



UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CENTRO SOCIOECONÔMICO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA E RELAÇÕES INTERNACIONAIS

BRUNO EVANGELISTA

**GOVERNANÇA CORPORATIVA NA CELESC: UMA ANÁLISE DE MERCADO E
FINANCEIRA**

Florianópolis

2019
BRUNO EVANGELISTA

GOVERNANÇA CORPORATIVA NA CELESC: UMA ANÁLISE DE MERCADO E
FINANCEIRA

Monografia submetida ao curso de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Santa Catarina, como requisito obrigatório para obtenção do grau de Bacharelado.

Orientador: Prof. Dr. Ronivaldo Steingraber

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA E RELAÇÕES INTERNACIONAIS
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

A banca examinadora resolveu atribuir nota 8,0 ao aluno BRUNO EVANGELISTA na disciplina CNM7107 – Monografia, pela apresentação deste trabalho.

Banca Examinadora:

Prof. Dr. Ronivaldo Steingraber

Prof. Dr. Guilherme de Oliveira

Prof. Dr. Luiz Carlos de Carvalho Júnior

Dedico este trabalho aos meus pais que sempre me apoiaram e minha irmã, que me ajudou em cada passo na sua construção

AGRADECIMENTOS

Agradeço primeiramente a Universidade Federal de Santa Catarina por me dar a oportunidade de fazer um curso de qualidade e gratuito.

Agradeço aos meus pais, José Eduardo Evangelista e Denise Cristina Evangelista, por toda dedicação e apoio nas minhas escolhas. Agradeço a minha irmã, Maria Eduarda Evangelista, que sempre esteve ao meu lado durante toda a jornada na universidade, do vestibular à conclusão do curso.

Agradeço também ao meu orientador, Ronivaldo Steingraber, por ter aceitado o convite de me orientar, por todo auxílio no desenvolvimento do trabalho. Agradeço aos demais membros da banca por aceitarem o convite e dedicarem um pouco de seu tempo para leitura e contribuições ao trabalho.

RESUMO

O trabalho tem como principal objetivo verificar as práticas de governança corporativa aplicadas na Celesc S.A no período entre 2012 e 2018, no qual a companhia passou por mudanças em seu estatuto, além de analisar seu desempenho dentro do mercado de ações e financeiro. A metodologia utilizada foi bibliográfica e descritiva dentro de sua estrutura teórica e histórica, e qualitativa no que tange a análise de mercado e econômico-financeira dentro da empresa. Dentro do referencial teórico foi mostrado os problemas que podem ocorrer dentro de grandes companhias nas quais existe uma separação entre propriedade e gestão, onde conflitos de interesse podem ocorrer. A governança corporativa surge então como um sistema capaz de proteger os interessados, os stakeholders, com práticas de controle e monitoramento. Nos resultados se verificou um grande crescimento do valor das ações da empresa em comparação ao mercado e uma volatilidade nos indicadores financeiros utilizados, apesar de apresentarem crescimento durante a maior parte do período analisado.

Palavras-chave: teoria da agência, teoria da firma, custos de transação, análise de mercado

ABSTRACT

The main objective of the paper is to verify the corporate governance practices applied in Celesc S.A in the period between 2012 and 2018, in which the company underwent changes in its bylaws, besides analyzing its financial and stock market performance. The methodology used was bibliographic and descriptive within its theoretical and historical structure, and qualitative in what refers to the analysis of market and economic-financial within the company. Within the theoretical framework was shown the problems that can occur within large companies in which there is a separation between ownership and management, in which conflicts of interest may occur. Corporate governance then emerges as a system capable of protecting the interests of stakeholders with internal controls and monitoring practices. The results showed a large increase in the value of the company's shares in comparison to the market and a volatility in the financial indicators, despite showing growth during most of the studied period.

Key words: agency theory, firm theory, transaction costs, market analysis

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Possível impacto da governança corporativa sobre as companhias.....	19
Figura 2 - Subsidiárias integrais da CELESC S.A.....	31
Figura 3 - Programa de <i>Compliance</i> da Celesc S.A.....	36

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Desempenho no mercado de capitais da Celesc S.A de 2012 a 2018	38
Gráfico 2 – Variação anual do Ebitda da Celesc S.A de 2012 a 2018	40
Gráfico 3 – Variação anual do Ebitda ajustado da Celesc S.A de 2012 a 2018	41
Gráfico 4 - Variação anual do Lucro Líquido da Celesc S.A de 2012 a 2018.....	42
Gráfico 5 - Lucro líquido da Celesc S.A entre 2012 e 2018 em valores absolutos....	42

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Composição do Capital Social em Ações da CELESC S.A.....	30
Tabela 2 - Desempenho no mercado de capitais da Celesc S.A de 2012 a 2018	37
Tabela 3 - Desempenho econômico da CELESC S.A. de 2012 a 2018.....	40

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	12
1.1. TEMA E PROBLEMA DE PESQUISA.....	12
1.2. OBJETIVOS	13
1.2.1. Objetivo Geral	13
1.2.2. Objetivos Específicos	13
1.3. JUSTIFICATIVA	13
1.4. METODOLOGIA.....	14
2. REFERENCIAL TEÓRICO	16
2.1. CONCEITOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	16
2.1.1. Princípios básicos de governança corporativa	17
2.2. TEORIA DA AGÊNCIA.....	18
2.3. TEORIA DA FIRMA.....	19
2.3.1. Economia dos custos de transação (ECT)	20
2.4. IMPORTÂNCIA DA GOVERNANÇA COPRPORATIVA NAS EMPRESAS.....	22
3. HISTÓRICO	23
3.1. HISTÓRICO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NO MUNDO	23
3.2. HISTÓRICO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL	24
3.3. HISTÓRICO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NAS COMPANHIAS ELÉTRICAS	28
4. GOVERNANÇA CORPORATIVA NA CELESC S.A	30
4.1. CELESC S.A	30
4.1.1. Missão	31
4.1.2. Visão	32
4.1.3. Valores	32
4.1.4. Governança Corporativa	32
4.1.5 Estrutura Administrativa	34
4.1.6 Programa de Compliance	35
4.2. DESEMPENHO NO MERCADO DE CAPITAIS	36
4.3. ANÁLISE DE PERFORMANCE ECONÔMICO-FINANCEIRA	39
5. CONCLUSÃO	45
REFERÊNCIAS.....	47

1. INTRODUÇÃO

1.1. TEMA E PROBLEMA DE PESQUISA

A governança corporativa é um processo na gestão da empresa que lida com a relação entre os seus principais agentes, executivos, conselheiros e acionistas. Ela surgiu como uma maneira para lidar com os conflitos crescentes entre os agentes dentro das grandes organizações onde existe uma separação entre proprietários e administradores, tendo a utilização de suas práticas fundamentação em algumas teorias econômicas, como a teoria da agência, que surge do conflito entre os proprietários e gestores das empresas, a teoria da firma, da qual surge a teoria dos custos de transação, e a teoria institucional, que procura dar legitimidade a organização.

Governança corporativa é o sistema pelo qual as empresas e demais organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre sócios, conselho de administração, diretoria, órgãos de fiscalização e controle e demais partes interessadas. (IBGC, 2015, p.20).

A Centrais Elétricas de Santa Catarina S.A (Celesc S.A), que é a empresa na qual a governança será analisada, se tornou em junho de 2002, a primeira empresa a ingressar no nível 2 de governança corporativa na Bolsa de Valores do estado de São Paulo (Bovespa), assumindo um compromisso com um maior nível de transparência e maior poder aos detentores de ações preferenciais. Em 2011 a Celesc passou por um período de reestruturação após baixa valorização da empresa em relação as comparáveis do setor nos anos anteriores e de ser retirada do índice Bovespa no ano anterior devido a baixa liquidez de suas ações. Foi criada então uma Secretaria de Governança Corporativa em 2012 e no mesmo ano foram feitas mudanças no estatuto da empresa, avançando nas práticas de boa governança corporativa e criando um plano Diretor para 5 anos (CELESC, 2019).

O trabalho visa analisar as ações tomadas pela Celesc no sentido de uma melhor governança corporativa, verificando a valorização da empresa no mercado de ações, além de resultados financeiros alcançados pela empresa utilizando indicadores como EBITDA e a receita operacional líquida (ROL), com foco no período de 2012 a 2018.

1. 2. OBJETIVOS

1.2.1. Objetivo Geral

Verificar as práticas de governança corporativa adotadas na Celesc S.A com foco no período de 2012 a 2018.

1.2.2. Objetivos Específicos

- a) Apresentar os principais aspectos teóricos da governança corporativa e as diferentes visões acerca do assunto.
- b) Apresentar um histórico da governança corporativa no mundo, Brasil e dentro das companhias elétricas.
- c) Analisar a governança corporativa na Celesc e seu desempenho no mercado de capitais dentro do período de 2012 a 2018.
- d) Avaliação de indicadores financeiros da Celesc.

1.3. JUSTIFICATIVA

A governança corporativa é um tema atual e importante tanto para o meio acadêmico quanto para o meio empresarial, já que se trata de um grande atrativo na busca de novas fontes de financiamento e investimento, especialmente para empresas do setor público que se encontram muitas vezes atrasadas em relação a sua gestão empresarial e no que diz respeito a transparência, equidade, prestação de contas e responsabilidade corporativa, que são os princípios da governança corporativa segundo o IBGC (2015).

É preciso entender o possível impacto sobre as empresas para entender a governança corporativa, em um ambiente competitivo de empresas algumas se destacam como empresas com boa governança, se tornando mais atraente para possíveis investidores e possivelmente criando uma maior oferta de recursos. (SILVEIRA, 2004).

As boas práticas de governança corporativa convertem princípios básicos em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor econômico de longo prazo da organização, facilitando seu acesso a recursos e contribuindo para a qualidade da gestão da organização, sua longevidade e o bem comum. (IBGC, 2015, p.20)

A relevância do projeto para o lado acadêmico está no sentido de revisar as diferentes abordagens teóricas que justificam as práticas de governança corporativa dentro de uma empresa moderna. Para o lado empresarial, a relevância está em poder verificar que tipos de vantagens as aplicações de boas práticas de governança corporativa podem gerar, como a sua valorização perante ao mercado, captação de recursos e legitimação perante a sociedade, especialmente para uma empresa estatal de economia mista.

1.4. METODOLOGIA

Como o trabalho apresentado tem um teor de análise teórica e de dados empíricos, diferentes métodos de pesquisa serão utilizados para se atingir os diversos objetivos que foram aqui propostos.

Como revisão das teorias que servem como base para as práticas de governança corporativa, como a teoria da agência e da firma; além da pesquisa histórica de fatos relevantes para o surgimento e difusão das práticas de governança, foi necessário um levantamento e recapitulação da literatura relevante ao assunto. Para se atingir estes objetivos, foram utilizados os métodos de pesquisa bibliográfica quanto aos procedimentos e descritivos quanto a análise.

A pesquisa foi bibliográfica pois foi elaborada a partir de revisão de materiais já publicados. A pesquisa bibliográfica se constitui principalmente de materiais como livros, revistas, artigos científicos, dissertações, teses, internet, entre outros. Se devendo sempre ter atenção especial a credibilidade dos materiais encontrados online (PRODANOV; FREITAS, 2013).

Foi também descritiva, por conta da observação e descrição dos fatos sem a interferência do autor.

