



**Banco  
Interamericano de  
Desenvolvimento**

**Setor de  
Infraestrutura  
e Meio Ambiente**

NOTA TÉCNICA  
Nº 106

# A governança corporativa em empresas de água e saneamento

---

Fidel H. Cuéllar Boada



# A governança corporativa em empresas de água e saneamento

---

Fidel H. Cuéllar Boada

Banco Interamericano de Desenvolvimento  
2012

Esta nota técnica é parte dos produtos de conhecimento gerados pela Iniciativa de Água e Saneamento, aprovada pela Diretoria Executiva do Banco Interamericano de Desenvolvimento em maio de 2007. Sua implementação é levada a cabo pela Divisão de Água e Saneamento (INE/WSA), a cargo de Federico Basañes.

A nota técnica foi dirigida por Yvon Mellinger e contou com o apoio e supervisão de Carmiña Moreno, Henry Moreno, Sergio Campos e Jorge Ducci, todos da INE/WSA. Além disso, receberam-se comentários de todos os membros da Divisão no decurso das apresentações internas e na Oficina de Capacitação Anual, realizada em Medellín, Colômbia, em junho de 2009.

Esta é uma versão completamente revisada da tradução original ao português de 2010. A revisão foi feita por Luiz Cláudio Faria e supervisionada por Jorge Ducci e Matthias Krause (ambos INE/WSA).

© Banco Interamericano de Desenvolvimento, 2012

[www.iadb.org](http://www.iadb.org)

As "Notas técnicas" compreendem uma ampla gama de melhores práticas, avaliações de projetos, lições aprendidas, estudos de casos, notas metodológicas e outros documentos de caráter técnico. A informação e as opiniões apresentadas nestas publicações são responsabilidade exclusiva do autor e não expressam nem implicam o aval do Banco Interamericano de Desenvolvimento, de sua Diretoria Executiva ou dos países que representam.

## SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	1
1. MARCO ANALÍTICO .....	3
CONCEITOS BÁSICOS .....	3
OBJETIVOS DAS ESPAS.....	15
PROBLEMAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA NAS ESP DO ESTADO .....	16
PRINCÍPIOS APLICÁVEIS ÀS ESP DO ESTADO.....	24
2. ANÁLISE DE EXPERIÊNCIAS .....	28
COLÔMBIA: A EVOLUÇÃO DAS EPM.....	28
PERU: AUMENTAR A SUSTENTABILIDADE EM 50 ESP.....	39
BRASIL: SABESP, INTEGRADA AO MERCADO DE CAPITAIS.....	46
GOVERNANÇA CORPORATIVA E DIREITOS DE PROPRIEDADE .....	54
3. METODOLOGIA PARA AVALIAR A APLICAÇÃO DE PRÁTICAS DE GC.....	57
A MATRIZ DO AVANÇO EM GC PARA EPE.....	60
A FERRAMENTA.....	67
4. INDICADORES DE GOVERNANÇA CORPORATIVA NAS ESP .....	70
OBJETIVOS.....	70
CRITÉRIOS.....	70
SINOPSE .....	71
CARACTERÍSTICAS DOS INDICADORES.....	78
5. BIBLIOGRAFIA .....	90
GOVERNANÇA CORPORATIVA GERAL.....	90
REESTRUTURAÇÃO E REFORMA DE ESPAS .....	93

<b>GOVERNANÇA CORPORATIVA EM ESPAS .....</b>	<b>95</b>
<b>PÁGINAS WEB.....</b>	<b>97</b>
<b>ANEXO. PARTICIPANTES DAS OFICINAS .....</b>	<b>98</b>

## SIGLAS E ACRÔNIMOS

AAA	Sociedad de Acueducto, Alcantarillado y Aseo de Barranquilla
ADR	Títulos representativos de ações transacionadas na Bolsa de Nova York ( <i>American Depositary Receipts</i> )
BID	Banco Interamericano de Desenvolvimento
BM&FBOVESPA	Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros S.A. São Paulo.
CA	Conselho de Administração
CBG	Código de boa governança. Sinônimo de CGC
CFI	Corporação Financeira Internacional ( <i>International Finance Corporation</i> )
CGC	Código de Governança Corporativa
CONPES	Conselho Nacional de Política Econômica e Social (Colômbia)
CRA	Comissão Reguladora de Água e Saneamento (Colômbia)
CVM	Comissão de Valores Mobiliários (Autarquia com poderes para normalizar, supervisionar e disciplinar todo mercado de valores no Brasil)
DE	Diretoria Executiva
EAAB	Empresa de Acueducto y Alcantarillado de Bogotá
EPE	Empresas de propriedade do Estado
EPM	Empresas Públicas de Medellín
ESP	Empresas provedoras de serviços públicos
ESPAS	Empresas provedoras de serviços públicos de água potável e saneamento
EVA	Valor Econômico Agregado ( <i>Economic Value Added</i> )
GAAP	Práticas contábeis geralmente aceitas (padrão específico dos Estados Unidos)
GC	Governança Corporativa
HPAGC	Ferramenta de plano de ação para a governança corporativa (sigla original em espanhol)
INE/WSA	Divisão de Água e Saneamento do BID
LAJIDA	Lucros antes de juros, impostos, depreciação e amortização
NIIF	Normas Internacionais de Informação Financeira (padrão internacional)
PMO	Plano mestre otimizado
SABESP	Companhia de Saneamento Básico do Estado de São Paulo
SEC	Comissão de Bolsa e Valores (Securities and Exchange Commission, Estados Unidos)
Sedapal	Serviço de Água Potável e Esgotos de Lima

SUNASS  
VPL

Superintendência Nacional de Água e Serviços de Saneamento (Peru)  
Valor Presente Líquido

## Sinopse

Esta nota técnica contém uma metodologia para promover a adoção sistemática de boas práticas de governança corporativa por parte de empresas prestadoras de serviços de água potável e saneamento – especialmente empresas de propriedade estatal – na América Latina e no Caribe com base nas experiências de projetos apoiados pelo Banco Interamericano de Desenvolvimento e em outros casos relevantes de empresas que prestam serviços de abastecimento de água, coleta e tratamento de esgotos. A metodologia serve para avaliar o estágio de implementação de práticas de governança corporativa nas empresas e para facilitar seu desenvolvimento progressivo ou plano de ação em etapas sucessivas. A metodologia introduz também o marco teórico, a fim de que a governança corporativa nas empresas de água e saneamento contribua para o uso eficiente e sustentável dos recursos da empresa e para que o investimento social em água e saneamento na região contribua para a consecução das Metas do Milênio.

## Palavras-chave

Governança corporativa; empresas de água e saneamento; custos de agência; empresas estatais, boas práticas de governança; indicadores de governança corporativa.

## Abstract

This report contains a methodology to promote in a consistent way the build-up of corporate governance good practices for water and sanitation enterprises – specially state owned enterprises – in Latin America and the Caribbean, based in IDB experiences and other relevant cases. The methodology helps to assess the corporate governance practices actually implemented in those firms. It can be also used to smooth the advance of corporate governance practices in those firms along several stages. The methodology is rooted in theory, in order to assure that the corporate governance progression of the enterprises contribute to the efficient and sustainable use of their resources, so that social investment in water and sanitation in the region support the achievement of Millenium goals.

## Key words

Corporate governance; water and sanitation enterprises; agency costs; state owned enterprises; good governance practices; corporate governance indicators.

## INTRODUÇÃO

Este relatório final define uma metodologia para avaliar e promover boas práticas de governança corporativa em empresas fornecedoras de serviços de água potável e saneamento básico na América Latina e no Caribe (ao longo do texto, usaremos as siglas ESP para as empresas provedoras de serviços públicos em geral e ESPAS para as de água e saneamento). Nesse sentido, analisam-se experiências de projetos, entre as quais se incluem iniciativas de governança corporativa (“GC”, daqui em diante) apoiadas pelo Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID) e que permitem identificar os temas mais relevantes.

Este relatório está organizado em cinco partes. A primeira é um breve quadro analítico. A segunda examina casos a partir da experiência do BID na Colômbia, Peru e Brasil. A terceira parte apresenta a “Ferramenta de planos de ação para a governança corporativa” (HPAGC, em sua sigla em espanhol), que serve para avaliar a aplicação de boas práticas de GC, a qual se anexa a este relatório em formato digital (Ferramenta GC EPE.xls) para que os leitores possam utilizá-la<sup>1</sup>. Na quarta parte descrevem-se os indicadores de diagnóstico, voltados principalmente para a identificação dos problemas de agência<sup>2</sup> e dos conflitos de GC de maior risco. Por fim, o relatório oferece uma bibliografia combinada de governança corporativa e de casos e experiências relevantes para as ESPAS.

Este trabalho é resultado de uma consultoria realizada pelo autor para o BID. O projeto contou com a participação de especialistas em diferentes aspectos de GC das ESP, de funcionários com responsabilidades de política, regulação e supervisão do setor de água potável e saneamento e de gerentes de várias empresas. As contribuições dos participantes foram recolhidas em duas oficinas realizadas em Bogotá e em Washington, com a participação dos

---

<sup>1</sup> A ferramenta também está disponível em <http://www.iadb.org/topics/topic.cfm?lang=es&id=WASA>.

<sup>2</sup> Diversos textos traduzem *Agency Theory* como teoria de agência. Trata-se de uma tradução literal, porém não muito clara. Conceitualmente, a teoria mais aceita para discutir a temática da governança é a do agente-principal. A essência da teoria agente-principal está na compreensão e separação de papéis entre agente (tomadores de decisão) e principal (pessoas que confiam as decisões para terceiros). A teoria prevê que nem sempre o agente agirá no melhor interesse do principal e como resultado, haverá um problema crítico entre ambos, denominado problema de agência. Silveira, Alexandre Di Miceli da. Governança Corporativa no Brasil e no Mundo: teoria e prática. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010. (Nota do Revisor, 2012)

especialistas da Divisão de Água e Saneamento (INE/WSA) do BID e da Iniciativa da Água por Empresas Transparentes e Eficientes. O autor também realizou entrevistas em Bogotá, Lima e São Paulo. O anexo a este relatório relaciona os participantes das oficinas. Suas contribuições foram de grande utilidade para reconhecer as dificuldades reais de adoção das práticas de GC, a origem das barreiras e à forma como elas foram evitadas nos casos mais bem sucedidos, bem como para pôr à prova os elementos da metodologia aqui apresentados.

O autor agradece a orientação e o apoio de Yvon Mellinger, a equipe do projeto – Carmiña Moreno, Henry Moreno e Sergio Campos –, os comentários do senhor Jorge Ducci ao relatório final e em geral à Divisão de Água e Saneamento do BID. Agradece também os comentários de edição de conteúdo e as contribuições à bibliografia de Juan Benavides e Deyrin Reyes. Silvia Calderón, da representação do BID em Bogotá, contribuiu com a boa organização das oficinas. Hernando Sánchez e Sandra Delgado, da equipe de *Economía y Empresa*, foram de grande ajuda profissional ao longo de todo o projeto. A Corporação Financeira Internacional (International Finance Corporation-IFC), por intermédio de seu encarregado de governança corporativa Roman Zyla, autorizou gentilmente o uso da “Matriz de avanço em governança corporativa para empresas estatais”, a qual foi adaptada para este relatório final.

## 1. MARCO ANALÍTICO

Esta seção apresenta conceitos básicos de governança corporativa (GC): em que consiste um sistema de GC, quais são os dois principais riscos de GC de uma empresa média ou de grande porte, quais são os conflitos de agência que dão origem a esses riscos, como o crescimento urbano contribui para separar a propriedade e o controle nas empresas prestadoras de serviços públicos (ESP) e para propiciar reorganizações nos serviços públicos; como diferenciar a governabilidade política da governança corporativa; qual a relação entre GC, as disposições contratuais e regulação; o que são problemas de agência e qual a sua importância para as empresas, e qual é a relação entre monopólio natural, regulação e incentivos para as ESP e seus proprietários. A seção seguinte, define os objetivos das empresas prestadoras de serviços de água e saneamento (ESPAS) e como estes são ampliados quando se trata de uma empresa de propriedade do Estado (EPE). Em seguida, enumera e fundamenta os critérios para julgar a adoção dos princípios de GC e os problemas de implementação nas EPE. Os conflitos de interesse, os direitos de controle que, como regra geral, são concedidos àqueles que correm os riscos residuais, as relações entre os acionistas e os administradores, entre os acionistas majoritários e os minoritários, entre a empresa e os credores, são todos temas de discussão na segunda parte desta seção.

## CONCEITOS BÁSICOS

Partiremos da seguinte definição operacional de GC:<sup>3</sup> governança corporativa é a interação da diretoria executiva, dos membros do conselho de administração e dos proprietários de uma empresa para dirigi-la, controlá-la e assegurar que todos os que aportam recursos à estrutura de capital (proprietários e credores financeiros) recebam a parte que lhes corresponde das receitas e ativos da empresa. Em geral, qualquer empresa de propriedade privada, pública ou de capital misto que demonstre ser capaz de criar valor econômico depois de cobrir seu custo de capital está fazendo um uso eficiente de seus recursos. Se a empresa opera num ambiente competitivo ou num mercado de monopólio natural ou oligopólio, mas com regulação adequada, como

---

<sup>3</sup> Dallas (2004:21). Aqui se adaptou a definição original, referente às sociedades anônimas, para o caso mais geral de empresas, que inclui empresas estatais não organizadas como sociedades por ações.

devem ser os mercados de água e saneamento urbanos, pode-se partir do princípio de que a empresa não explora seus usuários e clientes e que, ao contrário, o investimento social que a ESP administra resulta em maior cobertura e qualidade dos serviços públicos de água e saneamento a um custo eficiente, ou seja, um resultado de maior bem-estar econômico geral. Uma ESPAS com boas práticas de GC deveria, portanto, obter simultaneamente uma rentabilidade privada e uma rentabilidade social satisfatórias. É essa a grande importância da GC nas ESP: contribuir para que os limitados recursos públicos e privados de investimento em água e saneamento alcancem o maior impacto social positivo e não se percam pelo caminho em gasto empresarial não produtivo para seu objeto social ou em benefícios não justificados para certos grupos de interesse.

## DOIS GRANDES RISCOS DE GC

O risco de GC consiste na possibilidade de perda de valor da empresa devido a falhas no sistema – conjunto de normas, relações e órgãos internos – pelo qual se dirige e controla sua gestão.<sup>4</sup> O risco de GC surge quando a interação entre propriedade e controle é deficiente. É claro que há outras fontes eventuais de perdas para qualquer empresa – e em particular para as ESP – que se originam em fatores externos, tais como ameaças provenientes do ciclo econômico, pressão competitiva da inovação por parte de terceiros, congelamento de tarifas em mercados regulados, volatilidade das taxas de juros ou cambiais que afetem o valor da dívida ou do investimento, desastres naturais, riscos operacionais e de engenharia etc., assim como fatores internos de fraqueza, identificados por meio de análise estratégica. O risco de GC se refere de modo específico a que a estrutura de poder de uma empresa que se converta numa barreira que a impeça de reagir de adequadamente ante as ameaças ou corrigir as deficiências e gerir os riscos internos.

