Caso, planejamento e métodos. 2<sup>a</sup> ed. São Paulo: Bookman, 2001.