Nas pesquisas descritivas, os fatos são observados, registrados, analisados, classificados e interpretados, sem que o pesquisador interfira sobre eles, ou seja, os fenômenos do mundo físico e humano são estudados, mas não são manipulados pelo pesquisador. Incluem-se, entre as pesquisas descritivas, a maioria daquelas desenvolvidas nas ciências humanas e sociais, como as pesquisas de opinião, mercadológicas, os levantamentos socioeconômicos e psicossociais. (PRODANOV; FREITAS, 2013, p.52).

Quanto a análise da governança dentro da Celesc, a pesquisa foi também qualitativa na avaliação dos dados quantitativos da empresa em comparação aos índices e dos seus resultados econômico-financeiros. “A interpretação dos fenômenos e a atribuição de significados são básicas no processo de pesquisa qualitativa. Esta não requer o uso de métodos e técnicas estatísticas” (PRODANOV; FREITAS, 2013, p.70).

Para alcançar o objetivo de analisar seu desempenho no mercado, foi utilizada o desempenho da ação CLSC4 da Celesc e alguns índices a fim de comparação, são eles: índice da bolsa de São Paulo (Ibovespa), índice de energia elétrica (IEE), índice de governança corporativa novo mercado (IGC-NM) e índice de governança corporativa (IGC). A obtenção destes foi feita através de dados disponibilizados pela BOVESPA.

Por fim, dentro do objetivo de avaliação de indicadores financeiros da Celesc, foram utilizados os indicadores Ebitda, para avaliação de sua atividade operacional, e o lucro líquido, como forma de verificar seu rendimento real. Para isso foram utilizados os relatórios financeiros anuais disponibilizados pela Celesc em seu site.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1. CONCEITOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

Existem variadas definições para governança corporativa, apesar de a grande maioria delas seguirem uma mesma linha na qual falam de mecanismos criados para que a empresa seja gerenciada de acordo com os interesses dos seus stakeholders. Uma definição bem ampla e usada é a do IBGC:

Governança corporativa é o sistema pelo qual as empresas e demais organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre sócios, conselho de administração, diretoria, órgãos de fiscalização e controle e demais partes interessadas. As boas práticas de governança corporativa convergem princípios básicos em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor econômico de longo prazo da organização, facilitando seu acesso a recursos e contribuindo para qualidade da gestão da organização, sua longevidade e o bem comum (IBGC, 2015, p.20).

De acordo com Siffert Filho (1998) a governança corporativa é caracterizada quando acionistas controladores de uma determinada empresa ou corporação estabelecem sistemas de controle e monitoramento, e os administradores tomem suas decisões sobre a alocação dos recursos de acordo com o interesse dos proprietários.

Para CVM (2002), se trata de artifícios que visam aprimorar as práticas administrativas de uma empresa protegendo as diferentes partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores, possibilitando um maior acesso a investimentos. Estas práticas envolvem principalmente: transparência, equidade de tratamento dos acionistas e prestação de contas. Elas facilitam na análise decisória dos investidores, os possibilitando de saber o nível de atuação que estes podem ter na companhia e sua influência na mesma.

A Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) define a governança corporativa como um sistema de controle do setor público e privado no qual especifica a distribuição dos direitos e responsabilidades entre os atuantes de uma empresa (conselho administrativo, presidente, diretores, acionistas etc.). A Corporate Governance Project a define como um diretrizes internas de uma

empresa que regem seu exercício, procurando transparência, objetividade, equidade no tratamento de sócios e acionistas, gestão de diretoria e responsabilidade perante terceiros fornecedores de recursos, para firmar competitividade e dar garantia aos grupos de interesse (CIPE, 2002).

Turnbull (1997) tem uma visão bem abrangente na qual inclui em sua definição todas as manifestações que atingem o processo institucional da empresa dentro da produção, venda de produtos e serviços. Assim, sofrendo influência de consumidores, concorrentes, empregados, fornecedores, instituições financiadoras em adicional aos acionistas.

Não dá pra dizer porém que exista somente uma maneira correta de abordar as práticas de governança corporativa, os arranjos institucionais de uma sociedade terão influência sobre as práticas de governança adotadas por suas empresas, segundo IBGC (2018), são diversos os fatores institucionais que afetam um modelo de governança corporativa, cada país ou região tem arranjos empresariais particulares, além de diferente ambiente regulatório, social, econômico e corporativo.

2.1.1. Princípios básicos de governança corporativa

O código do IBGC (2015) coloca princípios básicos a serem seguidos pelas empresas que desejam otimizar sua prática de governança corporativa. São eles: transparência, equidade, prestação de contas e responsabilidade corporativa.

A transparência propõe que a empresa disponibilize informações além das requeridas por leis e regulamentos, não somente econômico-financeiras, mas também outros fatores (inclusive intangíveis) que fazem parte das ações gerenciais, possibilitando a preservação e a otimização do valor da organização.

A equidade tem como finalidade a empresa dar um tratamento justo e imparcial a todos os sócios e demais partes interessadas, tendo em vista seus direitos, deveres, necessidades, interesses e expectativas.

As contas devem ser prestadas pelas partes de modo claro, breve, compreensível e adequado. Tendo total responsabilidade sobre seus atos e omissões, atuando com zelo e seriedade dentro de sua área de domínio.

A responsabilidade corporativa diz respeito à ação dos agentes de governança que deve ser a de proteger a saúde econômico-financeira das corporações, diminuindo as externalidades negativas de seus empreendimentos, procurando aumentar as positivas, considerando os diversos capitais (financeiro,

manufaturado, intelectual, humano, social, ambiental, reputacional etc.) no curto, médio e longo prazos.

2.2. TEORIA DA AGÊNCIA

Quando propriedade e gerência são separadas dentro de uma empresa, pode ocorrer conflito de interesses entre os envolvidos, a teoria da agência surge como forma de analisar estes conflitos e os custos resultantes dessa separação. Muitas vezes os gestores agem de maneira a maximizar o seu lucro pessoal em detrimento dos acionistas e da empresa (ANDRADE; ROSSETI, 2011).

A Teoria da Agência analisa os conflitos e custos resultantes da separação entre propriedade e controle de capital. Essa possibilidade de não participação do acionista no gerenciamento da empresa é bem representada pela sociedade por ações, que limita a responsabilidade do acionista para com a organização à parcela de capital que ele investiu (MENDES, 2001).

A relação de agência é um contrato em que um principal, que pode ser uma ou mais pessoas, delegam para um agente a função de desempenhar um trabalho em seu favor, dando autoridade para ele nas tomadas de decisões (JENSEN; MECKLING, 1976).

Se considerarmos que ambas as partes são maximizadoras de utilidade, são grandes as chances de o agente não agir de acordo com os interesses do principal, e sim em seu próprio interesse. Nenhum indivíduo pode desejar maximizar uma função que não seja a sua, pois o seu comportamento está fundamentado no conjunto de suas preferências e em seus objetivos (JENSEN; MECKLING, 1976).

Na tentativa dos acionistas se protegerem, estes irão procurar monitorar as ações do gestor e se resguardarem contratualmente, além de incentivos aos mesmos, na tentativa de que os interesses do gestor venham de encontro aos seus, gerando custos chamados de “custos de agência”.

De acordo com Jensen e Meckling (1976), os custos de agência virão dos:

1. Gastos do principal com o monitoramento do agente.
2. Custos contratuais da relação entre principal e agente.
3. “Gastos residuais”, que incorrem do ato de o agente não tomar decisões em ordem de maximizar a riqueza do principal.

A ilustração a seguir retrata o problema de agência por conta de ação não maximizadora da riqueza dos acionistas tomadas por gestores:

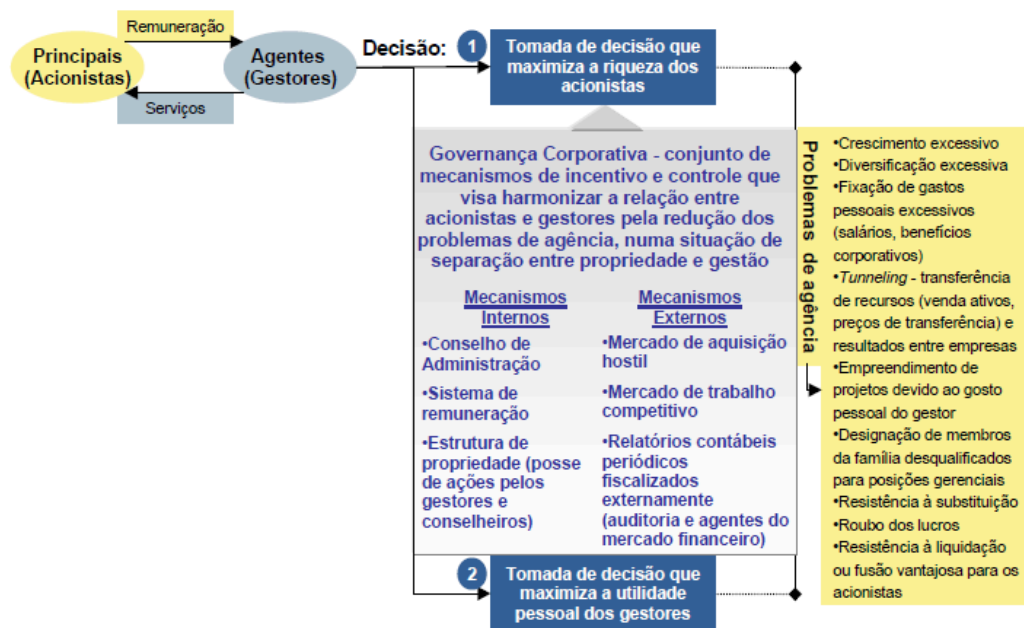


Figura 1 - Possível impacto da governança corporativa sobre as companhias
 Fonte: SILVEIRA, 2004

Conforme ilustrado na *Figura 1* e segundo Silveira (2004), o problema surge quando o gestor contratado toma decisões do tipo 2 (maximiza a utilidade pessoal dos gestores) ao invés do tipo 1 (maximiza a riqueza dos acionistas), que são as desejadas pelos acionistas. Estas ações representam um custo de agência por conta da disparidade entre a decisão ótima (tipo 1) e sub-ótima (tipo 2), que podem configurar uma pequena parcela dos recursos corporativos (como excesso de despesas pessoais) até algo expressivo (como diversificações danosas ou crescimento excessivo).

Ainda de acordo com Silveira (2004), se verifica a importância do conselho de administração, mecanismos internos como o sistema de remuneração e externos como a difusão de informações de maneira regular pela empresa, além de presença de mercados de trabalho competitivos e de aquisições hostis são relevantes para a diminuição do problema de agência.

2.3. TEORIA DA FIRMA

A teoria da firma serve como ponto de partida para qualquer estudo que tenha como foco os objetivos e gestão das empresas, e nisso se inclui os estudos sobre governança corporativa.

Porém são muitas as vertentes dentro desta teoria, e é difícil de se dar uma definição absoluta para a firma.

Uma firma [...] não é um objeto observável de maneira fisicamente separada de outros objetos, e é difícil de se definir a não ser com referência ao que faz ou ao que é feito em seu interior. Conseqüentemente, cada analista é livre para escolher quaisquer características da firma nas quais esteja interessado, definir a firma nas quais esteja interessado, definir a firma em termos destas características, e proceder de forma a chamar sua construção de “firma”. (PENROSE, 1980, p.10).