O risco de GC tem um segundo componente: a possibilidade de que a estrutura de poder distorça a distribuição da riqueza gerada pela empresa aos proprietários, ou seja, que a distribuição de lucros e fluxos de caixa, assim como o aproveitamento das oportunidades de negócio não se realizem na proporção do capital aportado e aos riscos assumidos pelos proprietários, incluindo o Estado, mas sim de outra forma, controlada a partir da estrutura de

---

<sup>4</sup> Esta definição vem da Superintendência Financeira da Colômbia (2006: 7).

poder.<sup>5</sup> Neste segundo componente de risco de GC, a empresa pode criar valor, mas os resultados não se exprimem totalmente nas demonstrações financeiras, porque antes de serem contabilizados como lucros são transferidos, de um modo ou de outro, para alguns grupos de interesse internos ou externos. Observa-se isso, por exemplo, nas empresas que apresentam ativos improdutivos de vulto (terrenos não produtivos, parque industrial não competitivo, subsidiárias em crise recorrente, etc.) ou excessos de liquidez que confirmam grande poder e segurança aos administradores, ainda que não produzam rendimentos aceitáveis. Outro exemplo desse segundo componente do risco de GC consiste em a empresa não aproveitar as melhores oportunidades porque aqueles que a controlam agem segundo incentivos não convergentes com a otimização do valor desta ou atuem mais como funcionários públicos avessos a assumir riscos empresariais a fim de proteger-se politicamente.

Com base nesses dois componentes do risco de GC, seria possível identificar algumas “*patologias de GC*”, como aquelas indicadas na Caixa 1 (Fox e Heller, 2006). Note-se que as patologias de Fox e Heller podem ser entendidas também como indicadores de resultado da GC. A partir de resultados normais ou “*patológicos*”, é possível examinar as práticas de GC e inferir uma relação causa-efeito.

## Caixa 1

### Risco/patologias de governança corporativa

---

#### I. Não maximização de valor e fluxo de caixa residual

---

- 1 Empresas que não se aperfeiçoam e destroem valor esgotam aos poucos as reservas de caixa e os ativos realizáveis, mas continuam operando.

---

  - 2 Empresas que seriam viáveis se empregassem a capacidade existente de modo eficiente.

---

  - 3 Empresas que investem os fluxos de caixa gerados em projetos com VPL negativo.

---

  - 4 Empresas que identificam projetos com VPL real positivo, mas não conseguem implementá-los devido à atitude da diretoria de aversão ao risco.

---

  - 5 Empresas que não conseguem identificar projetos com VPL real positivo, adequados à sua capacidade.
- 

<sup>5</sup> Esta noção foi proposta por Fox e Heller (2006), e se aplicou para avaliar os resultados das privatizações em massa nas economias pós-socialistas, principalmente na Rússia.

## II. Distribuição não proporcional de benefícios

- 
- 6 Empresas que falham em prevenir a manipulação de direitos de propriedade estatutários por parte de alguns proprietários ou administradores, os quais assumem uma posição de controle e poder superior à que lhes corresponderia segundo seu aporte de capital.
  - 7 Empresas que não previnem o desvio de ativos por parte de alguns proprietários ou administradores
- 

Fonte: Com base em Fox e Heller (2006: 5).

### CONFLITOS DE GC

O risco de GC e suas patologias derivam da existência de conflitos básicos em três áreas: a separação entre propriedade e controle das empresas, os problemas de agência e os efeitos da atividade das empresas nos grupos de interesse.

*1) A separação entre propriedade e controle das ESP.* Uma das chaves para entender os problemas de GC em empresas complexas de grande porte foi sugerida por Berle e Means em *The Modern Corporation and Private Property* (1932), em que observam que a ingerência dos proprietários das empresas era cada vez menor e que o controle efetivo passara para outras mãos. Esse fenômeno também se apresenta – de modo muito específico – nas ESPAS que são também propriedade do Estado, particularmente à medida que as cidades crescem.

*Nas cidades e comunidades pequenas* a propriedade e o controle estão nas mãos dos mesmos líderes; nelas, os cidadãos – organizados em associações, cooperativas, grupos de ação comunitária, grêmios etc. – costumam participar do investimento em água e saneamento cofinanciando obras com os municípios e estados e ainda contribuindo com trabalho ou organização. As negociações são coletivas em volta de um só projeto.

Quando coexistem vários serviços num agrupamento urbano incipiente, os municípios pequenos os integram em algum momento e assumem assim a operação do serviço local de água e saneamento como uma atividade natural do Estado, de baixo custo e baixa especialização, embora frequentemente, com limites de qualidade e cobertura. As tarifas tendem a ser preços políticos e o serviço é administrado com enfoque de caixa, com tendência a subestimar os custos do trabalho e da prestação de serviço, postergando-se por anos a contabilização adequada. A operação não consegue financiar a reposição da infraestrutura de maneira regular e o

investimento depende do espaço fiscal<sup>6</sup> ou da capacidade de endividamento do município, ou dos aportes de outros entes estatais. Existem algumas economias de administração comum.

No mundo todo há experiências de abuso ou aproveitamento político do controle dos serviços de água e saneamento, particularmente nas *etapas intermediárias do desenvolvimento das cidades* (Kramek e Loh, 2007), mas a proximidade das pessoas afetadas exerce graus de controle imprescindíveis, embora muitas vezes insuficientes. Surgem coalizões de interesses múltiplos e, portanto, processos de barganha política (*log-rolling*) nas câmaras municipais ou nas assembleias legislativas estaduais. A necessidade de uma ou várias ESP separadas das funções municipais gerais é cada vez mais premente. As condições locais (Vives, Paris, Benavides et al., 2006) definem os acordos contratuais viáveis para o desenvolvimento de empresas públicas ou mistas que prestam serviços de rede.

### ***Regulação e monopólio natural***

*O New Deal iniciou nos Estados Unidos a regulação das ESP como reação à primeira grande crise de GC dos serviços públicos de propriedade privada. Entre 1890 e 1932 desenvolveram-se os mercados de serviços públicos urbanos com preços decrescentes e grandes lucros, numa dura concorrência oligopólica. O poder governamental de outorgar concessões era aproveitado por empresários e políticos corruptos contra seus adversários. Samuel Insull absorveu e consolidou centenas de empresas a partir de Chicago, por meio de esquemas de “piramidação” de capitais. As holding companies de Insull eram financiadas com obrigações colocadas entre milhares de pequenos investidores. O esquema de níveis múltiplos lhe dava controle real sobre as ESP e seus lucros, com um pequeno aporte de capital, às custas de um endividamento enorme e dissimulado. Quando o império de Insull ruiu e os poupadores perderam, o governo Roosevelt permitiu a continuidade de grandes ESP (e portanto validou a figura dos monopólios naturais), mas limitou a piramidação a apenas dois níveis, proibiu as ESP de investir em áreas não adjacentes, e impediu a manipulação dos investimentos e ativos das empresas (Skeel, 2005: 80–106).*

---

<sup>6</sup> O Banco Mundial define espaço fiscal como sendo a capacidade de um governo de incrementar os gastos sem prejudicar sua capacidade de pagar o serviço da dívida. O Banco afirma que os governos podem ampliar seu espaço fiscal de três formas: a) melhorando a eficiência do gasto público; b) aumentando suas receitas; c) atraindo assistência através de doações ou solicitando empréstimos (<http://www.brettonwoodsproject.org/art-553364>). Para o FMI, o espaço fiscal refere-se à margem que existe dentro do orçamento público para adjudicar maiores recursos sem comprometer a sustentabilidade financeira. (<http://www.brettonwoodsproject.org/art-562629>). (N. do R.)

*Com o crescimento urbano*, a participação de representantes da comunidade com interesses diretos e próximos nos serviços de água e saneamento tende a se atenuar (esquema 1). Já não ocorre senão de modo indireto através de órgãos de gestão e controle e através do controle político-institucional local. Os serviços públicos de rede passam a exigir investimentos de maior valor, planejamento de longo prazo, operação especializada, custos bem identificados e em geral padrões de gestão de tipo empresarial, que não se adaptam bem aos modelos gerais de ação da administração municipal.

Em resumo, *o crescimento urbano gera uma separação progressiva entre propriedade e controle dos serviços públicos de água e saneamento*, independentemente de sua situação jurídica estatal ou privada. Os cidadãos e o Estado se encontram cada vez mais distantes. Os mecanismos de prestação de contas tendem a recair no formalismo típico do regime público e a deixar de lado a preocupação com os resultados e a eficiência. Surge a necessidade de estruturar as ESPAS a fim de consolidar maior eficiência e transparência no manejo dos recursos do Estado. Embora neste caso e em sentido estrito os cidadãos sejam os proprietários finais (porque assumem o risco residual do patrimônio), juridicamente o proprietário é o Estado, ou seja, o capital público acumulado graças à tributação dos cidadãos. No entanto, os administradores do Estado, como custodiantes do capital público, têm uma visão influenciada pela necessidade de conservar ou acrescentar seu capital político para poder governar. Situa-se aí o germe do conflito entre a governança da ESP e a governabilidade dos administradores públicos. Ou seja, propriedade de um lado, controle do outro.

Em muitos casos, a operação dos serviços públicos é iniciada por empresários privados como permissionários do Estado com controle público mínimo; mais adiante, em algum momento, surgem os desafios, conflitos ou riscos que obrigam a estruturar normas e regulamentos ou a considerar a criação de uma EPE para assumir o serviço.<sup>7</sup> A OCDE reconheceu que entre as economias desenvolvidas muitas vezes as EPE foram criadas e

---

<sup>7</sup> Nos Estados Unidos há mais de 50.000 ESP de água e mais de 30.000 de saneamento: a maioria são EPE, enquanto as ESP privadas são, em geral, de pequeno porte e atendem a 11 % da população. Cerca de 300 ESP de água e 200 de saneamento atendem às cidades de mais de 100.000 habitantes. Como a regulação tarifária só se aplica às ESP de propriedade privada, a grande maioria dos serviços de água e saneamento de maior porte são EPE pouco reguladas em tarifas ou são serviços municipais. O primeiro tipo de conflito de GC (empresa-credores) foi controlado desde os anos 1930 com a regulação de valores, mas outro tipo de conflito de GC é frequente (o Estado como juiz e parte).

sustentadas por razões tecnicamente válidas, como resolver falhas regulatórias e de mercado – casos de monopólio natural, provisão de bens públicos e de bens meritórios<sup>8</sup> –, mas também por motivos controvertidos, como os setores “estratégicos”.<sup>9</sup> Houve também experiências de mudanças na direção oposta, do setor público para o privado. Desde 1990 deu-se um grande movimento de privatizações de EPE, tanto em países da OCDE como nas antigas economias socialistas e em países emergentes. Um bom número de casos teve êxito, mas outros resultaram em fracassos custosos que deixaram lições valiosas, entre elas as seguintes: a) as condições e práticas de boa governança corporativa são fundamentais para que tanto as EPE como as empresas privatizadas possam obter bons resultados;<sup>10</sup> b) nos casos das que continuam como EPE, é indispensável uma política de propriedade estatal bem definida, a cargo de um organismo especializado do Estado, para que a GC funcione plenamente, a instrumentação de incentivos internos avance no sentido da eficiência e se consiga pouco a pouco que as EPE deixem de destruir valor para gerá-lo; c) poucas ESP da região estão na mira de sócios estratégicos potenciais de boa qualidade.<sup>11</sup> Alguns países, como China e Brasil, mantiveram o controle da propriedade nas mãos do Estado, mas suas principais EPE estão inscritas em bolsas de valores a fim de obrigá-las a assumir a disciplina do mercado. Essas lições mostram diferentes graus de progresso. Por exemplo, as ESP de energia e gás têm sido mais proativas em empreender programas nas direções mencionadas, enquanto as ESPAS, ainda que nas mesmas cidades, têm ido mais a reboque.

---

<sup>8</sup> Bens que podem ser produzidos pelo setor privado, mas que por sua importância social devem e podem ser ofertados pelo setor público. (N.do R.)

<sup>9</sup> Ver OCDE, 2005b:32. A expressão setor “estratégico” se tornou controversa porque passou a ser usada indiscriminadamente: podia se referir a atividades empresariais em que o Estado procurava obter lucros extraordinários, a outorga de subsídios de preços a grupos de importância social ou política, a “indústrias nascentes” promissoras mas deficitárias, a atividades declinantes deficitárias mas com muitos empregados, a setores expostos a altos riscos, a atividades de interesse para a defesa nacional etc. O denominador comum dos setores “estratégicos” era ter conseguido a classificação política como tal. Na maioria dos países as EPE “estratégicas” foram objeto de grandes depurações.

<sup>10</sup> Ver OCDE, 2005b: 36 e ss.

<sup>11</sup> Ver, por exemplo, o relatório de gestão 2008 da Sociedad General Aguas de Barcelona S.A: “Estratégia de crescimento internacional. No mercado internacional, a estratégia de crescimento se baseia na análise de oportunidades de aquisição de sociedades que operem em mercados com ambientes jurídicos e econômicos estáveis, bem como na exportação a países emergentes modelos de negócios com baixo risco que não impliquem em investimentos de capital significativos, mas em transferências de tecnologias e *know how*”, pág. 88. [http://www.agbar.es/inversores/esp/pdf/2008\\_Informe%20\\_Financiero\\_Anual.pdf](http://www.agbar.es/inversores/esp/pdf/2008_Informe%20_Financiero_Anual.pdf)

Muitos países fazem grandes esforços para definir marcos regulatórios modernos e acordos contratuais complementares àqueles que podem ser feitos por meio da GC. O Quadro 1 mostra as múltiplas possibilidades de acordos contratuais com participação pública e privada nos projetos de infraestrutura, igualmente aplicáveis aos serviços públicos de rede. A viabilidade financeira, empresarial e política dos diferentes acordos contratuais dependem em boa parte das condições locais. Vives et al. (2006) propõem um saudável enfoque metodológico inspirado na teoria econômica de contratos e nas melhores práticas para identificar os acordos contratuais mais adequados para cada grupo de condições locais. Por exemplo, quando as condições locais são frágeis (um marco jurídico que não determine claramente a proteção aos direitos de propriedade, instabilidade política que possa tornar as ESP passíveis de expropriação, histórico de volatilidade macroeconômica ou cambial, baixa capacidade fiscal para respaldar o investimento público ou os subsídios anunciados para os projetos), aumenta a percepção de risco dos investidores privados quanto a investir recursos e esforços em longo prazo. Alguns desses fatores podem às vezes ser neutralizados, lançando-se mão de mecanismos que viabilizem acordos contratuais segundo os quais o setor público não assume todo o risco e o esforço do investimento, como mostra o Quadro 1. Mas outras vezes as cidades não têm mais alternativa do que tentar um acordo contratual público do serviço de água e saneamento. Assim sendo, qual é o campo próprio da GC? Se um determinado projeto era financeiramente viável com um dado horizonte tarifário, mas na realidade as tarifas baseadas em custos eficientes aumentam porque a gestão interna da ESP permitiu que os fatores de custos saíssem do controle, trata-se de um problema de GC, não do acordo contratual. O que se pode conseguir na GC das ESP tem impacto delimitado pelas condições do acordo contratual e pelo alcance e eficácia do marco regulatório. A metodologia de acordos contratuais de Vives et al. faz sentido ao sugerir que nenhum acordo contratual é válido ou inválido de modo genérico ou permanente, e que os esquemas organizacionais com maior eficiência potencial do serviço e maior impacto positivo no bem-estar podem não ser viáveis quando as condições locais são frágeis.