A teoria neoclássica, que é a dominante, trata a firma muitas vezes de modo simplista, definindo sua função somente como a de produção e seus objetivos sendo a maximização de lucros. Porém existem diversos estudos sobre a firma que a tratam de maneira mais complexa, como Knight (1921), Coase (1937), Jensen e Meckling (1976) etc. objetivando dar um caráter mais realista a teoria. (Silveira, 2004).

Dentro dos estudos de Bearle e Means (1932), se reconhece o conflito de interesses que pode ser gerado dentro da firma entre proprietários e gestores.

O estudo de Coase (1937) dos custos de transação, é também um marco importante que serve como ponto de partida para estudos futuros, ele percebeu que dentro de um mesmo mercado existem organizações muito distintas, tanto em tamanho, processos produtivos e a maneira de gerenciar estes processos. A aplicação de recursos pelos gestores só é praticável no caso de o custo de coordená-los por regras de mercado (custos de transação) excederem os custos de seu gerenciamento interno.

2.3.1. Economia dos custos de transação (ECT)

A economia dos custos de transação acredita que a atuação das grandes corporações é a maneira mais eficiente de produção em uma sociedade industrial, destacando também a importância de mercados livres e formas organizacionais eficientes. A base da eficiência vem na redução dos custos de transação, isto é, nos custos de negociação, como ocorrem ao conseguir financiamentos e em aquisições via fornecedores. (CORREIA; AMARAL, 2006.)

Oliver Williamson é um dos principais expoentes desta teoria, que também se relaciona com a nova economia institucional, termo criado por ele. Williamson (1996) destaca que a visão neoclássica da firma como função de produção não vai de encontro a perspectiva da firma como uma estrutura de governança, sendo elas complementares. Para o autor a empresa será uma estrutura de governança que serve como um instrumento de minimização dos custos de transação diante dos oportunismos que as pessoas dentro dela estão sujeitas.

Para Williamson (1975) os problemas de organização econômica são essencialmente explicados por uma junção de fatores comportamentais humanos e transacionais:

1. Racionalidade Limitada: é a capacidade limitada que os agentes têm de processar todas as informações recebidas e tomarem decisões sem erros.
2. Oportunismo: Surge de uma falta de “honestidade” nos negócios por conta principalmente de uma assimetria de informações, onde um indivíduo leva vantagem sobre o outro.
3. Atmosfera: Nem todo indivíduo é motivado somente por ganhos financeiros, práticas organizacionais que trariam uma maior produtividade e que seriam esperadas por agentes que querem maximizar seus ganhos financeiros podem não ser adotadas por outro grupo de agentes com diferentes valores e motivações.
4. Incerteza: Incertezas quanto a mudanças no mercado (por conta da racionalidade limitada), diferentes opiniões que dificultam as decisões e planejamentos sequenciais.
5. Pequenos números: Negociações com pequenos números de participantes que causam problemas de oportunismo.

A junção destas condições gera falhas de mercado, em que Williamson (1975) propõe uma integração vertical de maneira a possibilitar o controle e diminuir os custos de transação. Esta medida reduz os custos de contratos, que exigem grande quantidade de informação.

Williamson (1985) ainda dá ênfase ex-post nos custos contratuais, que incorrem em transações desalinhadas, disputa entre as partes na busca por melhores cláusulas por conta dos problemas de desalinhamento, custos de

implementação e instalação relacionados às estruturas de governança em concurso e para as partes garantirem o cumprimento do contrato. Sendo a definição de uma estrutura de governança no sentido de reduzir estes custos o principal objetivo da ECT.

“Um sistema eficiente de governança deverá elaborar mecanismos de incentivos, contingências para a resolução dos conflitos de forma a promover a continuidade das transações e que sejam eficientes na ausência de oportunismos” (Okimura, 2003, pag.14). As práticas de monitoramento e controle dentro de uma governança corporativa atuam no sentido de alcançar esta eficiência.

2.4. IMPORTÂNCIA DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NAS EMPRESAS

Diversos estudos vêm apontando a importância da governança corporativa dentro da eficiência econômica das grandes empresas, além de sua valorização e legitimação perante o mercado. As características da governança corporativa têm como objetivo impulsionar os tomadores de decisão a agirem de forma a maximizar o valor das organizações e alinhar interesses de partes conflitantes. Desta forma, as empresas estão maximizando seu valor ao longo do tempo e melhorando seu desempenho financeiro (CATAPLAN; COLAUTO; BARROS, 2013).

No contexto internacional, Black, Jang e Kim (2006) tentando interpretar o valor de mercado de 515 empresas sul-coreanas, produziram um índice global de governança corporativa. O estudo apresentou uma relação causal da governança corporativa no valor de mercado das firmas. No Brasil, Caixe e Krauter (2014) encontraram resultados convergentes, mostrando que as organizações listadas em um dos três níveis diferenciados de governança são mais valorizadas pelo mercado, quando comparadas com as empresas listadas no segmento tradicional.

Bradley (2003) ao analisar em um survey com 1.600 companhias com boa governança corporativa, conduzido pela empresa de consultoria Standard & Poor's, observou que o preço das ações tem demonstrado performance significativamente superior. Concluiu que há correlação entre elevados níveis de transparência, um dos principais indicadores de boa governança, e o índice financeiro que associa o preço das ações com o seu valor contábil.

3. HISTÓRICO

3.1. HISTÓRICO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NO MUNDO

Apesar de Berle e Means (1932) desenvolverem o estudo sobre a teoria da agência e o ativismo de Monks (1942, apud ANDRADE; ROSSETTI, 2011), no qual defendia que as empresas deveriam ter um monitoramento eficaz para que seus administradores não enriquecessem às custas dos acionistas, não agindo de maneira a gerar valor e aumentar a riqueza das organizações. O movimento pela governança corporativa só passou a ganhar força durante a década de 80, com escândalos que ocorreram em empresas americanas por conta de abusos de alguns dirigentes, em especial o caso da Texaco (SERAFIN; QUELLAS; ALLEDI, 2010).

Em defesa dos acionistas, grandes investidores institucionais se mobilizaram contra algumas corporações que eram administradas irregularmente. Esse movimento expandiu-se globalmente, atingindo inicialmente a Inglaterra, posteriormente o restante da Europa e chegando ao Brasil nos anos 90 (BORGES; SERRÃO, 2005).

Os acionistas e os conselhos de administração pressionaram as empresas em 1992-93 e nos seguintes, ocorrendo a demissão de poderosos presidentes de empresas. Desta forma, foram introduzidos outros códigos devido as crises de grandes corporações mundiais (como a General Motors), a pressão para obter mais transparência e prestação de contas em dos fundos de pensão e dos fundos de investimento, os grandes escândalos financeiros nos EUA e na Inglaterra (BCCi, Tobert Maxwell) e a pressão de organismos privados, como o Instituto of Directors (IOD) da Inglaterra, o Conference Board (EUA) e a National Association of Corporate Directors (NACD, EUA) (BORGES; SERRÃO, 2005).

Em 1991, o Banco da Inglaterra criou uma comissão para elaborar um Código das Melhores Práticas de Governança, formando a Comissão Cadbury, na qual era composta pela Bolsa de Valores de Londres, da entidade de contadores da Inglaterra e do Conselho de Relatórios Financeiros. Em 1992 ocorreu um dos marcos mais importantes para o processo de evolução da governança corporativa, que foi o relatório Cadbury, que apresentava propostas inovadoras necessárias para o desenvolvimento da governança corporativa dentro das empresas britânicas (CADBURY, 1992).

O relatório apresentou a distribuição das responsabilidades do conselho e a definição de critérios para seleção dos membros do conselho. Destaca-se a

indicação de participação de membros independentes no conselho e da necessidade de comitês de auditoria, nomeação e remuneração (CADBURY, 1992).

O relatório Cadbury abriu caminho para diversos códigos criados em outros países. Na Itália surgiu o Comitê Draghi, que propôs a adoção de balanços transparentes e relatórios financeiros semestrais, divulgação da remuneração dos conselheiros e investigações mais rigorosas sobre o uso de informação privilegiada. Já na França, o Relatório de Vienot abordou a transparência pública na remuneração de conselheiros e diretores, limitação no número de conselhos permitido por conselheiro, maximização do ganho de acionistas, criação de comitês de auditoria e remuneração e eleição de conselheiros independentes (BORGES; SERRÃO, 2005).

A criação da OCDE em 1999 foi mais um passo importante, uma organização internacional formada pelos 30 países industrializados mais desenvolvidos do mundo, que segundo Andrade e Rossetti (2011, p.171), tinha como missão “desenvolver princípios que ajudassem os países-membros em seus esforços de avaliação e aperfeiçoamento institucional da boa governança corporativa.”

As várias crises de credibilidade enfrentadas pelo mercado de capitais norte-americano em virtude da falta de transparência das organizações, suas freqüentes fraudes corporativas e da manipulação dos balanços influenciaram para que, em junho de 2002, fosse criada a Lei Sarbanes-Oxley, nos Estados Unidos. Tal lei contempla um conjunto de regras rígidas que visam a criar um ambiente de governança corporativa. A lei Sarbanes-Oxley afeta as grandes empresas americanas e estrangeiras e pode implicar vultoso gasto para que elas possam se enquadrar às regras que visam à proteção dos acionistas minoritários do mercado de capitais (OLIVEIRA; LINHARES, 2007).

3.2. HISTÓRICO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL

O mercado acionário no Brasil era considerado desregulado até a implementação do modelo de desenvolvimento de mercado de capitais com a Lei 4.728/65. Com a percepção governamental da importância do mercado de valores mobiliários para o desenvolvimento do país, uma legislação própria foi criada promovendo incentivos para a promoção desse mercado. Destaca-se a Lei 6.385/76, que disciplinou o mercado de capitais e criou a Comissão de Valores Mobiliários

(CVM), e a Lei 6.404/76, que modernizou sobre as sociedades por ações. O modelo implantado baseado em incentivos fiscais para a aquisição de emissões (Fundos 157, por exemplo) e criação de um mercado comprador compulsório, resultante da obrigação dos fundos de pensão de comprar ações (BORGES; SERRÃO, 2005).

A falência de algumas companhias abertas gerou a necessidade de melhorar os padrões de governança corporativa a partir dos anos 1990. A eficácia de auditorias foi posta em xeque com a liquidação pelo Banco Central de grandes bancos privados, que revelou esquemas de fraude em registros e padrões contábeis. Além disso, diversas empresas apresentaram problemas financeiros ou foram à falência, evidenciando as falhas de gestão e abuso dos controladores (BORGES; SERRÃO, 2005).

Simultaneamente, investidores institucionais (ressalta-se os fundos de pensão) começaram a participar de forma mais efetiva dos conselhos de administração e adquiriram participação significativa em empresas como a Perdigão, Usiminas, Acesita, CSN e Vale do Rio Doce. A formação de consórcios popularizou o modelo de controle compartilhado, onde o controle começa a deixar de ser familiar e estatal para tornar-se compartilhado, estimulado pelo modelo de privatização incentivado no país. Nesses consórcios, os investidores institucionais do mercado compartilham assentos nos conselhos de administração, participando de forma mais atuante, passando a demandar melhores padrões de governança corporativa (BORGES; SERRÃO, 2005).

Com a necessidade de melhorar o padrão de atuação de governança corporativa no Brasil, em 1995, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) foi fundado com o objetivo de promover práticas e discussões sobre o assunto. É ele o órgão responsável pela publicação do Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, que em 2015 teve a publicação de sua quinta edição (IBGC, 2015).

No início dos anos 2000, diversas iniciativas demonstraram o crescimento da governança corporativa no país para o governo e órgãos reguladores, como o Novo Código Civil, a alteração da Lei das Sociedades Anônimas, a Lei de Parceria Público-Privada e a Lei de Recuperação de Empresas. Além disso, a CVM passou a ser uma agência reguladora com autoridade administrativa independente, autonomia financeira e orçamentária. e a adesão voluntária de algumas empresas (BORGES; SERRÃO, 2005).

A Lei de Parceria Público-Privada (Lei 11.079), 2004, torna-se um bom exemplo de como as práticas de governança corporativa começaram a ser implementadas perante a expectativa de resultados concretos de atração de investidores. As exigências explanadas na lei determinam que o financiamento dessa parceria do risco de um fluxo de caixa derivado do projeto e de sua complementação pelo parceiro público, ficará submetido à análise em bases de transparência, divisão de poder, ética e prestação de contas, compreendidas pelo estudo de governança corporativa (BORGES; SERRÃO, 2005).

Um dos passos mais importantes em relação ao incentivo as práticas de governança corporativa, foi a criação pela BOVESPA do Novo Mercado e os Níveis 1 e 2 diferenciados de governança corporativa no fim dos anos 2000. Teve como objetivos gerar competição, já que empresas com maiores níveis de governança corporativa trás maior visibilidade no mercado, estimular a elevação no número de práticas e valorizar as empresas que já haviam adotado padrões diferenciados corporativa. Inspirada no Neuer Markt alemão, a criação do Novo Mercado foi bem recebida por investidores, empresas, órgãos reguladores e governo (GOCZE, 2010).

Os requisitos necessários para atingir o nível diferenciado de governança corporativa estão expressos no Quadro 1.

	Nível 1	Nível 2	Novo Mercado
Característica das ações	ON e PN	ON e PN (com direitos adicionais)	ON
Percentual mínimo de ações em circulação	Mínimo 25% de free float		
Conselho administrativo	Mínimo 3 membros (conforme legislação)	Mínimo 5 membros, sendo 20% independentes com mandato unificado de até 2 anos	
Demonstrações financeiras	Conforme legislação	Traduzidas para o inglês	
Concessão <i>Tag Along</i>	80% para ON (conforme legislação)	100% para ON e PN	100% para ON
Oferta pública de aquisição de ações no mínimo valor econômico	Conforme legislação	Obrigatoriedade em caso de fechamento de capital ou saída do segmento	
Adesão à câmara de arbitragem	Facultativo	Obrigatório	

ON: Ações Ordinárias / PN: Ações Preferenciais

Quadro 1 - Níveis diferenciados de Governança Corporativa - Novo mercado, Nível 2 e Nível 1.

Fonte: Bovespa, 2019

No nível 1 as empresas se comprometem principalmente com melhorias na prestação de informações ao mercado e com a disposição acionária. Como requisitos, devem divulgar informações adicionais às exigidas em lei, como relatórios financeiros mais completos, informações sobre negociação feita por diretores, executivos e acionistas controladores e sobre operações com partes relacionadas. Companhias listadas nesse segmento devem também manter um free float (ações à livre negociação no mercado) mínimo de 25% (BOVESPA, 2019).

No nível 2 as organizações, além de cumprir os requisitos do nível 1, devem adotar práticas de governança mais abrangentes e direitos adicionais para os acionistas minoritários. As companhias devem aceitar e cumprir as obrigações previstas no regulamento do Novo Mercado, com a exceção que elas têm o direito de manter ações preferenciais (PN). No caso de venda de controle da empresa, é assegurado aos detentores de ações preferenciais o direito de *tag along*, no mínimo, de 80% do preço pago pelas ações ordinárias do acionista controlador. Estas ações ainda dão o direito de voto aos acionistas em situações críticas, como a aprovação de fusões e incorporações da empresa e contratos entre o acionista controlador e a companhia (BOVESPA, 2019).

O Novo Mercado trata-se do mais elevado padrão de Governança Corporativa. As companhias listadas no Novo Mercado devem apresentar abertura de capital mediante distribuição pública mínima de 10 milhões de reais e na posse de no máximo 500 acionistas e só podem emitir ações com direito de voto, as chamadas ações ordinárias (ON), que dá direito igual aos titulares, o que inclui o direito a voto e nenhum tipo de restrição ou privilégio (BOVESPA, 2019). Esta exigência diminui os conflitos de interesse existentes entre os investidores que possuem ações ordinárias e os investidores que detêm ações preferenciais, assegurando o controle de gestão dos proprietários e diminuindo problemas gerados pela concentração de poder (GOCZE, 2010).

A avaliação das performances das práticas de governança corporativa é realizada pela BOVESPA através do Índice de Governança Corporativa Diferenciada (IGC), composta exclusivamente por ações de companhias que aderiram ao Nível I, Nível II ou ao Novo Mercado. O objetivo do IGC é ser o indicador do desempenho médio das cotações dos ativos destas empresas. Posteriormente, foi criado o Índice de Governança Corporativa – Novo Mercado (IGC-NM), composto apenas pelas

empresas listadas no Novo Mercado, ou seja, as empresas com os melhores níveis de governança (BOVESPA, 2019).

3.3. HISTÓRICO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NAS COMPANHIAS ELÉTRICAS

O setor elétrico brasileiro é marcado por transformações ao longo da história. Entre 1960 a 1980 foi caracterizado como grandes organizações controladas pelo poder público em esfera federal e estadual (AGUIAR FILHO, 2007). Na década de 90, com a presença do Programa Nacional de Desestatização (PND) e da Lei das Concessões (1995), deu início da privatização das empresas de energia elétrica brasileiras, permitindo novos arranjos comerciais e a livre negociação de preços de energia (IKENAGA; AZEVEDO; PUTVINSKIS, 2009).

Para realizar esta reformulação no setor elétrico, foi criada a Agência Nacional de Energia Elétrica em 1996, sendo uma autarquia em regime especial vinculada ao Ministério das Minas e Energia. Teve como função controlar e fiscalizar as concessões nas áreas de distribuição, transmissão e comercialização, estabelecer tarifas de energia elétrica e promover licitações para concessões de geração de energia (ANEEL, 2019).

No início dos anos 2000, houve uma crise de abastecimento do sistema elétrico, resultando num plano de racionamento de energia. Ocorreu então, um abandono do governo brasileiro da proposta de desestatização e liberdade total de negociação de preço (IKENAGA; AZEVEDO; PUTVINSKIS, 2009). Paralelamente, o aumento do preço de combustíveis fósseis estimulou a demanda de energia elétrica, incentivando assim o aumento de sua produção e conseqüente crescimento do setor energético (SOUZA et al, 2013). O incentivo a fontes de energia renovável apresentou crescimento por parte do governo federal e do BNDES, tanto pelo aumento da demanda, como pelo potencial elétrico encontrado no Brasil (hidroelétrico, eólico, solar etc.) (SOUZA, 2014).

Além disso, o setor elétrico apresentou crescimento superior ao PIB (Produto Interno Bruto) brasileiro. Enquanto o PIB cresceu 0,9% em 2011 e 2012, o consumo de energia elétrica expandiu 3,8%, e a oferta interna de energia elétrica em 2012 cresceu 4,4% em relação a 2011 (EPE, 2012).

Diante disso, o conceito de governança corporativa surge como artefato para auxiliar as companhias elétricas na sua expansão, visto que os estudos indicam que

quanto maior o índice de governança corporativa, menor tende ser a volatilidade das ações (MALACRIDA; YAMAMOTO, 2006; GONÇALVES et al, 2012).

Alves, Ribeiro e Mantese (2007) avaliaram o desempenho do investimento em ações de empresas do setor de energia elétrica listadas em níveis de governança corporativa da Bovespa de 2006. Concluíram que o desempenho das ações das empresas que estavam listadas e que não obtiveram nível suficiente para estarem listadas foi semelhante, não mostrando diferenças significativas nas empresas com nível de governança. Ikenaga, Azevedo e Putvinskis (2009) obtiveram resultados semelhantes ao avaliar se a adoção de padrões diferenciados de governança corporativa influencia no crescimento de riqueza gerada aos acionistas. Ele conclui que a melhoria no desempenho das ações não está relacionada com as práticas de governança corporativa.

Entretanto, Serafim e Gomes (2011) encontraram resultados divergentes aos dos estudos citados anteriormente, concluindo que as empresas de energia elétrica que apresentam práticas diferenciadas de governança corporativa apresentaram uma diferença expressiva no desempenho de suas ações quando comparadas às que não adotam tais práticas. Souza et al (2015) apontam que estas práticas são capazes de balizar a volatilidade das ações das empresas de energia, mantendo-as menos voláteis mesmo nos períodos de crise.

Bernardino, Peixoto e Ferreira (2015) ao avaliarem a relação entre governança corporativa e eficiência organizacional nas empresas do setor elétrico brasileiro, encontraram relação positiva entre o índice de governança corporativa e escore de eficiência (DEA), indicando que empresas bem governadas são mais eficientes. Além disso, também observou associação positiva com o desempenho operacional (LAJIRDA) da empresa.

Ferreira e Silva (2016) ao investigarem o acréscimo de valor para o acionista e os níveis de governança corporativa de empresas do setor elétrico brasileiro entre 1998 e 2012, concluíram que há correlação entre a valorização alcançada por estas empresas com os níveis diferenciados de governança corporativa.

4. GOVERNANÇA CORPORATIVA NA CELESC S.A

4.1. CELESC S.A

As informações referentes a Centrais Elétricas de Santa Catarina S.A – Celesc, incluídas neste tópico, foram retiradas do site oficial da companhia – www.celesc.com.br (CELESC, 2019).

A Centrais Elétricas de Santa Catarina S.A. - Celesc, é uma sociedade de economia mista que atua desde 1955 nas áreas de geração, transmissão e distribuição de energia. Durante esse período, consolidou-se como uma das maiores empresas do setor elétrico brasileiro, com reconhecimento nacional e internacional pela qualidade dos seus serviços e por suas ações nos campos técnico, econômico, ambiental e social (CELESC, 2019).

A Celesc é uma empresa de capital misto, possuindo como sócio majoritário o Estado de Santa Catarina, que retém 50,18% das ações ordinárias da companhia, correspondente a 20,20% do capital total. Dentre os investidores presentes, 6,32% caracterizam-se como investidores estrangeiros e 93,68% investidores nacionais. Quanto a natureza jurídica dos investidores, 12,10% são pessoa física, enquanto 87,90% são pessoa jurídica.