## Quadro 1

### Acordos contratuais em projetos de infraestrutura: amplitude da participação público-privada, duração e viabilidade, quando as condições locais são frágeis

Acordos contratuais	Designação de responsabilidades				Duração	Condições locais frágeis				
	Oper. e admin.	Risco comercial	Invest. de capital	Propried. de ativos		Marco jurídico	Risco político	Espaço fiscal	Vontade de pagar	Tamanho e localização
<b>Completamente público</b>										
1 Entidade pública não empresa	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	Indefinida	√	√	○	√	√
2 Completamente público - EPE	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	Indefinida	√	√	○	√	√
3 Joint Venture - Público	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	Indefinida	√	√	○	√	√
4 Cooperativas	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	Indefinida	√	√	√	√	√
<b>Contratos de administração</b>										
5 Terceirização	■	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	Menos 1 ano	√	○	○	√	√
6 Contrato de administração	■	■	■	<input type="checkbox"/>	3 - 5 anos	X	○	○	○	√
7 Franquia	■	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	5 anos ou mais	X	○	○	○	√
<b>Concessão</b>										
8 Leasing	■	<input type="checkbox"/>	■	<input type="checkbox"/>	8 - 15 anos	X	○	√	X	√
9 Concessão	■	■	■	<input type="checkbox"/>	25 - 30 anos	X	X	√	X	X
10 Joint Venture - Privado	■	■	■	■		X	X	○	X	√
11 BOT / BOO / BOOT	■	■	■	■	20 30 anos	X	X	√	X	X
<b>Completamente privado</b>										
12 Completamente privado - venda	■	■	■	■	Indefinida	X	X	√	X	X
13 Completamente privado - licença	■	■	■	■	Indefinida	X	X	√	X	X
14 Completamente privado	■	■	■	■	Indefinida	X	X	√	X	√

Fonte: Vives et. al (2006)

<p><b>Convenções</b></p> <p><input type="checkbox"/> Responsabilidade pública</p> <p>■ Responsabilidade pública e privada</p> <p>■ Responsabilidade privada</p> <p>√ O acordo contratual desta linha É factível dadas as condições desta coluna</p> <p>○ O acordo contratual desta linha NÃO SERIA factível dadas as condições desta coluna, mas PODE TORNAR-SE factível com alguns reforços contratuais</p> <p>X O acordo contratual desta linha NÃO É factível dadas as condições desta coluna</p>
<p><b>Mecanismos para viabilizar os acordos contratuais</b></p> <p>a. Seguro de risco político</p> <p>b. Garantia parcial de crédito</p> <p>c. Garantia parcial de risco soberano</p> <p>d- Subsídios</p> <p>e. Fortalecimento institucional prévio da empresa (covenant crediticios)</p> <p>f. Financiamento em moeda local para evitar risco cambial</p> <p>g. Regras de arbitragem</p> <p>h. Acordo de fornecimento (garantia de volume mínimo de venda)</p>

Nos serviços urbanos de água e saneamento a realidade de *monopólio natural* tem sido dominante e mais duradoura do que, por exemplo, nos serviços públicos de energia elétrica e telecomunicações, em parte porque os primeiros não mostraram avanços tecnológicos comparáveis aos segundos. Como resultado, as ESPAS carecem de incentivos fortes para ser competitivas e controlar seus custos, sobretudo quando a regulação é frágil, de um lado, e quando os mecanismos internos de GC permitem o aproveitamento por parte dos grupos internos com maior influência na estrutura de poder.<sup>12</sup> As falhas da ação coletiva levam a que essa

<sup>12</sup> O impacto é claro nas tarifas de longo prazo: nos Estados Unidos, entre 1929 e 2006, os preços relativos de água e saneamento em comparação com os de energia elétrica multiplicaram-se por seis; enquanto as tarifas de

separação de propriedade e controle das EPE seja relevante, na medida em que o controle se exerça segundo objetivos não convergentes da política pública ou, pior ainda, quando haja risco de que o controle das ESPAS contribua para a destruição de valor da propriedade pública incorporada em tais empresas. Se o controle efetivo das empresas for vulnerável à manipulação política, por exemplo, então os proprietários finais – isto é, os cidadãos – podem ficar sem capacidade real para induzir correções e garantir que as empresas sejam administradas sem desviar-se de seus objetivos: já não fazem parte da gestão, não têm maioria na assembleia de proprietários (ou nem sequer participam desse órgão), ou a assembleia simplesmente não existe, e os membros do conselho de administração também não respondem a eles, mas aos representantes políticos eleitos, para os quais o conjunto de objetivos e públicos a satisfazer é múltiplo e diverso. A separação de propriedade e controle pelo desenvolvimento urbano gera, assim, grandes desafios de GC. A Figura 1 ilustra dez casos no Brasil, Colômbia e Peru em que a propriedade pública é o fato dominante, embora com diferentes configurações: na maioria dos casos o proprietário controlador é o Município, em outros, o Estado (governo regional) ou a União (governo nacional), diretamente ou através de outra entidade. Em comparação, um relatório da Superintendência de Serviços Sanitários do Chile <sup>13</sup> apresenta para 21 ESPAS desse país uma realidade diferente, com grande participação de investidores institucionais e frequentemente em conjunto com uma participação do setor público por meio da Corporação de Fomento da Produção. Em ambas as situações, porém, é claro que existem um ou dois proprietários controladores ao lado de outros proprietários minoritários ou facilitadores. Nas ESPAS cujo proprietário é uma entidade estatal, esta tem, em maior ou menor grau, interesses contraditórios, por ser simultaneamente proprietária, outorgante de concessões sobre o recurso hídrico e a infraestrutura de água e saneamento, supervisora da qualidade e cobertura do serviço, defensora dos interesses dos usuários etc. O caso de maior desenvolvimento relativo de GC é o da ESP brasileira Companhia de Saneamento Básico do Estado de São Paulo (SABESP), em que

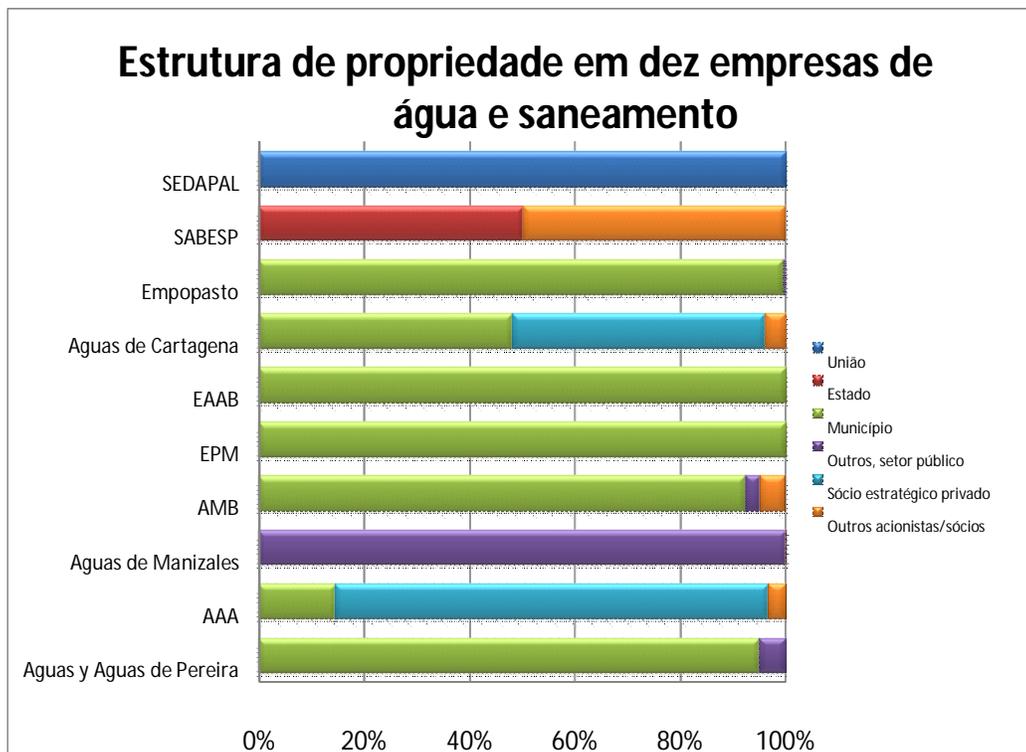
---

energia elétrica caíram para menos da metade em comparação com os preços da cesta de preços do consumo total, as tarifas de água e saneamento, ao contrário, multiplicaram-se por 2,6, também em relação aos preços da cesta de consumo total (*U.S. Census Bureau, Price Indexes for Personal Consumption Expenditures by Type of Expenditure*). Em energia, o monopólio natural se debilitou porque o avanço tecnológico permitiu maior concorrência; em água e saneamento não, o que facilita aos grupos de poder internos a extração de rendas quando a GC das EPE não é forte e a regulação também não.

<sup>13</sup> Ver [http://www.siss.cl/articles-4266\\_recurso\\_1.pdf](http://www.siss.cl/articles-4266_recurso_1.pdf)

a participação dos acionistas minoritários é livremente negociável nas bolsas BM&FBOVESPA, de São Paulo, e por meio de American Depositary Receipts (ADR, títulos representativos de ações), transacionados na Bolsa de Nova York, estando sujeita aos padrões muito exigentes de GC desses mercados. Essa liberdade de entrada e saída é um controle automático e não centralizado que não existe em outros casos.

**Figura 1**



2) *Os problemas de agência* (uma noção parecida, proveniente de outro padrão conceitual, falaria de “custos de transação”). Os problemas de agência derivam da existência de informação assimétrica entre o principal e o agente, o que dificulta ao principal observar as características ou o esforço do agente. Excessivos custos de agência refletem-se em perdas de eficiência que podem afetar tanto aos principais quanto aos agentes. Os problemas de agência de maior relevância nas empresas complexas são aqueles que ocorrem: i) entre proprietários (principais) e administradores (agentes delegados pelo principal para defender seus interesses); ii) entre proprietários majoritários (agentes) e proprietários minoritários (principais); iii) entre a

empresa (agente) e grupos de interesse externos (principais), especialmente em setores regulados, como bancos e serviços públicos. A estrutura de GC das sociedades anônimas contemporâneas é o resultado da evolução e dos esforços para encontrar respostas adequadas aos problemas de agência.<sup>14</sup> As boas práticas de GC visam, portanto, melhorar a qualidade da informação dos principais, melhorar as oportunidades de controle oportuno e idôneo dos principais sobre os agentes, sustentar a consistência dos incentivos para alinhar os interesses de principais e agentes e proporcionar o cumprimento efetivo dos deveres fiduciários de diligência, lealdade e prestação de contas por parte dos agentes.

### Esquema 1



<sup>14</sup> Kraakman, Davies, Hansman, et al. (2004) elaboram uma análise comparativa das respostas do direito societário aos problemas de agência nos sistemas jurídicos mais importantes. Roe (em Jeffrey e Roe, 2004) afirma que as instituições políticas afetam a boa governança corporativa e sustenta que as social-democracias debilitam o controle dos proprietários e favorecem a elevação dos custos de agência gerenciais: os principais perdem quando o poder dos administradores se desvia para a adoção de decisões de baixo risco que favoreçam a estabilidade gerencial, para a retenção desnecessária de liquidez nas firmas, contra o pagamento de maiores dividendos aos proprietários, e para o favorecimento de sobrecustos administrativos e trabalhistas. O enfoque da teoria de agência explica que os grupos de interesse procuram leis e estruturas que lhes gerem rendas, distorcendo assim os incentivos entre principais e agentes e elevando os riscos de GC.

3) *Os efeitos da atividade das empresas sobre outros grupos de interesse* distintos daqueles que aportam para a estrutura de capital: usuários, trabalhadores, contratistas e muitos outros, de acordo com as múltiplas externalidades próprias da atividade das empresas. Nesse sentido, as práticas de GC e as normas de origem regulatória muitas vezes se sobrepõem, o que se presta a confusões em relação ao âmbito de uma e de outra. Em princípio, um critério salutar a esse respeito consiste em não tentar obter mediante as práticas de GC o que deveria ser objeto de regulação e vice-versa.

## OBJETIVOS DAS ESPAS

O objetivo de uma ESPAS é fornecer serviço de água potável e saneamento com padrões de qualidade mínimos, a tarifas razoáveis.<sup>15</sup> Para que as tarifas sejam razoáveis, são necessárias duas condições: que elas cubram os custos<sup>16</sup> e que sejam acessíveis. Quando uma empresa presta serviços em condições de monopólio natural, existe a possibilidade de que extraia rendas monopolistas de seus usuários com tarifas muito superiores à recuperação de custos. Em comparação, quando uma ESP com monopólio natural é estatal, existe a possibilidade de que estabeleça tarifas políticas que não permitam recuperar custos, ou de que inflacione os custos para fornecer o serviço. Por isso é necessário e útil a regulação setorial independente. Em teoria, estabelece-se a propriedade estatal dos monopólios naturais de serviços públicos para que as empresas fixem tarifas que permitam recuperar os custos médios. Na prática, fixam-se objetivos e atividades adicionais para as empresas estatais em função de propósitos políticos, sociais e comunitários, esquecendo-se às vezes que o custo de capital é uma realidade econômica fundamental, que não depende da natureza jurídica da empresa que o usa para sua atividade produtiva. Por isso, as ESP e EPE devem ser governadas com critérios comerciais. Isso significa que, para criar valor econômico, as EPE precisam ser competitivas, sobreviver nos mercados de produtos e fatores – incluindo os mercados por seus serviços – e otimizar os resultados financeiros, abstendo-se de fazer investimentos que não cubram o custo do capital. As empresas

---

<sup>15</sup> Um sábio postulado afirma que cada instrumento deve ser empregado para alcançar o objetivo para o qual for mais eficiente, e apenas para esse objetivo. Fazer o contrário implica em perda de bem-estar, segundo Tienberger, em *La teoría de la política económica* (1952).

<sup>16</sup> Entende-se que se trata de cobrir os custos necessários para prestar o serviço e que a empresa opera sob o princípio de economizar custos.

que não são capazes de cumprir seu objetivo social preservando seu patrimônio destroem riqueza social e se são EPE deterioram o tesouro público e arriscam-se cedo ou tarde a ser liquidadas.