Tabela 1 - Composição do Capital Social em Ações da CELESC S.A

CELESC - Composição do Capital Social em Ações							base acionária em 31/05/2019	
ACIONISTA	AÇÕES ORDINÁRIAS		AÇÕES PREFERENCIAIS		TOTAL			
	QUANTIDADE	%	QUANTIDADE	%	QUANTIDADE	%		
ESTADO DE SANTA CATARINA	7.791.010	50,18%	191	0,00%	7.791.201	20,20%		
EDP ENERGIAS DO BRASIL S.A.*	5.140.868	33,11%	3.945.820	17,12%	9.086.688	23,56%		
FUNDAÇÃO CELESC DE SEGURIDADE SOCIAL - CELOS	1.340.474	8,63%	230.800	1,00%	1.571.274	4,07%		
GERACAO L.PAR FUNDO DE INVESTIMENTO	460.000	2,96%	3.400.000	14,75%	3.860.000	10,01%		
CENTRAIS ELÉTRICAS BRASILEIRAS - ELETROBRAS *	4.233	0,03%	4.142.774	17,98%	4.147.007	10,75%		
ALASKA POLAND FIA	0	0,00%	3.252.000	14,11%	3.252.000	8,43%		
OUTROS	790.552	5,09%	8.072.869	35,03%	8.863.421	22,98%		
TOTAL	15.527.137	40,26	23.044.454	59,74	38.571.591	100,00		
Capital Social : R\$1.340.000.000,00		Capital Autorizado : R\$1.340.000.000,00				Fonte: DPR1		
* Cia de Capital Aberto								
PARTICIPAÇÃO DOS INVESTIDORES POR RESIDÊNCIA		QUANTIDADE DE AÇÕES						
INVESTIDORES ESTRANGEIROS		2.439.459			6,32%			
INVESTIDORES NACIONAIS		36.132.132			93,68%			
PARTICIPAÇÃO DOS INVESTIDORES POR NATUREZA JURÍDICA		QUANTIDADE DE AÇÕES						
INVESTIDORES PESSOA FÍSICA		4.666.624			12,10%			
INVESTIDORES PESSOA JURÍDICA		33.904.967			87,90%			

Fonte: www.celesc.com.br

A Celesc detém o controle acionário da Companhia de Gás de Santa Catarina - SCGAS, e participações acionárias nas empresas Dona Francisca Energética S.A. - DFESA, Empresa Catarinense de Transmissão de Energia Elétrica - ECTE, Companhia Catarinense de Água e Saneamento - CASAN, e Usina Hidrelétrica Cubatão S.A., além de outras pequenas participações acionárias.

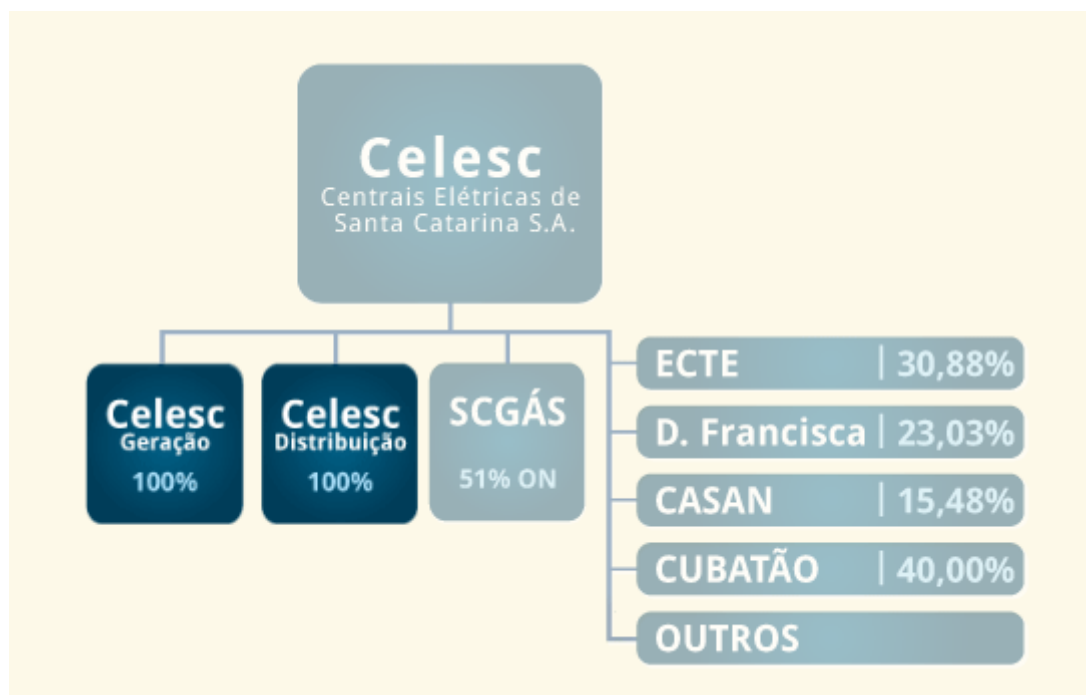


Figura 2 - Subsidiárias integrais da CELESC S.A

Fonte: www.celesc.com.br

Estruturada como Holding em 2006, a empresa possui duas subsidiárias integrais, a Celesc Distribuição S.A e a Celesc Geração S.A. A Celesc Distribuição S.A é responsável por levar energia elétrica para mais de 3 milhões de unidades consumidoras em 92% do estado de Santa Catarina e em Rio Negro, no Paraná. É o maior arrecadador de ICMS do estado e é a 6ª maior distribuidora de energia elétrica do Brasil. A Celesc Geração S.A atua no segmento de geração de energia, através de operação, manutenção e expansão do próprio parque de geração, composto por 12 usinas, sendo 1 pequena central hidrelétrica, 5 centrais geradoras hidrelétricas e 6 usinas hidrelétricas, e da participação em empreendimentos de geração de energia privados.

4.1.1. Missão

“Atuar de forma diversificada no mercado de energia, com rentabilidade, eficiência, qualidade e responsabilidade socioambiental.”

4.1.2. Visão

“Cumprir a sua função pública com rentabilidade, eficiência e reconhecimento da sociedade, com abrangência de atuação nacional e internacional.”

4.1.3. Valores

- Resultados
- Inovação
- Valorização das pessoas
- Comprometimento
- Responsabilidade socioambiental
- Ética
- Segurança

4.1.4. Governança Corporativa

Em 2002 o Banco Nacional de Desenvolvimento (BNDES) lançou um programa de incentivo à adoção de práticas de governança corporativa objetivando o fomento de boas práticas de governança no Brasil, oferecendo benefícios para empresas que aderissem ao programa, como redução nas taxas de juros, aumento do nível de participação do banco e alongamento do prazo de financiamento (SILVEIRA, 2004). Também em 2002, o estado de Santa Catarina negociou com o governo federal, por meio do BNDES, o equacionamento da dívida estadual que detinha com a Celesc. Uma das condições para o financiamento foi que a companhia aderisse as práticas diferenciadas de Governança Corporativa da BOVESPA (DA ROSA, 2008).

Em 2002, portanto, a Celesc se tornou a primeira empresa a ingressar no nível 2 de governança corporativa da BOVESPA, se tornando empresa pioneira e assumindo um compromisso com as boas práticas de governança. Dentre algumas destas práticas, se destacam segundo a BOVESPA (2009), os das regras societárias:

1. Conferir direito a voto restrito para ações preferenciais em casos de avaliação de bens que concorram para aumento de capitais, na escolha de empresas especializadas para determinação de valor econômico da companhia, entre outros.
2. Em caso de venda do controle acionário, o comprador estenderá a oferta de compra a todos os demais acionistas detentores das ações

ordinárias, assegurando-se o mesmo tratamento dado ao controlador vendedor. Para as ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito, deverá ser oferecido, no mínimo, 80% do valor pago às ações ordinárias.

3. O Conselho de Administração da companhia deve ser composto por, no mínimo, cinco membros com mandato unificado por, no máximo, dois anos.
4. A companhia não deve ter partes beneficiárias.
5. Em caso de fechamento do capital ou cancelamento do contrato de nível 2, o controlador ou a companhia, deve fazer uma oferta pública de aquisição das ações em circulação tendo por base, no mínimo, o valor econômico da companhia, determinado por empresa especializada. A empresa especializada deve ser selecionada, em assembleia geral, a partir de uma lista tríplice indicada pelo Conselho de Administração. Não se computando os votos em branco, a escolha dar-se-á por maioria de votos dos acionistas das ações em circulação presentes na assembleia que, se instalada em primeira convocação, deverá contar com a presença de, no mínimo, 20% do total das ações em circulação ou, se instalada em segunda convocação, poderá contar com a presença de qualquer número.

Estas medidas surgem como forma de garantir um maior equilíbrio de direitos entre todos os acionistas.

Em 2012 no intuito de aperfeiçoamento nas práticas de governança, foi criada uma secretaria de governança corporativa, vinculada ao gabinete da presidência, que tem como principais funções a de mediar as relações entre as diretorias executivas e conselhos de administração fiscal, dar suporte aos conselhos fiscal e de administração, assim como a diretoria executiva. Outra atividade é a de coordenar a tramitação da documentação estratégica, com segurança e transparência (CELESC, 2019).

Também em 2012, diante de exigência da BOVESPA, que determinou que algumas normas devem obrigatoriamente estarem presentes no estatuto das empresas listadas no nível 2, sob pena de multa e perda da certificação, a CELESC promoveu mudanças no seu estatuto, gerando maior flexibilidade e transparência

dentro de sua gestão além do comprometimento com a criação de um plano diretor (CELESC, 2019).

O plano diretor, assinado ao final do mesmo ano, foi elaborado com a direção e consultoria da Roland Berger Strategy Consultants, chamado de CELESC 2030 ele tem como fronteira 2030. Com metas de crescimento e geração de valor no longo prazo, o plano foi construído sobre quatro pilares: potencializar a geração de valor, criação de valor com crescimento, transformar o grupo através dos empregados e garantir a sustentabilidade econômico-financeira. Alguns dos focos estão nos desinvestimentos em ativos fora do core business da companhia com baixas sinergias com energia e aquisições forçadas; ações de eficiência operacional com programas de demissão voluntaria, contratação de consultorias especializadas e redefinição de preços de fornecedores materiais; e metas de sustentabilidade tendo como pilares a governança corporativa, pessoas, sustentabilidade e gestão pública.

Em 2016 e posteriormente em 2018, a Celesc integrou a carteira do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE), que é um indicador do desempenho médio das cotações dos ativos de empresas com reconhecido comprometimento com a sustentabilidade empresarial (CELESC, 2019).