As ESP também podem ser veículos de políticas públicas voltadas para grupos sociais meritórios, ou seja, podem cumprir objetivos não comerciais, o que em geral está previsto em seus estatutos. O que não podem fazer é usar seu capital para esse fim. O custo das decisões de política pública que impliquem subsídios ou transferências abertas ou indiretas deve estar a cargo do orçamento da entidade territorial respectiva (União, Estado ou Município). Os custos dos programas associados à função política das EPE devem ser estimados e reembolsados pelo Estado. Não é suficiente designar recursos para programas e cuidar para que se apliquem de modo legal; é necessário determinar previamente os custos correspondentes a cada um deles antes de empreendê-los.

## **PROBLEMAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA NAS ESP DO ESTADO**

Na Colômbia, Equador, Peru e Brasil o capital da maioria das ESPAS vem de aportes do Estado. Nas EPE, os problemas de agência, o uso da empresa por interesses especiais e outras distorções na destinação do capital público multiplicam-se com frequência, como se discute a seguir. Pode-se pensar que o Estado é um acionista de controle único que sabe o que quer – idealmente, buscar o bem-estar da população –, mas frequentemente ocorre o contrário e se espera que as empresas sejam instrumentos para alcançar objetivos conflitantes entre si.

### *a) Predisposição dos governantes para exceder sua capacidade fiscal por meio das EPE*

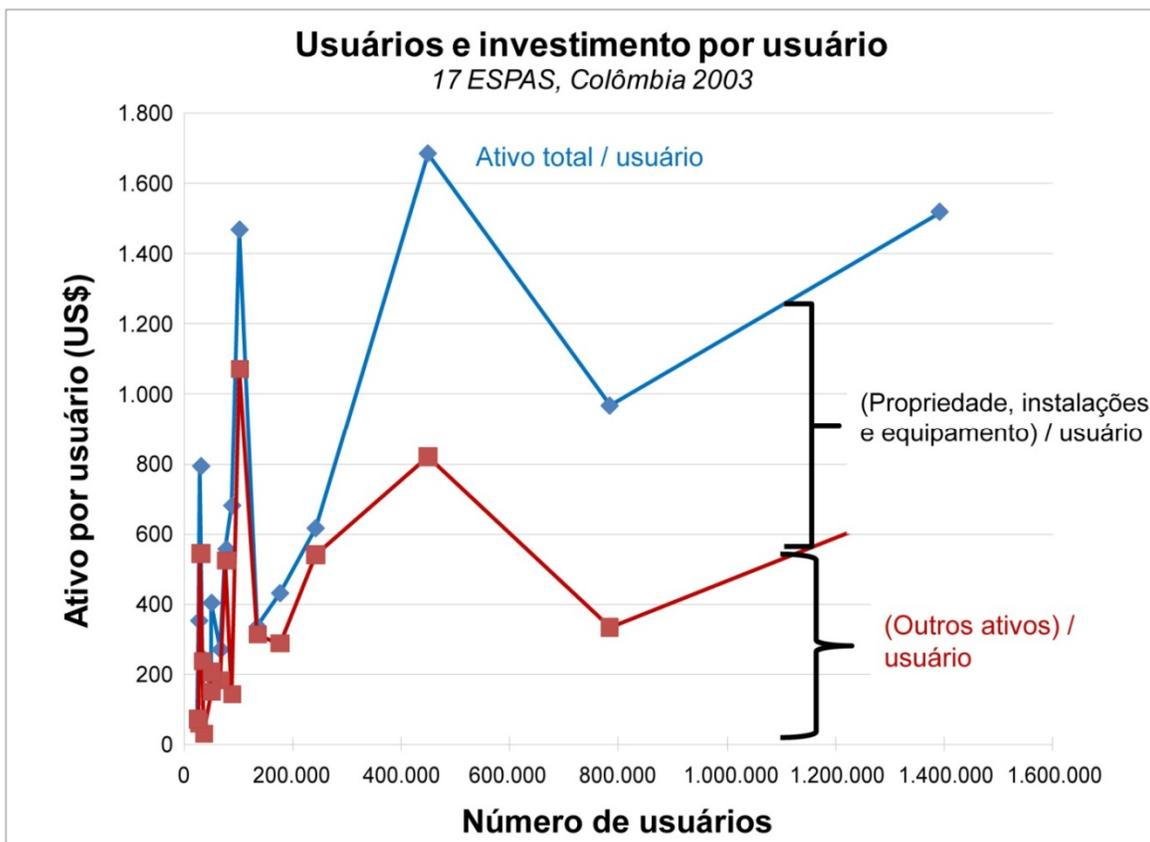
Os mandatários têm dois grandes objetivos com a mesma hierarquia: executar os programas de suas campanhas eleitorais e defender a fazenda pública sob seus cuidados. O conflito de GC nas EPE ocorre quando os governantes sacrificam a defesa do patrimônio público (no capital das ESP) para cumprir suas promessas eleitorais. É comum encontrar nos diagnósticos de GC que as ESP prestem serviços abaixo do custo, sem compensação por parte da entidade do Estado que assim o ordenou. Entre as outras pressões sobre empresas do mesmo tipo estão: realizar investimentos ou atividades que não correspondam a seu objetivo social ou que não seriam realizados com tal quantia ou com perda por empresas com estrutura de propriedade diferentes; superdimensionar ativos operacionais ou não operacionais até tamanhos financeiramente inconvenientes; expandir a folha de pagamento para contribuir com políticas de emprego; e, uma

muito frequente, patrocinar programas de filantropia ou de substituição de gasto público que poderiam claramente ser incluídos no orçamento público, ou seja, usar as ESP como guichês secundários do Tesouro.<sup>17</sup> A Figura 2 revela uma tendência interessante: entre as 17 maiores ESP da Colômbia, quando aumenta o número de usuários, aumenta significativamente tanto o valor contábil do investimento operacional por usuário (propriedade, instalações e equipamento), quanto o valor dos demais ativos por usuário. Cabe observar que há diferenças importantes entre empresas de tamanho semelhante e que as concessionárias não são proprietárias da infraestrutura (e em apenas em alguns casos o são das benfeitorias). Mesmo que em certas empresas de menor porte os ativos sejam subvalorizados ou estimados a custo histórico, a mensagem da figura é um indício de que os riscos de GC aumentam com o tamanho e a complexidade das empresas, dado que é comum que elas registrem entre seus ativos bem não operacionais, de interesse fiscal ou urbano, mas que não têm relação direta com o fornecimento dos serviços de água e saneamento, bem como reservas para pagamento de encargos trabalhistas.

---

<sup>17</sup> Um estudo de custos da CRA (2007:174-186) de 96 ESP colombianas não conseguiu estabelecer economias de escala nem para os custos administrativos nem para os custos operacionais em relação ao número de usuários, exceto para as ESP de menor porte, nas quais os riscos de GC são menos relevantes. A descoberta da CRA contrasta com o estudo do Banco Mundial (Nauges e van den Berg, 2007) que identificou economias de escala num conjunto de 48 ESPAS da Colômbia, mas não nas do Brasil, medidas pela mudança no custo de energia, trabalho, serviços contratados e *diversos* em relação à mudança no volume de água produzida. O segundo estudo sugere a ideia de que os custos administrativos se elevam mais do que proporcionalmente ao porte da empresa, anulando a vantagem de menores custos unitários de serviço. Nenhum dos dois estudos tentou isolar os componentes de custo que poderiam ser atribuídos ao gasto não produtivo, ao gasto discricionário ou ao uso da empresa como guichê de gasto fiscal, todos esses riscos específicos de GC nas empresas de maior porte.

Figura 2



b) *Alta rotatividade dos diretores executivos e dos membros do conselho de administração*<sup>18</sup>

Até alguns anos atrás, essa era a realidade mais comum nas ESP dos países analisados neste trabalho. A alta rotatividade leva a que o desempenho das empresas não esteja alinhado com os incentivos dos agentes mencionados. Os agentes de confiança das empresas costumam ser mal remunerados em comparação com os padrões do mercado. Muitas vezes, o progresso de suas carreiras está ligado mais ao fato de que são membros de um movimento político do que a uma avaliação de desempenho dentro das empresas. Os curtos mandatos efetivos dos prefeitos enfatizam a necessidade de assegurar que a gestão das empresas se oriente para as prioridades do

<sup>18</sup> Diferentemente dos países analisados pelo autor, em geral, a estrutura organizacional das ESP no Brasil está consolidada em dois níveis: conselho de administração e diretoria executiva. Neste sentido, a tradução ao português tomou os termos originais em espanhol *Junta Directiva, Junta ou Directório* como sendo equivalente ao que conhecemos como conselho de administração ou simplesmente conselho. Da mesma forma, os termos originais em espanhol *alta administração, e administradores* equivalem ao que conhecemos como diretoria executiva ou simplesmente diretoria. Finalizando, o termo original em espanhol *gerente* equivale ao que denominamos no Brasil como o diretor presidente, diretor geral, presidente ou CEO em sua sigla em inglês. (N.do R.)

plano de governo, o que leva o poder político a nomear membros do conselho de administração, diretores, gerentes, e outros funcionários. A segunda coluna do Quadro 2 apresenta dados de 2009. Se o quadro tivesse sido feito com dados dos anos 1980 ou 1990, os mandatos dos prefeitos se apresentariam muito mais breves. Na Colômbia, as reformas constitucionais recentes aumentaram o mandato dos prefeitos para quatro anos, mas a rotatividade efetiva de diretores presidentes (CEO) costuma ser mais rápida, como indicam os coeficientes de variação do Quadro 2. Raramente o diretor presidente de uma ESP sobrevive ao mandato do prefeito que o nomeou, e não são raros os casos de prefeitos que nomeiam dois ou três presidentes durante seu mandato. A rotatividade entre os membros do conselho de administração é ainda mais rápida. No Peru, a composição do conselho de administração das ESP foi reformada por lei para introduzir maior estabilidade e capacidade de resposta aos interesses do desenvolvimento urbano, sendo que os membros são recomendados por associações profissionais e câmaras de comércio. Embora isso acrescente diversidade aos conselhos, não é óbvio que os conselheiros assim indicados não tenham conflitos de interesse potenciais. Em vários países, as ESP de grande porte ou submetidas à regulamentação dos mercados de valores adotaram em seus códigos de boa governança (CBG) critérios de independência para alguns membros do conselho de administração, independência entendida no sentido de ausência de interesses econômicos vinculados às empresas; no entanto, falta estabelecer critérios de independência política em relação aos prefeitos ou governadores. Ainda que seja legítima a aspiração dos governantes de encontrar conselheiros de plena confiança e que se compreenda o ânimo de evitar que os membros dos partidos políticos de oposição nos conselhos usem situações complexas de decisão para atacar e obstruir as administrações municipais, por outro lado seria muito conveniente que no âmbito dos conselhos das EPE também se incluíssem conselheiros capazes de exercer independência real de critério, não tolhida por motivações de solidariedade ou animosidade política, e que esses membros do conselho duplamente independentes tivessem uma continuidade, por exemplo, com períodos intercalados aos mandatos constitucionais dos prefeitos. Mas a não ser que esses critérios sejam adotados mediante normas externas às empresas (de cunho constitucional, jurídico ou regulamentar), a situação descrita será difícil de resolver.

## Quadro 2<sup>19</sup>

### Rotatividade de prefeitos e presidentes de ESP

País	Prefeitos**	Presidentes ESP			
		Empresa	Período	Média	Coef. Var.
Bolívia	5				
Brasil	4	SABESP	1973 - 2009	3,03	81%
Colômbia	4	AMB	1916 - 2009	5,83	77%
		Aguas de Manizales	1988 - 2007	2,18	37%
		EMPOPASTO	1991 - 2009	3,02	80%
Equador	4				
Peru	4				

Fonte: Relatórios das ESP, Wikipedia e constituição do Brasil

\* Anos no cargo.

\*\* No caso de prefeitos, refere-se ao período constitucional vigente em 2009.

#### *c) Redução do horizonte de planejamento e gestão em ESP de propriedade estatal majoritária*

Pode ocorrer que as empresas não encarem soluções de fundo quando implicam custos políticos, adiando-as até chegar ao limite de sustentabilidade da empresa. O caso da demora nos ajustes tarifários é bem conhecido. A tentativa de corrigi-los rápida ou drasticamente pode gerar dificuldades ainda maiores, ou conflitos de GC entre os proprietários estatais e os sócios privados. É preciso reconhecer que as ESP são empresas de verdade, que exigem uma direção e uma GC relativamente distante das administrações governamentais, e que não são dependências centralizadas dos governos. Quando as empresas são de propriedade total do Estado, pode-se ter a ilusão de que elas não quebrarão caso se tornem ilíquidas ou insolventes, devido à impressão de que o Estado sempre encontrará algum meio ou norma de emergência para evitar seu fechamento (“ilusão fiscal”). Se a estrutura de propriedade inclui acionistas minoritários que não têm interesses reais, mas são meros sócios estatais facilitadores, a situação é semelhante à anterior. Em algumas cidades ou regiões, esse risco não afetou de modo substantivo as ESP, graças a salvaguardas de cultura política, mas em geral a ausência de um sistema de freios e

<sup>19</sup> No caso da SABESP o autor se refere à rotatividade de governadores e não de prefeitos. (N.do.R.)

contrapesos na estrutura de propriedade e controle facilita o declínio e o eventual colapso da ESP.

*d) Fluxo e uso da informação para prevenir perdas residuais*

As ESP estatais proporcionam informação abundante destinada a atender às inúmeras exigências das instâncias de auditoria, supervisão e controle. No entanto, decisões importantes e informação relevante costumam passar despercebidas. Os problemas de agência não podem ser observados diretamente, devendo-se apelar para diversas fontes de informação para identificá-los e corrigi-los. A boa GC é um exercício de custo-benefício das ações para obter informação adequada sobre o comportamento dos agentes que controlam as empresas e usar essa informação com proveito. Os sistemas contábeis, de informação gerencial, a auditoria interna, a auditoria fiscal ou auditoria externa, as análises dos agentes avaliadores do risco creditício e outros são custos de agência. Estes custos de agência de magnitude controlada se justificam quando previnem perdas residuais para os principais e agentes, ou seja, fraude, apropriação de rendas

e benefícios privados de controle (expropriações, na linguagem de GC), e decisões sub-ótimas para a geração de valor empresarial. De outro modo não se justificam. Os diagnósticos de GC nas ESP devem medir se os órgãos internos são eficazes a partir da formulação de perguntas exigentes. Mais adiante neste documento, apresenta-se uma proposta de indicadores que sirvam para avaliar os resultados das práticas de GC, tanto para as empresas como para os grupos de

***Defasagem tarifária de oito anos***

*Entre 1994 e 2006 a inflação acumulada do Peru foi de 91 %. Nesse período, as ESPAS do país sofreram uma defasagem tarifária decorrente do fato de que as decisões tarifárias tinham que passar pela aprovação dos conselhos de administração e das assembleias controladas pelos prefeitos, os quais adiavam os reajustes tarifários para não incorrer em custos políticos.*

*Em 2006 o governo mudou a composição dos conselhos de administração e entregou a decisão tarifária das ESPAS a um agente regulador nacional (SUNASS), o qual aplica um procedimento público, com critérios técnicos baseados num “plano mestre otimizado” (PMO).*

*Das 40 ESPAS principais, 15 já têm PMO, com estudos de custos. A SUNASS espera que num período de cinco anos as empresas com mais de 40.000 conexões estejam formalizadas, cumpram com a norma e tenham tarifas atualizadas.*

*A defasagem das tarifas afetou a qualidade do serviço e os índices de água não faturada. O investimento fiscal nacional em infraestrutura sofre ante a frágil gestão da maioria das empresas. E não é fácil intervir nas empresas ilíquidas ou insolventes.*

interesse. De modo complementar, a HPAGC para avaliar a aplicação de práticas vai além de verificar ou questionar o cumprimento formal de ações de GC, mas procura atar os compromissos de plano de ação de GC aos resultados esperados.

É necessária uma relação harmoniosa entre a regulação, os acordos contratuais e a GC das ESP. A GC pode ter uma função construtiva se os marcos jurídicos e regulatórios e as instituições e os acordos contratuais básicos o permitirem. O Esquema 2 sugere que a GC por si só não pode compensar as falhas de mercado, as deficiências de regulação ou de política setorial, nem os efeitos da desinformação sobre o mercado de controle (o mercado das cotas de propriedade das empresas). O serviço público de água e saneamento tradicionalmente se inclina à politização e à aversão a pagar o custo total do fornecimento do serviço. É comum encontrar um acordo politicamente viável pelo qual se estabelecem tarifas precárias para financiar os investimentos (e, portanto o aumento da cobertura) que só ocasionalmente cobrem os custos de administração, operação e manutenção. Os consumidores se recusam a pagar mais porque a qualidade do serviço é ruim. Essa situação chama-se “equilíbrio de baixa qualidade” (Artana, Navajas e Urbiztondo, 1997; Acevedo e Dreikorn, 2006), no qual não há reposição de ativos. Isso pode ocorrer tanto nas EPE como nas administrações municipais que prestam o serviço diretamente.

---

### *A regulação, um caminho longo e sinuoso*

---

*Na Colômbia, a regulação com critérios modernos foi estabelecida com a Lei 142 de 1994. Uma primeira etapa (1995–2001) procurou a suficiência das empresas. A defasagem tarifária inicial era de 46 % em relação aos custos de referência nas 12 maiores cidades. O período de transição para chegar a tarifas que refletissem os custos foi ampliado até 2005. Havia um marco regulatório, mas não havia GC suficiente.*

---

*A segunda etapa (desde 2002) impulsionou a formação de preços com custos eficientes. Os custos das ESPAS só podem ser reconhecidos até os custos de referência do novo marco tarifário.*

---

*Separar as tarifas e os subsídios não foi fácil. A lei criou fundos de solidariedade para que os governos locais decidissem a magnitude dos subsídios para consumidores com menos recursos, e assumissem a carga fiscal correspondente. Em 2002, oito anos depois, cinco fundos operavam entre 1091 municípios; segundo a CRA (o regulador), apenas 6 % dos usuários residenciais podiam fazer contribuições e o déficit era de US\$ 217 milhões em 2001.*

A melhor GC não conseguirá que empresas com tarifas congeladas há anos gerem valor, nem que empresas expostas a mercados financeiros afetados por percepções de crises sistêmicas empreguem estruturas ótimas de capital, nem que empresas vulneráveis às prevenções e advertências de suas respectivas entidades territoriais proprietárias se integrem em mercados regionais para aperfeiçoar economias de escala. Nessa coordenação necessária das práticas de GC com ações de política, regulação e marcos jurídicos, é inevitável que os líderes atuem com uma dose de oportunismo e sagacidade. Por outro lado, se a GC se constrói com base numa estrutura de propriedade sem verdadeiros atores interessados, é provável que os incentivos atuem inversamente, e que os conselhos de administração e as diretorias executivas não busquem as correções necessárias para obter empresas eficientes e sustentáveis, mas ao contrário, uma gestão com dividendos políticos, mesmo que o marco regulatório tenha sido bem concebido. Em outras palavras, a relação harmoniosa entre regulação e GC exige consistência em ambos os domínios, porque nem a GC pode resolver defeitos de regulamentação, nem esta serve se não for bem aplicada na estrutura de poder das ESP. A GC, também, não deve se impor além das restrições contratuais da concessão, dos acordos de construir-operar-transferir e outros arranjos de investimento e operação. A margem de ação das agências reguladoras, por sua vez, é delimitada pela legislação.

## Esquema 2

### Alcance de GC nas ESP de água e saneamento



## PRINCÍPIOS APLICÁVEIS ÀS ESP DO ESTADO

No enfoque de GC, os resultados das ESP e EPE se expressam em termos de criação ou destruição de valor e de divisão de valor proporcionalmente à contribuição e ao risco assumido pelos provedores públicos e privados de capital.<sup>20</sup> Esses resultados derivam necessariamente de uma gestão na qual se aplicam boas e más práticas de GC. Assim, um diagnóstico adequado de GC de uma ESP privada ou de uma EPE analisará tanto os resultados como as práticas. O exame ordenado das práticas de GC adotadas pelas ESP é feito segundo critérios indicados pela OCDE (2004, 2005a) para as sociedades anônimas e para o caso especial das EPE. O Quadro 3 resume os dois conjuntos respectivos de princípios de GC. O enfoque da OCDE leva em conta os riscos (e as patologias) mais relevantes de GC segundo a estrutura de propriedade das empresas e as melhores respostas dadas pela teoria e a experiência. Os seis capítulos de princípios de GC expõem práticas recomendadas (32 para as sociedades anônimas e 30 para as EPE) que devem ser interpretadas e aplicadas à luz da legislação de sociedades e da regulação setorial em cada país. O importante dos princípios de GC é seu significado, não o apego à letra.

**Quadro 3**  
**Princípios de GC da OCDE**

<b>Sociedades anônimas<sup>21</sup></b>	<b>EPE</b>
<p>I. Assegurar o fundamento de um sistema<sup>22</sup> de GC eficaz</p> <p>O sistema de GC deve promover os mercados eficientes e transparentes, ser coerente com o primado da lei e articular de modo preciso a divisão de responsabilidades entre as diferentes autoridades de supervisão, regulação e política econômica.</p>	<p>I. Assegurar um marco jurídico e regulatório eficaz para as EPE</p> <p>O marco jurídico e regulatório para as EPE deve assegurar a equidade nos mercados em que as EPE e as empresas do setor privado competem para evitar distorções de mercado. Deve basear-se nos princípios de GC da OCDE e ser inteiramente compatível com eles.</p>

<sup>20</sup> A forma como uma ESP pode servir aos propósitos de política pública, e nesse sentido obter resultados, é independente da perspectiva de GC.

<sup>21</sup> Os princípios de GC se concentram nas sociedades anônimas cujas ações são transacionadas nos mercados públicos de valores e, por extensão, a todas as empresas emissoras de valores registradas nesses mercados, ainda que sejam de propriedade fechada. Os mesmos princípios também se aplicam conceitualmente às empresas cujo volume de operações e complexidade de linhas de negócio tenham dado lugar a uma separação significativa entre a propriedade e o controle e onde, portanto, se desenvolveram órgãos de governança diferenciados e tenha surgido a necessidade de freios e contrapesos.

<sup>22</sup> Preferiu-se traduzir o termo inglês *framework* por sistema, em lugar de marco de referência, para captar a ideia de um conjunto de princípios entrelaçados e coerentes, jurídicos e não jurídicos, que dão suporte e conduzem a uma finalidade.

## Princípios de GC da OCDE

<b>Sociedades anônimas<sup>21</sup></b>	<b>EPE</b>
<p><b>II. Os direitos dos acionistas e as funções-chave da propriedade</b></p> <p>O sistema de GC deve proteger e facilitar o exercício dos direitos dos acionistas.</p>	<p><b>II. O Estado como proprietário</b></p> <p>O Estado deve atuar como um proprietário informado e ativo e estabelecer uma política de propriedade clara e consistente que garanta que a governança das EPE se realize de modo transparente e responsável, com o grau necessário de profissionalismo e eficácia.</p>
<p><b>III. O tratamento equitativo dos acionistas</b></p> <p>O sistema de GC deve assegurar o tratamento equitativo de todos os acionistas, incluindo os minoritários e os estrangeiros. Todos os acionistas devem ter a oportunidade de obter reparação efetiva por violações de seus direitos.</p>	<p><b>III. O tratamento equitativo dos acionistas</b></p> <p>O Estado e as EPE devem reconhecer os direitos de todos os acionistas e, de acordo com os princípios de GC da OCDE, assegurar tratamento equitativo e acesso igual à informação da empresa.</p>
<p><b>IV. O papel dos grupos de interesse na GC</b></p> <p>O sistema de GC deve reconhecer os direitos dos grupos de interesse estabelecidos por lei ou acordos mútuos, e estimular a cooperação entre as sociedades anônimas e os grupos de interesse para criar riqueza, emprego e a sustentabilidade de empresas financeiramente sólidas.</p>	<p><b>IV. As relações com os grupos de interesse</b></p> <p>A política de propriedade do Estado deve reconhecer por completo a responsabilidade das EPE em relação aos grupos de interesse e exigir que elas informem sobre suas relações com esses grupos.</p>
<p><b>V. Divulgação e transparência</b></p> <p>O sistema de GC deve assegurar a divulgação oportuna e precisa de todos os aspectos materiais relativos à sociedade anônima, incluindo a situação financeira, o desempenho, a propriedade e a governança da empresa.</p>	<p><b>V. Transparência e divulgação</b></p> <p>As EPE devem observar elevados padrões de transparência, de acordo com os princípios de GC da OCDE.</p>
<p><b>VI. As responsabilidades do conselho de administração</b></p> <p>O sistema de GC deve assegurar a orientação estratégica da empresa, o monitoramento efetivo da administração por parte do conselho e a prestação de contas do conselho à empresa e aos acionistas.</p>	<p><b>VI. As responsabilidades dos conselhos de administração das EPE</b></p> <p>Os conselhos de administração das EPE devem ter a autoridade, a competência e a objetividade necessárias para levar a cabo suas funções de orientação estratégica e monitoramento da administração. Devem atuar com integridade e responder por sua atuação.</p>

Uma observação final desta seção. *A noção de governança corporativa difere da ideia de governabilidade*, de uso frequente em ciência política. As definições de governabilidade enfatizam a eficácia e a legitimidade.<sup>23</sup> A eficácia tem a ver com assegurar as condições políticas para fazer aprovar as normas que o governo considera necessárias e fazê-las cumprir por meio do aparato burocrático. A legitimidade se refere à aceitação das políticas públicas por parte dos setores da comunidade política, o que por sua vez envolve as noções políticas de representação, participação, diálogo e consenso. Nesse sentido, a governabilidade das instituições e das políticas de saneamento se referiria a seu grau de eficácia e legitimidade, isto é, que possam ser decididas e aplicadas sem colocar em crise o aparato do Estado no setor. O alcance geral dessa noção de governabilidade está relacionado apenas de modo tangencial ao conceito de GC.

Um enfoque semelhante e mais recente é a definição de governabilidade adotada pelo Banco Mundial. “A governabilidade consiste nas tradições e instituições pelas quais se exerce a autoridade num país. Isso inclui o processo pelo qual os governos são escolhidos, controlados e substituídos, a capacidade do Estado para formular e implementar políticas adequadas, e o respeito dos cidadãos e do Estado pelas instituições que regem as interações econômicas e sociais entre eles.”<sup>24</sup> O Banco Mundial associa governabilidade à luta contra a corrupção, entendida como o conjunto dos programas que “promovem a transparência da gestão das finanças públicas, reforçam a administração fiscal e alfandegária, melhoram o desempenho da administração pública, apoiam as reformas do sistema jurídico e judiciário, lutam contra a corrupção nas aquisições e permitem que os governos locais e centrais prestem serviços e regulem a economia de maneira mais eficaz”.<sup>25</sup> O Banco Mundial desenvolveu um conjunto de indicadores nacionais de governabilidade que atende a seis grandes aspectos: a) direito de voz e prestação de contas; b) estabilidade política e ausência de violência; c) eficácia do Estado; d) qualidade regulatória; e) Estado de direito (império da lei); e f) controle da corrupção. Pode-se cogitar que se um Estado tem boa governabilidade no sentido sugerido pelo Banco Mundial, é mais provável que suas EPE possam alcançar melhores padrões de governança corporativa. Mas

---

<sup>23</sup> Por exemplo: “A governabilidade é a qualidade própria de uma comunidade política segundo a qual suas instituições de governo atuam eficazmente dentro de seu espaço de um modo considerado legítimo pelos cidadãos, permitindo assim o livre exercício da vontade política do poder executivo mediante a obediência do povo”. (Arbós e Giner, 1993).

<sup>24</sup> Fonte: <http://info.worldbank.org/governance/wgi/index.asp>.

<sup>25</sup> Banco Mundial, “Gobernabilidad y lucha contra la corrupción”. Ver <http://go.worldbank.org/W172WJFIK0>.

não há garantia de que seja assim. Por isso, a proposta deste documento é diferenciar as noções de governabilidade e de governança corporativa: reservar a primeira para as instituições do Estado de modo geral e usar a segunda para as empresas que cumpram com os critérios de grande porte, complexidade em suas linhas de negócios e separação entre propriedade e controle, de modo a que se exponham a riscos de GC e custos de agência controláveis mediante práticas apropriadas.

## 2. ANÁLISE DE EXPERIÊNCIAS

A presente seção refere-se a casos de implementação de boas práticas de GC em algumas operações do BID na região andina e no Brasil, com vistas a examinar se os temas recorrentes e de maior impacto nessas experiências são consistentes com o quadro analítico da seção anterior. Seu objetivo é enfatizar os componentes essenciais de um plano de implementação de GC em ESP, dos mecanismos de acompanhamento, monitoramento e apresentação de resultados, assim como das dificuldades e dos riscos da implementação de planos de GC. A avaliação apoia-se nas oficinas realizadas durante a consultoria, nas entrevistas com diretores e atores relevantes do setor e na revisão de documentos das páginas web e outras informações de domínio público. O autor tem conhecimento direto de vários destes casos, mas não se registrou aqui informação confidencial das empresas.

### COLÔMBIA: A EVOLUÇÃO DAS EPM

Recentemente, o BID levou adiante seis projetos em apoio ao setor de água e saneamento da Colômbia.<sup>26</sup> Possivelmente, as Empresas Públicas de Medellín (EPM) sejam o caso de GC de maior interesse no país, devido ao porte da empresa, o volume de recursos envolvidos no projeto, a existência de uma rede de investimentos em sociedades, o grau de compromisso dos proprietários e administradores da empresa para avançar em GC, a duração do acompanhamento do processo, e porque os avanços graduais de GC ocorreram sem mudanças na regulação, nos acordos contratuais nem na natureza jurídica. Por esse motivo, consideraremos com mais detalhes o caso de GC da EPM.