4.1.5 Estrutura Administrativa

Dentro da estrutura administrativa de Celesc, se encontram os seguintes órgãos (CELESC, 2019):

1. Assembleia Geral: Órgão soberano, convocado e instalado de acordo com a Lei das Sociedades por Ações e com o Estatuto Social da Empresa, consolidado na Assembleia Geral de 23 de março de 2009. Possui poderes para decidir todos os negócios relativos ao objeto social da Celesc e tomar as resoluções necessárias e convenientes à sua defesa e ao seu desenvolvimento, inclusive com a verificação das ações adotadas pela administração.
2. Conselho de Administração: Órgão colegiado de funções deliberativas, constituído por onze conselheiros eleitos pela Assembleia Geral, com mandato de um ano, sendo permitida a reeleição. Compete ao Conselho de Administração, além das atribuições previstas em lei, fixar a orientação geral

dos negócios e da gestão do desempenho econômico, ambiental e social. Para evitar conflitos de interesse com as várias partes interessadas, cabe ao Conselho zelar pela fiel observância das normas legais, regulamentares e disposições contratuais pertinentes à prestação dos serviços de energia elétrica concedidos. Os membros do Conselho são escolhidos segundo suas qualificações profissionais, por possuírem competências específicas para melhor definir as estratégias da organização de acordo com os princípios da sustentabilidade empresarial. Os empregados da Companhia têm direito de eleger um membro do Conselho de Administração

3. Conselho Fiscal: O Conselho Fiscal é composto por cinco membros e seus respectivos suplentes. O acionista majoritário indica três integrantes. Os acionistas preferenciais e os acionistas ordinários minoritários elegem, em escrutínio separado, seus representantes e respectivos suplentes.
4. Diretoria Executiva: Exercem a gestão dos negócios, em sintonia com a missão, os objetivos, as estratégias e as diretrizes fixadas pelo Conselho de Administração.
5. Comitês de assessoramento ao conselho de administração: Os Comitês de Assessoramento foram criados em 2007 e são compostos por, no máximo, cinco membros, que têm acesso assegurado às informações do Grupo. Pelo menos um dos integrantes pertence ao CA e outro à Diretoria Executiva das empresas. A coordenação de cada Comitê é exercida por integrante do Conselho ou por ele indicado.
6. Governança Corporativa: Compete à Secretaria de Governança Corporativa prestar apoio jurídico e administrativo nas Assembleias Gerais de Acionistas, bem como dar apoio técnico e administrativo aos comitês de assessoramento, ao Conselho de Administração e ao Comitê de Ética.

4.1.6 Programa de *Compliance*

A Celesc na procura de fortalecer as suas práticas de boa governança corporativa dentro da gestão de seus negócios, adotou um programa de *Compliance* no qual se pratica medidas contínuas de prevenção, detecção, resposta e reparação em possíveis atos de fraude e corrupção (CELESC, 2018).

Programa este que vai ao encontro as referencias do IBGC e boas práticas, tendo como principal meta a de atender a legislação atual aplicando uma serie de instrumentos e procedimentos internos de integridade, auditoria e incentivo à denúncia de irregularidades (CELESC, 2018).

A finalidade em se implementar um programa de *Compliance* são variadas, entre elas pode se destacar: satisfazer a legislação tanto nacional como internacional, regulação do mercado e regulamento interno; se precaver de processos judiciais; transparência na gestão; evitar conflito de interesses entre os agentes da instituição; impedir ganhos pessoais ilícitos por conta de manipulação e uso de informação privilegiada; evitar lavagem de dinheiro (CANDELORO, RIZZO, PINHO, 2012).

Na Celesc o programa se estrutura em torno de seis pilares, como demonstrado na Figura 3.

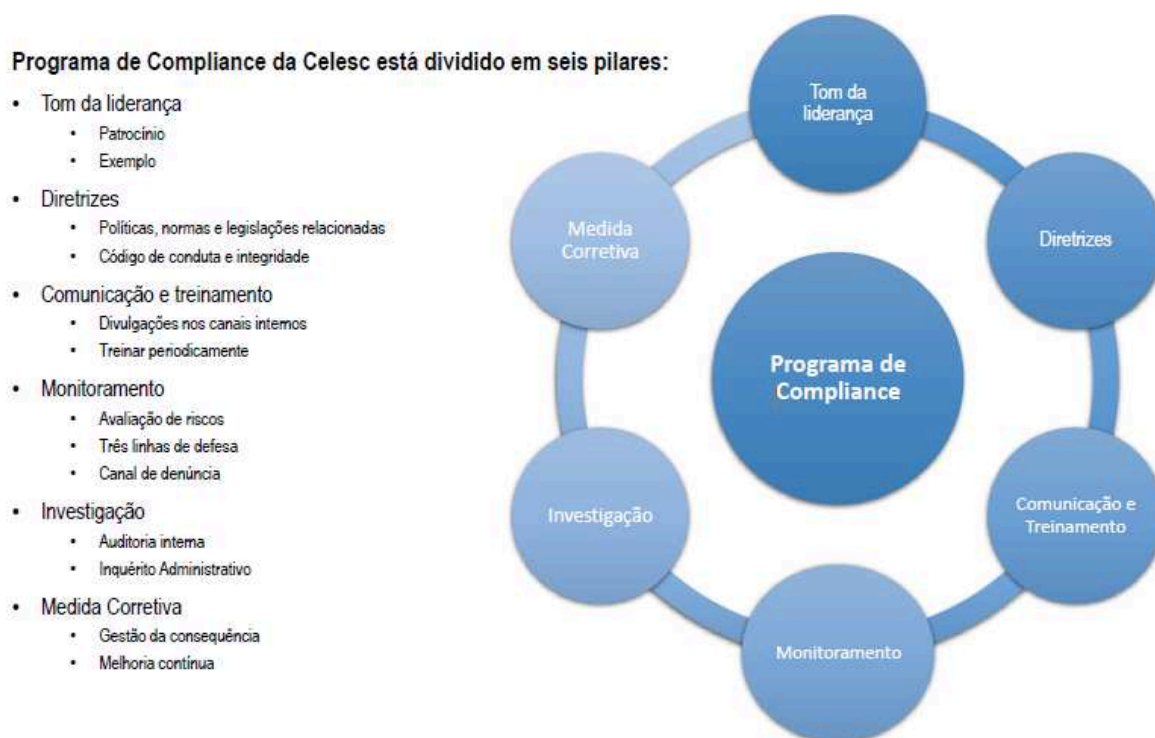


Figura 3 - Programa de *Compliance* da Celesc S.A
Fonte: www.celesc.com.br

4.2. DESEMPENHO NO MERCADO DE CAPITAIS

Para análise do desempenho no mercado de capitais da Celesc S.A foi utilizada a ação CLSC4 PN. Como referência comparativa foram selecionados os índices IBOVESPA, IEE, IGC e IGC-NM, considerados relevantes para avaliação.

O Índice da Bolsa de Valores de São Paulo (IBOVESPA) é o principal índice do mercado de ações brasileiro, sendo utilizado como indicador referência no desempenho médio dos ativos mais negociados e importantes do mercado de ações (BOVESPA, 2019).

O Índice de Energia Elétrica (IEE) é um índice composto pelas empresas de capital aberto do setor de energia elétrica e tem como objetivo mensurar o desempenho das empresas deste segmento, ajudando a prover a liquidez para as empresas do setor de energia elétrica na bolsa de valores (BOVESPA, 2019).

O Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada (IGC) tem como objetivo ser uma medida de performance média das cotações dos ativos de empresas pautadas no novo mercado ou nos níveis 1 e 2 de governança.

O Índice de Governança Corporativa – Novo Mercado (IGC-NM) é um indicador das empresas que possuem o melhor nível de governança, listadas no novo mercado da B3.

O período de análise escolhido foi de 2012 a 2018, por conta das mudanças administrativas ocorridas no ano de 2012 no sentido de melhorar suas práticas de governança e criação de seu plano diretor. Na Tabela 2 e Gráfico 1, mostra a variação anual do valor da ação CLSC4 e dos índices previamente apresentados.

Tabela 2 - Desempenho no mercado de capitais da Celesc S.A de 2012 a 2018

Desempenho no mercado de capitais da CELESC S.A. de 2012 a 2018							
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
CLSC4	-20,30%	-31,90%	-11,61%	-17,31%	72,35%	70,55%	87,20%
IBOVESPA	7,40%	-15,50%	-2,91%	-13,31%	38,94%	26,86%	15,03%
IEE	-11,70%	-8,80%	3,47%	-8,68%	45,58%	10,04%	24%
IGC	19,02%	-2,04%	2,31%	-11,97%	28,90%	29,90%	11,71%
IGC-NM	24,97%	-1,06%	5,85%	-6,39%	18,34%	27,24%	9,31%

Fonte: BOVESPA, 2019

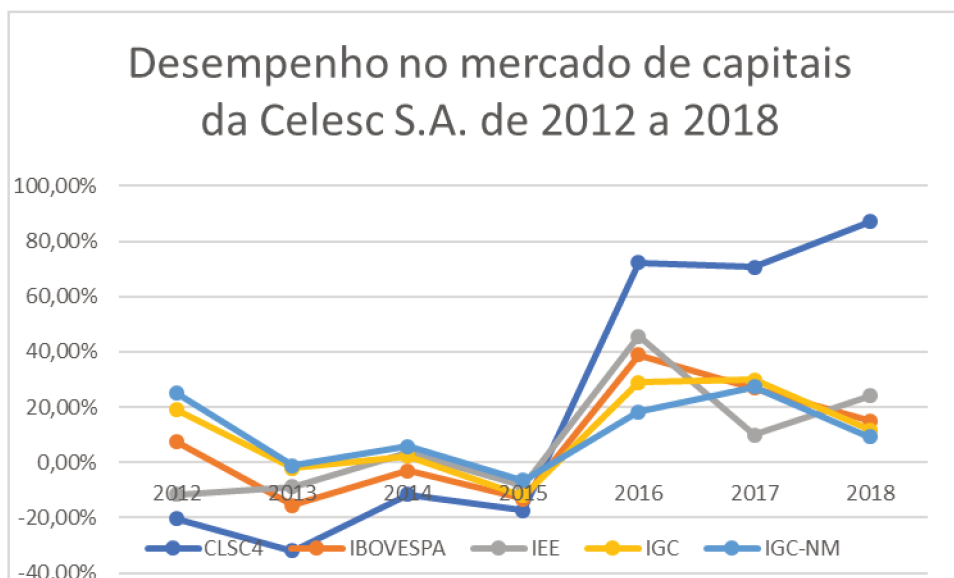


Gráfico 1 - Desempenho no mercado de capitais da Celesc S.A de 2012 a 2018
 Fonte: BOVESPA, 2019

A expectativa diante das novas medidas tomadas era a de uma legitimação da companhia perante o mercado, com isso tendo uma valorização das suas relações no mercado. Verifica-se a excepcional valorização da ação da empresa em relação aos índices a partir do ano de 2015, indo de acordo com a expectativa segundo a teoria, visto que é necessário um tempo hábil para as medidas fazerem efeito e o mercado reconhecê-las.

Como verificado na literatura acerca da governança nas companhias elétricas, os primeiros estudos que abordaram o tema concluem não haver grandes diferenças entre o desempenho das empresas com alto nível de governança e as empresas não listadas (ALVES, RIBEIRO, MANTESE, 2007; IKENAGA, AZEVEDO, PUTVINSKIS, 2009). Estes estudos foram realizados poucos anos após a implementação da governança corporativa dentro dessas companhias e no país, sendo que as práticas ainda eram muito recentes.

Porém, estudos mais atuais começaram a encontrar resultados divergentes as pesquisas anteriores, verificando uma diferença expressiva no desempenho das ações de empresas com práticas diferenciadas de governança corporativa (SERAFIM, GOMES, 2011; CAIXE, KRAUTER, 2014; SOUZA et al, 2015; FERREIRA, SILVA, 2016). Estudos internacionais como o de Bradley (2003) que analisou um *survey* da consultora *Standard & Poor's* de 1.600 companhias com boa governança, e de Black Jang e Kim (2006) que observaram o mercado sul-coreano,

chegaram a mesma conclusão da relevância da governança corporativa no valor do mercado das firmas.