A EPM é uma empresa industrial e comercial de propriedade do município de Medellín, capital do Departamento de Antioquia. Foi criada em 1955 quando os principais serviços públicos de então se separaram da administração direta do município. O negócio de telecomunicações cindiu-se em 2006, sendo que a EPM conserva dois grandes grupos estratégicos de negócios – água e energia –, cujo mercado natural é o Vale de Aburrá, território que inclui Medellín e nove municípios vizinhos, com uma população de 3,3 milhões de

---

<sup>26</sup> Os projetos CO-L 1006 (Aguas de Manizales); CO-L 1028 (EMPOPASTO); CO-L 1034 (Rio Medellín); CO-L 1066 (Reforma do setor saneamento); CO-L 0270 (Reforma do Setor Público) e CO-L 1005 (Porce III).

habitantes. Presta também serviço de energia para nove municípios vizinhos às centrais hidrelétricas da empresa. Em 2007, a EPM absorveu a Empresa Antioquense de Energia, convertendo-se no provedor desse serviço para mais 101 municípios do departamento. A EPM é a matriz de um grupo empresarial que controla 14 companhias e tem participação acionária em outras oito, nos setores de telecomunicações, energia, gás e águas. Está presente em algumas regiões da Colômbia e começou a incursionar em mercados internacionais com vendas de energia em bloco, serviços de operação e engenharia e investimento direto. A cobertura urbana de energia é de 99,99 %, de água potável 100 %, de esgoto 95,49 % e de gás residencial 77 %. Produz 306 milhões de metros cúbicos de água potável por ano em 11 estações de tratamento; distribui água encanada a 874.000 usuários. Em energia, dispõe de 29 centrais de geração (27 hidráulicas) e participa com 20 % das vendas totais de energia elétrica da Colômbia. A cobertura do serviço de energia é de quase 100 % na área metropolitana de Medellín, 98 % nas zonas urbanas de outros municípios e 80 % na área rural dos mesmos. A EPM é também distribuidora de gás natural para 309.000 usuários. A MEGA (“meta grande e ambiciosa”) do Grupo EPM para 2015 é faturar US\$ 5 bilhões, com uma participação razoável de vendas no exterior da Colômbia, o que requer um crescimento sustentado, já que as vendas totais de 2007 foram de US\$ 1,5 bilhão. Entre 2005 e 2009, o grande investimento em geração hidrelétrica foi o Projeto Porce III, no valor de US\$ 1,1 bilhão, financiado por um empréstimo do BID de US\$ 200 milhões. Trata-se do desenvolvimento continuado da maior força competitiva da EPM que é o potencial de geração hidrelétrica da montanha antioquense. A empresa tem limitações de crescimento em distribuição de energia devido à posição dominante que alcançou em vários mercados. O próximo maior investimento em águas é a estação de tratamento de Bello, financiada por um crédito do BID de US\$ 450 milhões, ou 74 % do valor do investimento. No setor de águas o crescimento deve se dar mediante a expansão do sistema para o mercado do oriente antioquense e o investimento como sócio ou operadora nas Empresas Regionais de Águas da Colômbia.

## Quadro 4

**EPM - INDICADORES FINANCEIROS 2006 - 2007**  
Valores em bilhões de pesos colombianos

	Rentabilidade e patrimônio		LAJIDA		Margem LAJIDA		Capital empregado	
	2007	2006	2007	2006	2007	2006	2007	2006
	%	%			%	%		
Águas	9,0	12,0	307,9	296,1	54,7	58,3	2068,8	1.598,1
Energia	9,5	8,7	1.098,7	1.031,0	41,9	46,5	8.198,6	6.138,9
Geração	10,1	9,3	723,2	681,9	51,1	58,3	4.855,4	3.657,2
Distribuição	8,7	7,4	352,1	326,8	27,4	29,1	2.933,3	2.202,5
Gás	3,6	11,5	23,4	22,3	11,0	11,1	409,9	279,3
<b>Total EPM</b>	<b>9,4</b>	<b>8,9</b>	<b>1.406,7</b>	<b>1.528,5</b>	<b>44,7</b>	<b>50,1</b>	<b>\$10.267,4*</b>	<b>\$7.737,1*</b>

\*Os valores consolidados são \$10.026,8 e \$9.776,11, respectivamente.

O Quadro 4 mostra que a EPM gera um rendimento econômico moderado e liquidez em todos os seus negócios estratégicos. No plano agregado, não há indícios de que alguns negócios forneçam fundos para outros. Se a estrutura tarifária atual for acessível para os usuários e rentável para a empresa, deduz-se que os grupos de interesse de usuários e trabalhadores não apresentam conflitos especiais de GC. O Quadro 4 mostra também que o porte do negócio de energia equivale a cerca de quatro vezes o de águas, tanto em lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização (LAJIDA) quanto em capital empregado. Ambos os negócios preveem investimentos futuros importantes que o município de Medellín não financiará com capital novo e ambos têm capacidade de endividamento em longo prazo. Por isso, o interesse central da EPM em GC concentra-se em manter excelentes qualificações como tomador de crédito e emissor de obrigações de longo prazo em moeda local e estrangeira.

As práticas de GC da EPM evoluíram significativamente entre 2001 e 2008. O trabalho formal nesse sentido começou em 2001, quando a Superintendência de Valores exigiu dos emitentes de obrigações a adoção de códigos de “bom governo” (res. 275/01) como condição para que seus títulos pudessem ser adquiridos pelos fundos de pensão.<sup>27</sup> Com um nível de

---

<sup>27</sup> A resolução 275/01 foi a primeira norma colombiana destinada a induzir práticas de GC. Foi contudo uma norma imprecisa quanto aos padrões que os códigos de bom governo deviam levar em consideração; como resultado, a maioria dos códigos adotados pelos emitentes se limitou a repetir a lei societária. Tentativas para introduzir reformas jurídicas de maior significado nos anos seguintes fracassaram no congresso. A Lei 964 de 1995 foi o avanço subsequente que serviu de base à recomendação de um “código país” de GC, acordado entre a Superintendência Financeira e as associações empresariais em 2007. As práticas desse “código país” são em geral mais brandas que as dos princípios de GC da OCDE, e sua adoção é basicamente voluntária, com uma sugestão aos emitentes para que respondam anualmente a uma pesquisa em que informam sobre o cumprimento das recomendações.

endividamento de 26 % para a época e uma participação ativa no mercado interno de capitais por razões de custo, prazo e risco, como emitente a EPM lançou o primeiro código de bom governo (CBG, Decreto 273/01 [dez.] JD), que incluía artigos sobre a história da empresa e descrições do que fazia em matéria organizacional. O objetivo era cumprir uma nova exigência. O CBG, porém, não tinha a estabilidade de uma norma estatutária, exigida por autoridade regulatória.

O conselho de administração lançou, então, baseado num conceito da Superintendência de Valores, um “estatuto de governabilidade corporativa” (Decreto 179/02 [sep.] JD), que constituía um compromisso unilateral da EPM perante todos os detentores de títulos de dívida pública interna emitidos e colocados pela empresa, incorporável aos respectivos contratos com os representantes legais dos detentores de títulos. As obrigações assumidas pela EPM referiam-se principalmente a práticas de redução das assimetrias de informação para com os investidores em valores da empresa: divulgação das demonstrações financeiras, auditorias externas especiais quando solicitadas, revisão anual da qualificação de riscos por uma agência independente, reuniões informativas com investidores, entre outras.

Em 2003, o relatório da empresa classificadora de risco Duff & Phelps levantou preocupações com relação à GC da EPM com base em decisões do conselho de administração sobre a relação da empresa com a administração do município de Medellín que poderiam indicar maior risco político, tais como a porcentagem de “transferências” (dividendos) pagas sobre o lucro e a cessão do edifício da sede da EPM ao município em 2002.

As equipes de avaliação do BID, que vinham preparando a operação de crédito Porce III, consideraram importante também deixar assinalado, nos termos a seguir, o risco de governança corporativa que seria necessário mitigar para que a operação fosse aprovada:

“2.9 O município de Medellín é dono da EEPPM, em função do que esta transfere<sup>28</sup> 30 % de seus lucros exclusivamente para investimento social e pagamento da iluminação pública. Em 2003, essa transferência foi da ordem de US\$50 milhões. Um dos pilares estratégicos do desenvolvimento empresarial da EEPPM deve ser seu fortalecimento com medidas que a protejam de influências políticas nocivas provenientes do conselho municipal<sup>29</sup> ou da prefeitura e

---

<sup>28</sup> Acordo Municipal nº 069 de 1997. Nota de rodapé nº 2 no texto citado.

<sup>29</sup> Poder Legislativo Municipal, equivalente às Câmaras Municipais no Brasil. (N.do R.)

que orientem seu crescimento mediante metas claramente definidas. A fim de garantir que, em longo prazo, as futuras administrações encaminhem suas ações para o cumprimento dos preceitos de rentabilidade empresarial, é de importância vital a elaboração, implementação e formalização de políticas claras de boa governança corporativa que permitam e perpetuem no longo prazo uma maior transparência, tanto na relação empresa-município, como no interior da própria empresa em cada um de seus processos<sup>30</sup>.”

A empresa lançou então um novo CBG (Decreto 204/05 [jan.] JD). Tratava-se, na verdade, de uma compilação normativa de leis, acordos do conselho municipal e regras internas já divulgadas, e, portanto, continha de tudo, de planejamento estratégico e gestão de recursos humanos a responsabilidade social, de gestão da qualidade a política ambiental, além de algumas práticas de GC. Mas não havia ainda um exercício de análise das contradições e conflitos de GC provenientes dessas mesmas normas, como, por exemplo, um conselho de administração que podia decidir investir, mas não desinvestir, ou a ambivalência de exigir e prestar contas a si mesmo. Havia, sobretudo, a anotação mencionada com relação à variabilidade dos dividendos para o município de Medellín, dada a estrutura de propriedade e controle da EPM.

Em maio de 2005, realizou-se uma ampla consultoria de governança corporativa da EPM por parte da firma IAAG. A partir de então, a EPM reorientou seus esforços de desenvolvimento da governança corporativa no sentido de aproximar-se gradual e progressivamente dos padrões internacionais de melhores práticas. O contrato de empréstimo do BID 1664/OC-CO de dezembro de 2005 incluiu um componente de desenvolvimento corporativo, estabeleceu como parte das condições especiais de execução a apresentação de um relatório anual sobre o progresso na implantação das medidas de desenvolvimento corporativo e os resultados da avaliação externa e pediu um plano de atividades para o primeiro ano de vigência do crédito como requisito para o primeiro desembolso. A empresa preparou um plano de amplo alcance (janeiro de 2006), que incluiria reforma de estatutos, convênio marco entre o município e a empresa, regulamento do conselho de administração e adoção de práticas e de um novo CBG. A execução do plano só seria possível a partir de um apoio importante da prefeitura de Medellín,

---

<sup>30</sup> Citação retirada de Proyecto Central Hidroeléctrica Porce III. Documento Conceptual de Proyecto 09-jul-2004, página 4. Publicado no site do BID, em cumprimento à política de transparência que prescreve a publicação dos documentos relativos às operações de crédito quando elas são aprovadas.  
<http://www.iadb.org/projects/project.cfm?id=CO-L1005&lang=es>

do conselho de administração e da diretoria da empresa, mas requeria, além disso, uma resposta política correspondente do conselho municipal de Medellín.

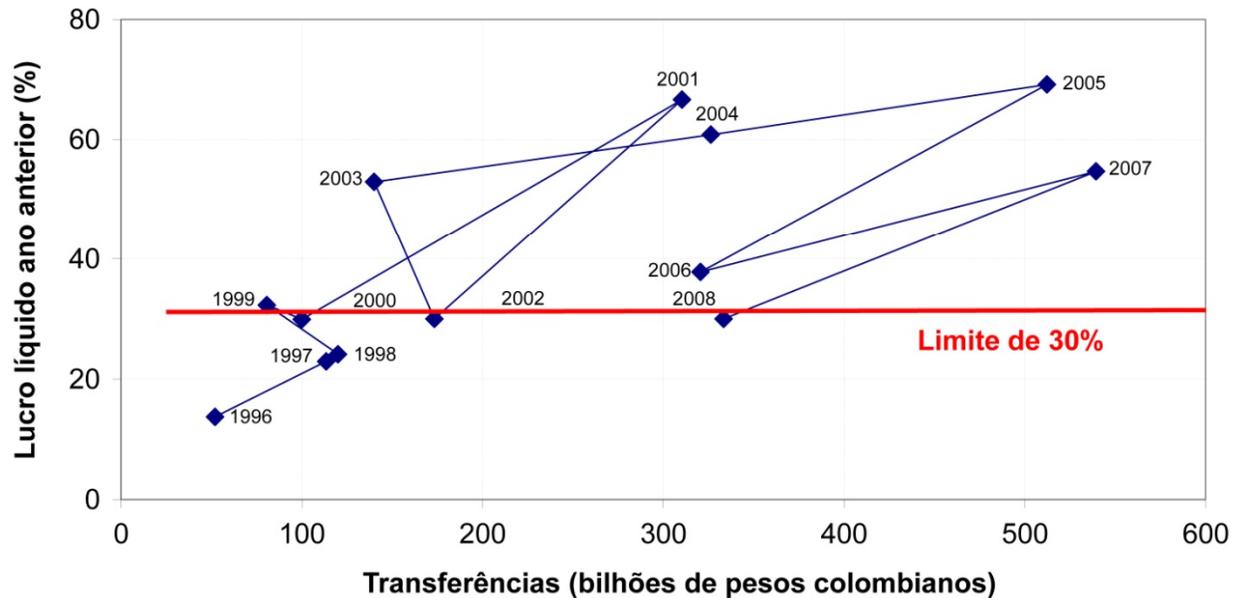
A empresa preparou planos de ação de GC respectivamente para 2006 e 2007. Os estatutos não foram submetidos à reforma perante o conselho de Medellín em 2006 em deferência ao ambiente político local em relação à EPM; não o foram tampouco em 2007, ano de eleição de prefeitos, nem em 2008. Mas a prefeitura apoiou ações que começaram a produzir uma mudança na GC e na política de propriedade do município em relação à empresa. O convênio marco de governabilidade entre o município e a empresa (abril de 2007) demonstrou ser um instrumento de grande importância política, com um conjunto de compromissos ostensivos e valiosos do município voltados a não tirar vantagem da empresa, e da EPM orientados para o desempenho e a geração de rendimentos econômicos para o proprietário, embora com a limitação de não ser vinculante para as partes, isto é, o convênio marco será cumprido “sujeito à convicção das partes em relação aos princípios que o inspiram e a conveniência das disposições nele contidas como práticas eficazes de governabilidade corporativa” (seção 3.1). A maior pretensão do convenio marco é, assim, a de converter-se num exercício pedagógico que busca transformar os cidadãos nos defensores de um esquema de relações transparentes entre o município e a empresa. O CBG versão 2007 (Decreto 237/07 [out.] JD) apresenta maior unidade de conceitos de governança corporativa e um certo desenvolvimento de três temas: a relação com a propriedade da empresa, o conselho de administração como órgão de governo e a divulgação de informação. Os ajustes ao regulamento do conselho de administração demonstram também mais simplicidade e consistência. Não obstante, as normas externas que restringem o desenvolvimento empresarial da EPM não foram tocadas: por exemplo, o conselho de administração atua às vezes como conselho, às vezes como assembleia, e não presta contas ao prefeito porque ele é membro do conselho de administração, mas quem presta contas é o diretor presidente perante um conselho que compartilha a administração. Um avanço importante de GC levado a cabo pela EPM é sua página web, com informação para o mercado atualizada, completa, relevante, de padrão destacado, em comparação com a maioria das sociedades anônimas e empresas colombianas emissoras de valores, e comparável às boas páginas web internacionais; a empresa preparou relatórios anuais de GC e se submeteu a auditorias de cumprimento de seus planos de ação anuais em GC. A EPM se preparou para republicar suas demonstrações financeiras nos termos das normas internacionais

de informações financeiras (NIIF), mas provavelmente não o fará até que seja obrigação legal formal na Colômbia.

Quanto à realidade da contraprestação entre a empresa e seu proprietário, a figura a seguir indica que o município de Medellín não observou um padrão estável de decisões em matéria de distribuição de lucros. A Figura 3 indica que entre transferências (dividendos) ordinárias e extraordinárias se determinam proporções muito variáveis dos lucros anuais (entre 30 % e 70 %), em especial em anos de maior importância política. Para a EPM, a obrigação de contribuir de modo significativo para o financiamento do Plano de Desenvolvimento do Município é uma determinação política do proprietário. Isso cria a necessidade de empreender apenas projetos com valor presente líquido (VPL) positivo, analisar as áreas de baixa rentabilidade, incentivar uma gestão financeira ativa que permita a alimentação contínua do plano de investimentos da empresa, e liberar fluxos de caixa suficientes para garantir tanto o serviço da dívida como o pagamento dos dividendos ao município. A distribuição de dividendos supõe que a empresa é capaz de criar valor de modo sustentável, ou seja, é capaz de pagar o custo da dívida e remunerar os proprietários para que cubram com folga seu próprio custo de capital. O custo da dívida pública do município pode ser superior ou comparável à rentabilidade da empresa. Como resultado, para o município é fundamental que gere valor econômico que possa ser distribuído, assim como conservar o controle (no sentido de maioria decisória) do conselho de administração para que suas decisões sejam sempre consistentes com os orçamentos municipais. As necessidades fiscais projetadas do município poderão levar no futuro a considerar vias para otimizar o padrão de estrutura de capital da empresa e melhorar seu rendimento econômico; para isso, cedo ou tarde a EPM terá que assumir uma natureza jurídica societária, mesmo que continue sendo EPE. À medida que o crescimento dos mercados do Grupo EPM se transfira para outras regiões e para mercados no exterior e que os lucros e o LAJIDA se originem cada vez mais nessas áreas, a importância do papel de proprietário será maior para o município do que o papel de tutor da qualidade dos serviços públicos em sua circunscrição. Nesse sentido, pode haver uma convergência de interesses com os outros provedores da estrutura de capital da empresa.

Figura 3

**EPM: Transferências (dividendos) ao município de Medellín  
1996–2008**



Em resumo, a evolução da EPM, com quatro códigos de GC adotados entre 2001 e 2007, confirma que nesse aspecto são muito mais importantes o processo, a aprendizagem e o sentido de direção do que a pretensão de permanência de qualquer código ou conjunto de normas. A empresa teve que se mover entre os imperativos e os conflitos políticos de um município contrário a que sua principal instituição adotasse a forma societária, e portanto propenso a impor práticas não comerciais, de um lado, enquanto que, de outro, teve que responder como emitente e devedor às expectativas dos agentes dos mercados de capital doméstico e internacional, adotando os comportamentos que lhe permitiram manter suas classificações de risco e uma reputação de primeira ordem. Seu convênio marco é uma inovação de GC, de alcance quase equivalente às declarações de acionista majoritário, que talvez possa revestir-se de poder vinculante num futuro próximo.

Além do caso de Medellín, o BID tem uma ampla experiência com o financiamento das ESP da Colômbia com projetos terminados, reestruturados ou em curso em ESP de Manizales, Pereira, Bucaramanga, Cartagena, Barranquilla e Cali ao longo de vários decênios, assim como projetos de apoio a reformas setoriais em água e saneamento. Não se trata aqui de resumir cada

um dos casos e das lições aprendidas. Com frequência, a apresentação de projetos para financiamento multilateral é uma oportunidade para revisar a fundo o funcionamento, a gestão e as estruturas das empresas, assim como a evolução dos marcos regulatórios, da arquitetura institucional e dos acordos contratuais. A análise desses casos sugere que há maior probabilidade de alcançar os resultados esperados quando há por parte dos municípios proprietários vontade política suficiente para empreender reformas substantivas, não só formais, do GC das ESP. Nas EPE, essa vontade política surge naturalmente com a iminência de uma crise, de uma mudança maior na estrutura de propriedade, de um projeto de investimento importante que requeira financiamento, ou no começo dos mandatos dos prefeitos; nos demais casos, é mais provável que as reformas à GC sejam de menor alcance ou não ocorram. Várias empresas aprenderam que a adoção de práticas de GC, por mais difícil que possa parecer inicialmente, converte-se numa boa proteção contra pressões políticas. As ESP têm pouco poder para preservar sua autonomia empresarial em face dos prefeitos, que normalmente nomeiam os membros do conselho de administração e das diretorias executivas. Os prefeitos devem aprender como compatibilizar o cumprimento de seus programas eleitorais com a preservação do patrimônio público investido nas empresas e na infraestrutura dedicada a água e saneamento. Uma tendência recente que veio reforçar a consolidação de estruturas mais eficientes de operações de água e saneamento são os planos departamentais<sup>31</sup> apoiados pelo governo colombiano com recursos fiscais (documento CONPES 3463 de 2007) orientados a que o serviço para grupos de pequenos municípios vizinhos seja fornecido por empresas com maiores níveis de eficiência e economias de escala do que os que podem ser alcançados isoladamente. Essa iniciativa representaria uma mudança importante, pois permitiria aos pequenos municípios associados reduzir de modo apreciável os riscos de GC a que estão expostos devido à politização local do serviço. No outro extremo, há ainda no país 676 municípios que nem sequer constituíram uma ESP local.

Na Colômbia, a Sociedad de Acueducto, Alcantarillado y Aseo de Barranquilla (AAA) é uma das duas empresas desse tipo na América Latina que são ativas internacionalmente. Opera na Colômbia, Equador e República Dominicana. Não tem capacidade de aumentar significativamente a quantidade de capital local. Cerca de 60 % do capital da AAA vem da Canal

---

<sup>31</sup> A Colômbia não é uma federação como o Brasil, Os departamentos são unidades administrativas territoriais. (N.do R.)

Isabel II, uma operadora pública espanhola (Lobina e Hall, 2007). Há quatro empresas prestadoras de serviço público de redes de água e esgoto na Colômbia inscritas na bolsa de valores local: AAA; EAAB, Empresa de Acueducto y Alcantarillado de Bogotá; EMC, Empresas Municipales de Cali e EPM. Na Colômbia, há operadoras privadas locais e multinacionais. EAAB, EPM e Aguas de Manizales, que são propriedade dos municípios, estão tratando de expandir seus mercados. A EPM, junto com o Fundo de Empleados da EPM, geriu por um tempo um contrato de administração em Bogotá e mostrou interesse em trabalhar no Peru (Lobina e Hall, 2007). O processo de transformação jurídica para empresas de água e saneamento na Colômbia foi muito lento, conforme indicado acima. A grande maioria das ESP está longe do mercado de capitais e é financiada apenas dentro dos circuitos e linhas de crédito e de orçamentos oficiais.

Nas oficinas realizadas para o presente trabalho, houve consenso em que o progresso para uma boa GC é factível, requer continuidade, deve ser em geral um processo gradual, por etapas, e que, na medida do possível, comprometa efetivamente as forças ativas interessadas na prestação adequada dos serviços. Na Colômbia, o Conselho Nacional de Política Econômica e Social (documento CONPES 3384 de 2005) recomendou esse enfoque nas práticas de GC. Essas diretrizes de política visam principalmente as ESP com participação acionária majoritária do Estado colombiano. Por exemplo, na composição dos conselhos de administração, podem ser incluídas nas listas de candidatos pessoas propostas pelas câmaras de comércio, universidades, agremiações. Mas um problema a resolver é que, enquanto não existirem aportes efetivos ao capital das empresas, tanto essas formas de representação nos conselhos como as dos vogais de controle dos comitês de usuários dificilmente serão afetadas pelos resultados; ou seja, não é fácil resolver o problema de apatia nos mecanismos de ação coletiva. Os prefeitos devem reconhecer que não atuam como donos permanentes das empresas, mas como custodiantes ou delegados dos cidadãos durante seu mandato.

No que diz respeito à disciplina financeira, é muitas vezes sensível para os administradores a questão da criação ou destruição de valor econômico por parte de cada ESP na qual se realiza um diagnóstico de GC. Quando as ações de uma ESP são transacionadas em bolsa, o valor econômico agregado—EVA (*Economic Value Added*), o delta EVA e outros indicadores semelhantes, além daqueles que relacionam o valor nos balanços com o preço de mercado, costumam ser considerados informação confidencial. É comum que esses indicadores

não apresentem resultados positivos. Várias empresas disseram que os inúmeros ativos de infraestrutura para água e saneamento tornam muito difícil obter rentabilidade superior ao custo de capital. No entanto, é possível que um EVA inferior a zero seja produto de diversos fenômenos, alguns dos quais podem estar associados a decisões atuais ou históricas das empresas (infraestrutura superdimensionada, tarifas defasadas, contratação sub-ótima de obras, alto custo de mão-de-obra e de prestação de serviços, inclusão de gastos não relacionados com o objeto social, projetos mal avaliados), enquanto em outros casos um EVA negativo pode ser em parte imputado a deficiências do plano contábil, do marco regulatório ou do impacto da legislação tributária sobre os ativos de infraestrutura. O certo é que o progresso na direção da criação de valor econômico é um dos esforços mais difíceis e prolongados que a administração de uma ESP pode empreender; nesse campo, os resultados não são alcançados rapidamente, a não ser com decisões radicais que desafiem a estrutura de poder das empresas. É preciso tenacidade, firmeza e paciência, tanto entre os proprietários como nos conselhos de administração e nas diretorias executivas.

Entre as conclusões da revisão de experiências colombianas de GC foram propostas as seguintes: a) nem os esquemas regulatórios, nem os de GC devem ser transplantados sem ter em conta as condições locais de capital cívico<sup>32</sup>; b) as mudanças iniciais de GC devem ser factíveis, de modo a não se exporem a bloqueio por parte de coalizões existentes; c) é preciso ter em conta a conveniência de induzir mudanças simultâneas de GC nas ESP e em instituições complementares; d) é importante buscar estruturas de GC que se baseiem no alinhamento de incentivos entre sócios, com algum componente de participação do setor privado e um contrapeso cívico para a defesa do interesse público; e) uma combinação ou “pacote” que inclua regulação de alta potência, propriedade privada ou mista da ESP e GC adequada aos requisitos dos mercados públicos de valores funcionaria melhor nas situações em que haja um alto capital cívico, usuários exigentes sobre a qualidade dos serviços e dispostos a pagar por ele, e um bom ordenamento fiscal.

---

<sup>32</sup> As capacidades cívicas coletivas de uma comunidade. (N.do R.)

## PERU: AUMENTAR A SUSTENTABILIDADE EM 50 ESP

Em 2007, o BID concedeu o empréstimo programático PE-L 1025 no valor de US\$ 200 milhões para financiar a reforma do setor de saneamento, com cofinanciamento da agência de cooperação alemã (KfW) de US\$ 25 milhões. O objetivo era melhorar os resultados pouco satisfatórios das ESPAS (Quadro 5). Os serviços de água e saneamento do Peru eram tradicionalmente responsabilidade do governo nacional. As ESPAS eram, então, “filhas de ninguém”, e deviam obedecer a vários senhores. Nos anos 1990, a gestão foi passada para as municipalidades, a política setorial passou para a responsabilidade do ministério da Habitação, Construção e Saneamento, e a regulação econômica e da qualidade do serviço ficou como responsabilidade da Superintendência Nacional de Água e Serviços de Saneamento (SUNASS). A maior ESPAS é o Servicio de Agua Potable y Alcantarillado de Lima (Sedapal). A seguir vêm 45 ESPAS (reconhecidas) que atendem cidades medianas com mais de 30.000 habitantes. Nos povoados menores há serviços adstritos às municipalidades e nas localidades com menos de 2.000 habitantes predominam as juntas administradoras.

### Quadro 5

#### Peru - Indicadores de desempenho de ESPAS

Indicador*	2000	2003	2006	ODM**
Cobertura água potável (%)	82,4	83,6	82,8	91,2
Cobertura esgotos (%)	73,8	75,3	75,0	86,9
Cobertura tratamento (%)	16,9	22,9	23,7	58,5
Continuidade do serviço (hrs./d)	16,0	18,2	19,2	20,0
Água não contabilizada (%)	46,4	45,5	42,9	n.a
Micro-medição (%)	48,3	53,9	49,3	n.a

(\*) Dados da SUNASS.

(\*\*) Investimento em saneamento para alcançar ODM: US\$4,1 bilhões (DNS)

O empréstimo programático incluiu a formulação de um plano de dez anos até 2015 para universalizar o serviço de forma eficiente e sustentável, uma ampla reforma no marco jurídico, regulatório, tarifário, contratual e de planos mestres das ESPAS, e três medidas que tiveram impacto na sua GC: a reestruturação de seus passivos com o Fundo Nacional de Habitação, a autorização para que a SUNASS estabelecesse as tarifas dos serviços, incluindo tarifas diferenciadas por consumo, e a recomposição dos conselhos de administração das empresas com

a inclusão de membros da sociedade civil e dos governos regionais. O programa todo depende em grande medida do êxito na elevação da qualidade da gestão das empresas, daí a importância dedicada às práticas de governança corporativa, à sustentabilidade do serviço e à viabilidade financeira, e à participação do setor privado nas 13 ESPAS de maior tamanho (que atendem a 5,5 milhões de habitantes).<sup>33</sup> O plano identificou 14 grandes problemas nos âmbitos normativo e institucional do setor de água e saneamento: de planejamento e orçamento; de acordos contratuais entre os municípios e as empresas; de governança corporativa e de capacidade gerencial e administrativa. Do ponto de vista de GC, dois problemas em especial criavam sérias dificuldades: a ausência de definição de direitos e obrigações entre o prestador e os municípios, ou seja, a ausência de uma clara política de propriedade por parte dos municípios, e a ingerência dos poderes políticos na gestão das ESP, ou seja, “elevados índices de rotatividade gerencial, um horizonte de decisão de curto prazo, sem planificação estratégica e com limitado critério empresarial”.<sup>34</sup> A classificação de desempenho de 50 ESP realizado pela SUNASS em 2007 apresentou os seguintes resultados: três firmas com pontuação A, 28 com B, 18 com C e uma com D.