Verifica-se no Gráfico 1 o grande crescimento do IEE no mesmo período, com valores acima do mercado. Um dos motivos da exponencial valorização da CLSC4 e do IEE, foi o anúncio de um Programa de Investimentos de Energia Elétrica (PIEE) pelo governo federal, no qual seria injetado R\$186bi no período de 2015 a 2018 (BRASIL, 2015). Além disso, ocorreu alta na bolsa de valores, como é observado nos demais índices.

Outro fator importante foram as expectativas de solidez e estabilidade da empresa, influenciado diretamente pelas suas recém implementadas práticas de governança. A Fitch Ratings, uma agência classificadora de risco, em 2016, atribuiu pela primeira vez um rating nacional de longo prazo A+ (grau médio elevado), e em 2018 ele foi elevado para AA (grau elevado) (CELESC, 2019), mostrando a crescente solidez da empresa. Alguns dos destaques dos relatórios são índices de alavancagem financeira e liquidez em patamares conservadores, a manutenção de seu forte perfil financeiro é fundamental diante da sua reduzida diversificação de segmentos de negócios e ativos.

Em 2018, segundo a Fitch, este perfil financeiro conservador associado a um plano de investimento menos robusto, posicionou a Celesc de maneira favorável em relação a outros grupos de distribuição de energia elétrica avaliados pela agência, mesmo com a existência de risco político devido ao controle estatal.

Constata-se que existem fatores mercadológicos e financeiros, difíceis de contemplar em sua totalidade, que influenciam em uma possível valorização ou desvalorização da empresa perante o mercado. Apesar disso, é possível observar que as práticas de governança auxiliam na solidez financeira e legitimação da companhia diante dos agentes.

4.3. ANÁLISE DE PERFORMANCE ECONÔMICO-FINANCEIRA

Para análise de performance econômico-financeira foram utilizados os indicadores financeiros Ebitda, Ebitda ajustado e lucro líquido.

O indicador *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization* (Ebitda), também conhecido como Lajida (Lucros antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização), é muito empregado no mercado para avaliar empresas

de capital aberto. Ele atende as atuais exigências de globalização, pois não é afetado pelas diferentes legislações fiscais ou pelo emprego de diferentes métodos de depreciação (VASCONCELOS, 2001). No Ebitda ajustado é retirada despesas e receitas não recorrentes, como por exemplo a de gastos de construção.

O Ebitda tem como foco a atividade operacional da empresa e a sua capacidade de gerar caixa através dos ativos operacionais. O Ebitda ajustado tem menos variações pois não considera receitas e despesas pontuais excepcionais que ocorrem em determinado ano. Na Tabela 3 e Gráficos 2 e 3 estão expressos os valores do Ebitda e do Ebitda ajustado da Celesc S.A entre 2012 e 2018.

Tabela 3 – Variação anual do Ebitda da CELESC S.A. de 2012 a 2018

Variação anual do Ebitda da CELESC S.A. de 2011 a 2018							
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Ebitda	-156,70%	202%	184%	-64,60%	-39,20%	58,90%	16,70%
Ebitda ajustado	-57,00%	29%	4%	-49,60%	8,10%	10,60%	20,20%

Fonte: CELESC, 2019

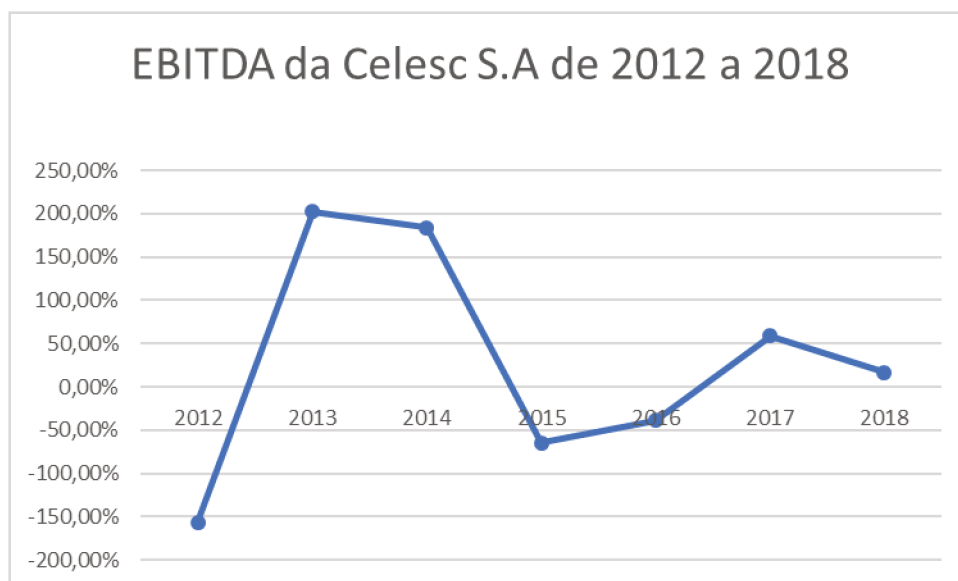


Gráfico 2 – Variação anual do Ebitda da Celesc S.A de 2012 a 2018

Fonte: CELESC, 2019

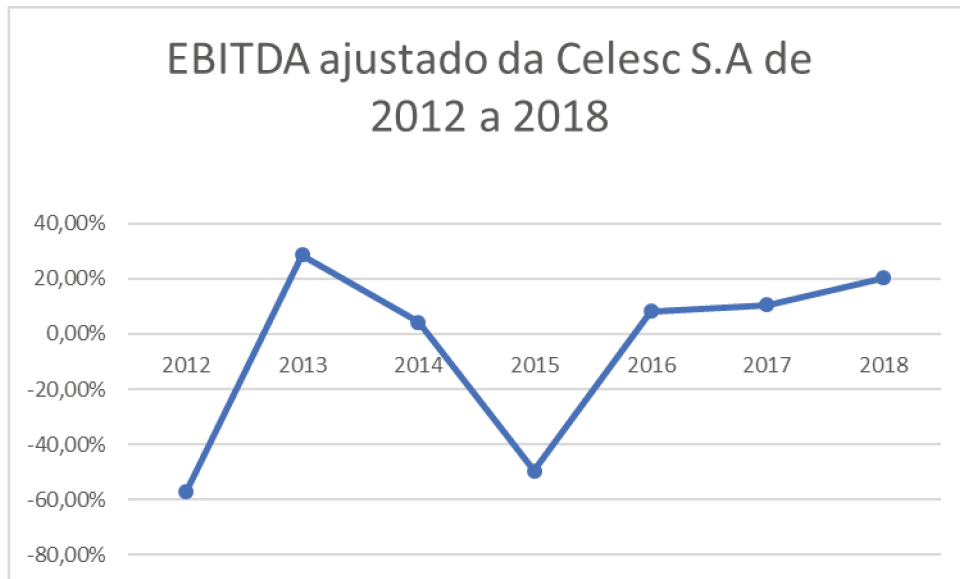


Gráfico 3 – Variação anual do Ebitda ajustado da Celesc S.A de 2012 a 2018
Fonte: CELESC, 2019

O lucro líquido revela o rendimento real de uma empresa. O cálculo é feito através da diferença entre receita total e custo total. É um indicador importante para os acionistas, pois é do lucro líquido que se faz os cálculos da distribuição dos dividendos. O lucro líquido da Celesc S.A entre 2012 e 2018 estão expressos na Tabela 4 e Gráficos 4 e 5.

Tabela 4 - Lucro líquido da Celesc S.A de 2012 a 2018

		Desempenho econômico da CELESC S.A. de 2011 a 2018						
		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Lucro Líquido	Varição anual	-179,80%	177,80%	158%	-74,50%	-107,50%	777,20%	148,20%
	Valores absolutos (em milhões)	-258,4	198,9	513,1	130,7	-9,8	66,5	165

Fonte: CELESC, 2019



Gráfico 4 - Variação anual do Lucro Líquido da Celesc S.A de 2012 a 2018
Fonte: CELESC, 2019



Gráfico 5 - Lucro Líquido da Celesc S.A entre 2012 e 2018 em valores absolutos
Fonte: CELESC, 2019

Observa-se que no ano de 2012, com uma variação negativa dos valores de Ebitda, os resultados não eram favoráveis. Isto ocorreu pelo contínuo aumento nos custos e despesas operacionais, provenientes de um aumento nos custos com energia elétrica comprada para revenda e respectivos encargos, provisionamento para créditos de liquidação duvidosa e despesas não recorrente relativa ao plano de demissão voluntária. Esta última representa grande parte da diferença do Ebitda e do Ebitda ajustado.

As melhoras apresentadas no ano de 2013, vem por uma influência positiva na receita operacional bruta devido ao programa de redução das tarifas de energia elétrica implementado pelo governo federal, além de um relevante aumento do lucro líquido.

Em 2014 a companhia continuou apresentando resultados positivos. A junção do controle das despesas operacionais gerenciáveis e uma recomposição da receita operacional, fez com que a Celesc apontasse um Ebitda de R\$808,2mi e lucro líquido de R\$513mi.

A queda do Ebitda em 2015 tem como principal razão a atuação da companhia no mercado de distribuição de energia elétrica, o qual mostrou significativa desaceleração em 2015.

O resultado negativo do lucro líquido em 2016, ocorre por conta de uma redução na receita operacional bruta e líquida, uma queda na receita com bandeira tarifária e aumento das despesas financeiras. O Ebitda continuou apresentando resultados negativos, com uma queda de 39,2%, no ajustado o resultado é melhor devido a uma exposição voluntária contabilizada no segundo trimestre de 2016.

O principal motivo das altas dos indicadores em 2017, vem do expressivo aumento na receita operacional bruta e líquida no ano, aumento esse advindo em grande parte de aumento na receita de suprimento e fornecimento de energia elétrica, devido ao aumento do consumo do mercado cativo.

Em 2018 a empresa continuou em ritmo de crescimento, com aumento expressivo no Ebitda ajustado de 20,2%. Reduções nos custos com energia e despesas operacionais, motivado com um recuo nas despesas com pessoal. Juntamente com o aumento na receita operacional bruta e líquida, foram as razões para o contínuo crescimento da empresa.

Correia (2008) avaliou a relação entre o índice de governança construído pela autora através de uma análise de regressão, e a performance operacional em 242 empresas listadas no BM&FBOVESPA, e concluiu que há uma associação positiva entre um bom índice de governança e boa performance operacional, sendo o Ebitda um dos principais indicadores utilizados. Bernardino, Peixoto e Ferreira (2015) ao avaliar empresas do setor elétrico, encontraram uma relação positiva entre qualidade da governança corporativa e desempenho operacional medido por Ebitda.

Isso pode ser observado em alguns períodos na Celesc, porém são muitos os fatores que afetam as variáveis Ebitda e lucro líquido, fazendo com que as boas

práticas de governança, em alguns períodos, possam não ser o fator determinante das variáveis em questão. Podemos acrescentar ainda, uma certa limitação dos indicadores utilizados para explicar todo aspecto econômico-financeiro de uma companhia complexa como a estudada.

5. CONCLUSÃO

O presente estudo analisou as práticas de governança corporativa adotadas na Celesc S.A com foco no período de 2012 a 2018.

Foi realizada uma pesquisa bibliográfica para contemplar os conceitos, teorias e histórico da governança corporativa. Para análise da governança na Celesc S.A, foi realizada avaliação dos dados quantitativos da empresa para análise de atuação no mercado de capitais, através da comparação da ação CLSC4 aos índices IBOVESPA, IEE, IGC e IGC-NM e avaliação de performance econômico-financeira através dos indicadores Ebitda e lucro líquido. Foi aplicada uma análise qualitativa a estes dados, avaliando o desempenho da companhia e discutindo os resultados encontrados com estudos presentes na literatura.

A base teórica está em torno da teoria da agência que trata dos problemas que surgem em grandes companhias onde há uma separação entre propriedade e administração, nas quais ocorrem conflitos de interesse entre os agentes por conta de decisões tomadas pelos gestores objetivando satisfazer interesses próprios em oposição ao dos acionistas. Outro aspecto é a teoria da firma e sua vertente focada na economia dos custos de transação, onde a firma é descrita como uma estrutura de governança que objetiva elevar seu nível de eficiência no sentido de reduzir estes custos, que decorrem de negociações como por exemplo em aquisições ou contratuais.

Em 2012 a Celesc, no sentido de aprimorar suas práticas de boa governança, apresentou a criação de uma secretaria de governança corporativa e implementação de um novo plano diretor. Outra medida tomada posteriormente foi a criação de um programa de *compliance*, adotando medidas de prevenção, detecção, resposta e reparação em possíveis atos de fraude e corrupção, sinalizando ao mercado e a população sua preocupação com a transparência e melhores práticas de governança.

O mercado respondeu de forma positiva, se verificou uma grande valorização da ação da empresa a partir de 2015, superior à dos demais índices. A empresa de avaliação de riscos Fitch Ratings, em 2016, atribuiu um rating nacional de longo prazo A+ (grau médio elevado) e em 2018 ele foi elevado para AA (grau elevado), confirmando a maior estabilidade e solidez da companhia.

Dentro dos indicadores econômico-financeiros Ebitda e lucro líquido, os anos de 2013 e 2014 foram respectivamente os melhores da empresa. Durante o período foi verificado uma volatilidade dos indicadores que podem ser causados pelos mais diversos fatores, sendo esta a principal limitação encontrada no trabalho.

A principal contribuição deste trabalho é ressaltar a importância da governança corporativa e os efeitos positivos que estas práticas podem trazer para as companhias, tanto na sua valorização diante do mercado quanto no seu desempenho econômico.

Sugere-se para futuros trabalhos uma pesquisa de práticas de governança mais ampla dentro do setor elétrico, abrangendo as companhias que tem ações negociadas no mercado internacional, como na bolsa de Nova York.

REFERÊNCIAS

ALVES, D. L.; RIBEIRO, K. C. de S.; MANTESE, F. A. de O. Governança Corporativa e o desempenho das ações de empresas do setor elétrico. In: X Seminários em Administração FE-A/USP – SEMEAD, **Anais...**, São Paulo, 2007.

ANDRADE, A; ROSSETTI, J. P. **Governança Corporativa: Fundamentos, Desenvolvimento e Tendências**. 5ª Edição. São Paulo: Atlas, 2011.

ANEEL – **AGÊNCIA NACIONAL DE ENERGIA ELÉTRICA**. Disponível em: <http://www.aneel.gov.br>. Acesso em: 15 jun. 2019.

BERLE, A. A; MEANS, C. G. **The modern corporation and private property**. New York, Transaction Publishers, 1932.

BERNARDINO, F.F.M.; PEIXOTO, F.M.; FERREIRA, R.N. Governança e eficiência em empresas do setor elétrico brasileiro. **Pretexto**, v. 16, n. 11, p.36-51, 2015.

BLACK, B. S.; JANG, H.; KIM, W. Does corporate governance predict firms' market values? evidence from Korea. **The Journal of Law, Economics, & Organization**, v. 22, n. 2, p. 363- 413, 2006.

BORGES, L.F.X.; SERRÃO, C.F.B. Aspectos da Governança Corporativa Moderna no Brasil. **Revista do BNDES**, v. 12, n. 24, p. 111-148, 2005.

BOVESPA – Bolsa de Valores de São Paulo. **Índices**. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br/Indices/ApresentaçãoP.asp?Indice=lbovespa>>. Acesso em: 15 jun. 2019.

BOVESPA – Bolsa de Valores de São Paulo. **Nível 2 Governança Corporativa**. São Paulo, 2009.

BRADLEY, N. How to measure and analyse corporate governance. **International Financial Law Review, Corporate Governance**, p. 40-47, 2003.

BRASIL – Ministério de Minas e Energia. **Programa de Investimento de Energia Elétrica (PIEE)**. Brasília, 2015.

CADBURY, sir A. (chairman). **Report of the committee on the financial aspects of corporate governance**. Londres: Professional Publishing Ltd – Gee., 1992. Disponível em: <www.ecgn.org>. Acesso em: 14 jun. 2019.

CAIXE, D. F.; KRAUTER, E. The relation between corporate governance and market value: mitigating endogeneity problems. **Brazilian Business Review**, Vitória, v. 11, n. 1, p. 90-110, 2014.

CANDELORO, A.P.; RIZZO, M.B.M.; PINHO, V. **Compliance 360º: riscos, estratégias, conflitos e vaidades no mundo corporativo**. São Paulo: Trevisan Editora Universitária, 2012.

CATAPAN, A.; COLAUTO, R. D.; BARROS, C. M. E. A Relação entre a Governança Corporativa e o Desempenho Econômico-Financeiro de Empresas de Capital Aberto do Brasil. **Contabilidade, Gestão e Governança**, v. 16, n. 2, p. 16-30, 2013.

CELESC – CENTRAIS ELÉTRICAS DE SANTA CATARINA. **Programa de Compliance**. 1ª edição. Florianópolis, 2018.

CELESC - **CENTRAIS ELÉTRICAS DE SANTA CATARINA**. Disponível em: <<http://www.celesc.com.br>>. Acesso em: 18 jun. 2019.

CIPE - **Center for International Private Enterprise** (2002). Confecamaras. Corporate Governance, 2002. Disponível em: <<http://www.cipe.org>>. Acesso em: 14 jun. 2019.

COASE, R. H. The nature of the firm. **Economica**, v. 4, n. 16, p. 386-405, 1937.

CORREIA, L.F; AMARAL, H.F. Reflexão sobre as funções da governança corporativa. **REGE Revista de Gestão**, v. 13, n. 1, p. 43-55, 2006.

CORREIA, L.F. **Um índice de governança para o Brasil**. 2008. 247f. Tese (Doutorado em Administração) – Centro de Pós-graduação e Pesquisa em Administração, Faculdade de Ciências econômicas, Universidade Federal de Minas Gerais (CEPEAD-FACE-UFMG), Belo Horizonte, 2008.

DA ROSA, V. V. **GOVERNANÇA CORPORATIVA NA CELESC**. Monografia (Bacharelado) – Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC), Florianópolis, 2018.

EPE – Empresa de Pesquisa Energética. **Balanço energético nacional 2012 – ano base 2011**: resultados preliminares. Rio de Janeiro: EPE, 2012.

GEOCZE, Z. B. Níveis diferenciados de governança corporativa e o efeito sobre o risco de suas ações. **Revista de Finanças Aplicadas**, v. 1, p. 1-23, 2010.

GONÇALVES, T. A.; LIMA, N. C.; OLI-VEIRA, S. V. W. B.; OLIVEIRA, M. M. B.; QUEIROZ, J. V. Corporate governance in financial strategy of companies listed in Bovespa. **International Journal of Business and Commerce**, v. 2, n. 1, p. 24-39, 2012.

IBGC - INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Código das melhores práticas de Governança Corporativa**. 5ª Edição. São Paulo: IBGC, 2015.

IBGC - INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br>>. Acesso em 10 jun. 2018.

IKENAGA, E.; AZEVEDO, M. A. A.; PU-TVINSKIS, P. R. M R. **Governança corporativa e valor do mercado de ações**: Caso Eletropaulo, Light e CPFL. 2009. Monografia (Bacharelado em Ciências Contábeis) – Trevisan Escola de Negócios, São Paulo, SP, 2009.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of financial economics**, 1976.

MALACRIDA, M. J. C.; YAMAMOTO, M. M. Governança corporativa: nível de evidenciamento das informações e sua relação com a volatilidade das ações do Ibovespa. **Revista Contabilidade e Finanças**, v. 17, p. 65-79, 2006.

MENDES, A. P. S. **Teoria da agência aplicada à análise de relações entre os participantes dos processos de cooperação tecnológica universidade-empresa**. Tese (Doutorado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2001.

OKIMURA, R. T. **Estrutura de Propriedade, Governança Corporativa, Valor e Desempenho das Empresas no Brasil**. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2003.

OLIVEIRA, M.C.; LINHARES, J.S. A implantação de controle interno adequado às exigências da Lei Sarbanes-Oxley em empresas brasileiras - um estudo de caso. **Revista Base (Administração e Contabilidade) da UNISINOS**, v. 4, n.2, p. 160-170, 2007.

PENROSE, E. T. **The theory of the growth of the firm**. Oxford, Basil Blackwell, 1980. Primeira edição de 1959.

PRODANOV, C. C.; FREITAS, E. C. Metodologia do trabalho científico: **Métodos e técnicas da pesquisa e do trabalho acadêmico**. 2ª Edição. Novo Hamburgo, 2013.

SERAFIN, E.; QUELHAS, O. L. G.; ALLEDI, C. **Histórico e fundamentos da governança corporativa** – contribuições para a sustentabilidade das organizações. VI Congresso nacional de excelência em gestão, Rio de Janeiro, 2010.

SIFFERT FILHO, N. S. Governança Corporativa: Padrões Internacionais e Evidências Empíricas no Brasil dos Anos 90. **Revista do BNDES**, v. 5, n. 9, p. 123-146, 1998.

SILVEIRA, A. D. M. **Governança Corporativa e Estrutura de Propriedade: Determinantes e Relação com o Desempenho das Empresas no Brasil.** Tese (Doutorado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R.W. **A survey of corporate governance.** *Journal of Finance*, v.52, n.2, 1997.

SOUZA, G. H. S.; LIMA, N. C.; QUEIROZ, J. V.; PENEDO, A. S. T.; COELHO, J. A. P. M.; COSTA, A. C. S. Marketing approach of Brazilian wind energy sector. **Journal of Technology Management & Innovation**, v. 8, n. 4, p. 46-58, 2013.

SOUZA, G. H. S.; LIMA, N. C.; SILVEIRA-MARTINS, E.; QUEIROZ, J. V. Gestão energética e inovação sustentável: A formação de preço da energia eólica no Estado do Rio Grande do Norte. **Revista de Administração e Inovação**, v. 11, n. 3, p. 255-280, 2014.

SOUZA, G. H. S. et al. Corporate governance and performance of the stocks of companies from the Brazilian electricity sector listed in Bovespa. **Revista de Negócios**, Blumenau, v. 20, n. 1, p. 13-28, 2015.

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

VASCONCELOS, Y.L. EBITDA: retrato do desempenho operacional. **Informações Objetivas IOB Comenta**, v.49, p.1-6, 2001.

WILLIAMSON, O. E. **Markets and hierarchies. Analysis and Antitrust Implications.** New York: Free Press, 1975.

WILLIAMSON, O. E. **The Economics Institutions of Capitalism.** The Free Press, 1985.

WILLIAMSON, O. E. **The mechanisms of governance.** Oxford University Press, 1996.