O ministério da Habitação, Construção e Saneamento lançou o “modelo de contrato de exploração” (res. min. 425/2007) entre as ESP e as municipalidades. Alguns aspectos de interesse desse modelo são os seguintes:

- a) As ESP contratistas são sociedades anônimas, regidas pela lei geral de sociedades, sejam elas públicas, privadas ou mistas. Em quase todos os casos, as municipalidades receberam do organismo nacional SENAPA as ações das ESP; quando havia vários municípios para uma só empresa a propriedade foi distribuída em proporção à população. As ações dos municípios não são transferíveis.
- b) As empresas aplicam as tarifas definidas pela SUNASS, com base no respectivo Plano Mestre Otimizado (PMO) de cada empresa (programa de investimentos e fluxos de caixa de 30 anos), com a intenção aparente de impedir que as EPE controladas pelos municípios

---

<sup>33</sup> As autoridades peruanas consideram que o setor privado pode contribuir para elevar a qualidade da gestão sem necessariamente aportar investimentos. Reconhecem, contudo, que iniciativas desse tipo despertam desconfiança na opinião pública, sobretudo nas províncias.

<sup>34</sup> Ver BID, 2007.

congelem tarifas e terminem destruindo a viabilidade financeira da empresa; na prática, a restrição a esse modelo de autossuficiência financeira de longo prazo está na existência e qualidade dos PMO. Em 2008, entre as 50 ESP reconhecidas pela SUNASS, havia 15 PMO com fórmula tarifária, e planos próximos para os PMO de outras 16 empresas.

c) O contrato de exploração define para as ESP múltiplas obrigações de cumprimento de normas externas econômicas, técnicas, jurídicas, ambientais e sociais, mas esse modelo de gestão tem um viés paternalista, pois subtrai as responsabilidades econômicas centrais do conselho de administração e da diretoria executiva e as transfere para a SUNASS ou outros organismos nacionais. O mesmo ocorre com as tarifas: para assegurar a sustentabilidade e a capacidade de cobrir o custo de capital, a SUNASS executa análises financeiras e de capacidade de investimento e endividamento e opina sobre operações de crédito externo para as ESP. Assim também com os salários, aprovados pelo ministério de Economia e Finanças, que costumam ser muito pouco competitivos, fazendo com que os bons quadros gerenciais tendam a sair logo das ESP.

d) O modelo de contrato de exploração consagra princípios de transparência, autonomia da gestão, sustentabilidade empresarial e de outros tipos, eficiência, produtividade, boa governança corporativa, prestação de contas, democracia participativa, integração, cumprimento das normas, responsabilidade social empresarial e independência no manejo de recursos econômicos e financeiros entre ESP e municipalidades, princípios que são em grande parte declarações de intenções.

e) Na opinião das autoridades nacionais, a maioria das ESP não é sustentável: o investimento que fazem é subsidiado pelo Estado mediante o programa “Água para Todos”. A cooperação técnica do KfW apoiou projetos de melhoria da gestão para que as empresas tenham fluxos de caixa operacionais positivos num contexto difícil. Por exemplo, o modelo de contrato proíbe a chamada interferência ou intromissão política na gestão das empresas e cria mecanismos para obter reparação caso as municipalidades infrinjam esse mandato. O governo nacional reformou a composição e o período dos membros do conselho de administração das ESP (decreto 0010/07): agora, são cinco membros, incluindo dois representantes dos municípios, um do governo regional, um das câmaras de comércio e um dos colégios profissionais, e mandato de três anos, com direito a reeleição. Ainda assim, os

prefeitos e vereadores têm grande influência nas decisões dos conselhos. Vários desses princípios contribuem para a possibilidade de criar uma estrutura de poder que evite os maiores riscos de GC para as empresas que são propriedade do Estado.

f) Apesar de representar uma mudança significativa em relação ao marco normativo anterior, o modelo de contrato de exploração ainda não explica por que razão se faz a exploração por parte da empresa. Aparentemente ficou assim para que outras normas definam o alcance da concessão ou outro tipo de acordo contratual entre os admitidos pela legislação peruana: se os municípios contribuem com a infraestrutura e as redes de água e esgotos e os direitos de captação de água bruta e de transbordamento da água da chuva e efluentes contaminados para o patrimônio das ESP, ou se estas têm que pagar algum tipo de contraprestação (taxa, arrendamento, tributo etc.), se depois de um período determinado o investimento a realizar reverte para a municipalidade ou se fica na empresa como parte de seu patrimônio, etc.

g) O contrato fala de incentivos econômicos por conta do governo nacional para as empresas cumpridoras. Esses incentivos também não têm uma característica precisa de doações, subsídios ou transferências, seja para os usuários, seja para as ESP como entidades com fins lucrativos.

Parece, então, que no modelo geral de contrato de exploração há vários temas abertos. Portanto, as possibilidades de obter uma participação dinâmica do setor privado dependerão em cada caso da forma como tais aspectos forem definidos.

O ministério da Habitação também lançou o “modelo de CGC” (Código de Governança Corporativa) (res. min. 426/2007) a ser adotado pelas ESPAS nos seis meses seguintes a setembro de 2007, bem como um modelo de prestação de contas. O modelo de CGC estende-se por quatro capítulos e 32 princípios. No conjunto, o modelo de CGC aparece como um bom esforço para adaptar às condições locais o plano de temas dos princípios da OCDE. Alguns comentários ao modelo de CGC:

a) As ferramentas de controle fundamentais de cada empresa ficam em poder do órgão nacional regulatório. A SUNASS aprova os planos mestres otimizados e as tarifas estruturadas com base no PMO. Os conselhos de administração não são designados pelos acionistas, mas pela incorporação de representantes dos governos regionais e da sociedade

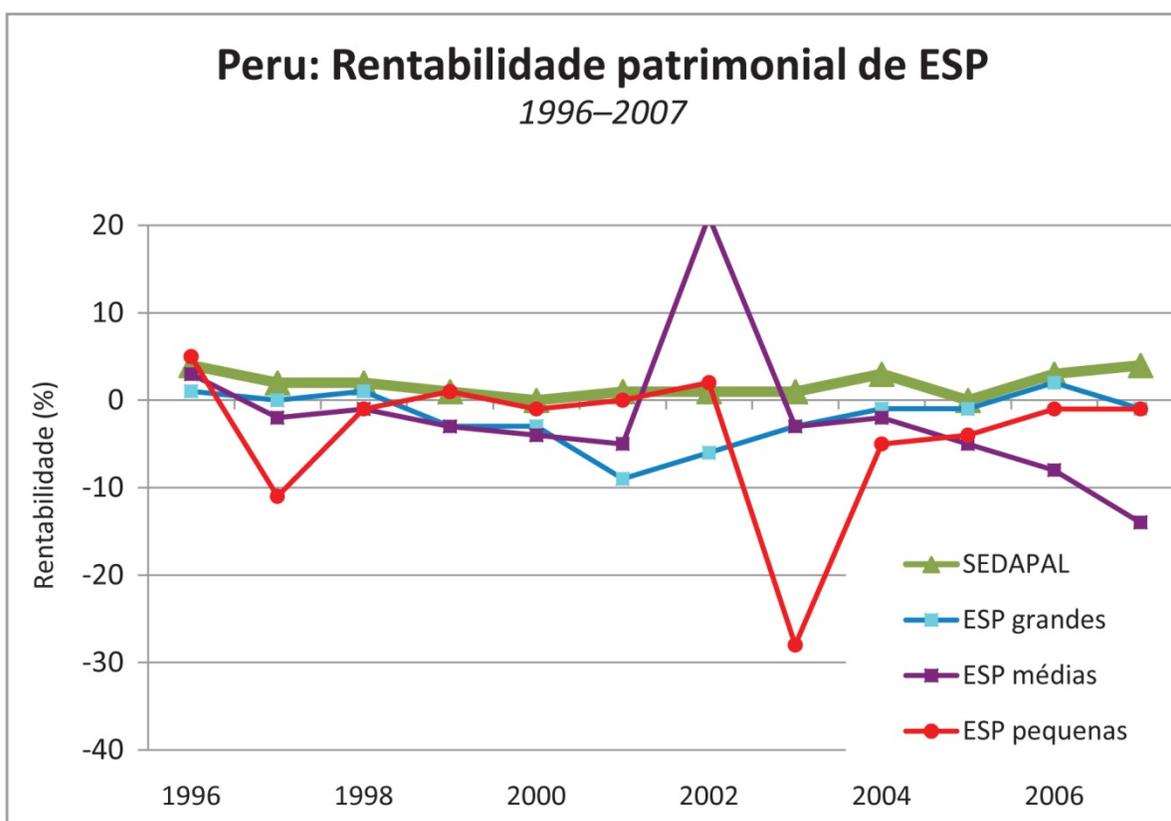
civil, conforme indica o governo nacional em seu regulamento (dez. sup. Nº 023-2005-Vivienda). Ao contrário do modelo de contrato de exploração, o modelo de CGC é proposto para toda ESP, sem exigir que sejam sociedades e assim não tenham natureza jurídica de sociedade por ações, por isso fala de “entidades”. No fundo, a mensagem que esse tipo de orientação normativa transmite é que o risco residual, o risco de GC das ESP (fracasso devido a falhas na estrutura de poder das empresas, ver a seção “Conceitos básicos”), é apoiado não pelos proprietários formais, os governos locais ou os acionistas privados, mas pelas finanças públicas do governo nacional, e que por isso compete ao governo nacional continuar exercendo um controle de tutela sobre os aspectos importantes da direção das ESP.

b) O CGC adota um conceito de GC brando, no qual se manejam as relações entre todos os grupos com algum interesse na entidade, segundo a concepção centralizada de controle própria da administração pública. Nesse caso corre-se o risco de perder os incentivos corretos. Voltando às ideias da primeira seção deste trabalho, talvez seja preferível reservar o instrumento de CGC para as ESP de maior porte e complexidade, aquelas que têm natureza jurídica societária e nas quais se justificam os custos que o sistema de GC representa pelos benefícios que se podem alcançar, e deixar umas tantas diretrizes básicas e simples para as empresas que, na prática, não serão controladas de perto pela SUNASS. Dessa forma evitar-se-iam contradições como as de regulamentar uma assembleia geral de acionistas para “entidades” que não têm acionistas.

c) O documento orienta a assembleia de acionistas a não intervir na gestão das ESP (princípio 2), porém mais adiante (princípio 8) dá à assembleia geral de acionistas uma incumbência que deveria ser do conselho de administração: a de autorizar o nível de endividamento da ESP com a condição de que em nenhum caso esses recursos se destinem a gastos de pessoal ou aquisição de bens. Isso implica que o conselho passa a ter uma condição de assessoria, não de cabeça da direção da empresa. Além disso, o princípio 8 conserva um conceito atávico da Fazenda pública, que estabelece compartimentos rígidos para orçamentos de investimento produtivo desejável e de funcionamento improdutivo e indesejável. Assim não será fácil que as ESP desenvolvam políticas orçamentárias de capital e de estrutura de capital para otimizar sua geração de valor.

d) O relatório anual de GC e a avaliação anual do conselho de administração e do diretor presidente previstos no CGC parecem na verdade referir-se não ao progresso em GC, mas a seu efeito, ao avanço nas metas de gestão e do PMO. É compreensível a luta por resultados, já que na condição atual das ESPAS os resultados são sinais de viabilidade em curto prazo depois de uma ampla série de operações deficitárias. Entre 1996 e 2007, a rentabilidade patrimonial das ESP esteve perto de zero ou foi negativa na maioria dos casos, e apenas a Sedapal obteve uma rentabilidade nominal positiva (mas baixa), segundo ilustra a Figura 4.

**Figura 4**



A primeira tentativa de participação do setor privado dentro do programa de reforma adotado desde 2007 foi a da ESPAS de Tumbes, na modalidade de concessão. A empresa surgiu

sem nenhum impedimento um dia depois de sua antecessora ter declarado falência.<sup>35</sup> Esse consórcio inclui um participante argentino (Latinaguas) e outro peruano (Concyssa). A empresa aplica padrões de contratação, orçamento, monitoramento e contabilidade provenientes do KfW. O Estado aporta contrapartidas de investimento em nome dos três municípios atendidos pela empresa. Esta não paga *royalties* nem tributos pelo uso de ativos. O fluxo de caixa operacional é suficiente para cobrir o serviço da dívida. A concessão foi outorgada por concurso e começou a partir de uma avaliação no inventário inicial de ativos. As medidas anteriores visavam erradicar práticas nocivas de gestão e costumes corruptos que incluíam até a medição e a tolerância de usuários clandestinos e, portanto, de porcentagens elevadas de “água não contabilizada”. A experiência do período inicial é de que o projeto pode funcionar: o concessionário exerce maior controle nos aspectos comerciais de serviço e cobrança, há tarifas baseadas em custos eficientes e há investimentos em curso com financiamento externo, embora as expectativas em torno do projeto sugerissem uma mudança mais marcante na qualidade da gestão. O Estado reconheceu que pode ter havido lacunas no contrato de concessão, as quais podem ter sido aproveitadas pelo concessionário em seu favor. Reconheceu-se também *a posteriori* que teria sido desejável ter um maior respaldo patrimonial de parte do consórcio. Mas a operadora, por sua vez, começou a procurar uma saída do país. Existe o risco de uma nova politização com o tempo. Em suma, o caso de Tumbes foi considerado um esforço valioso; entre as lições que resultam do acordo contratual do tipo concessão está a de obter uma maior coordenação dos organismos do Estado antes da outorga da concessão pela ProInversión.<sup>36</sup> As autoridades, entretanto, entendem que o esquema de concessão é valioso e abre oportunidades e saídas positivas.

A estrutura dos incentivos políticos é difícil de resolver por meio de GC apenas e isso facilita que as ESPAS deficitárias continuem indefinidamente no círculo vicioso do “equilíbrio de baixo nível”. A SUNASS não tem capacidade de intervenção nas empresas insolventes, enquanto as autoridades nacionais precisam seguir procedimentos dispendiosos para poder tomar decisões adequadas. O objetivo realista consistiria em conseguir que num período de cinco anos as ESPAS se formalizem, cumpram com as normas e logrem tarifas atualizadas em troca de um

---

<sup>35</sup> Aparentemente há outras ESPAS tecnicamente falidas, mas não há credores que peçam a abertura de processos falimentares, por razões institucionais. É frequente nesses casos que os prefeitos tentem reerguer as ESP com base em créditos externos ou linhas do Estado.

<sup>36</sup> O órgão do Estado peruano encarregado de promover o investimento privado.

padrão de serviço mais satisfatório. Enquanto isso, o Estado peruano continuará com os esforços de suplantiar o déficit de infraestrutura às expensas das finanças públicas, aplicar um tratamento das ESPAS diferenciado por tamanho e assegurar que sejam capazes de administrar com eficiência o investimento que receberão.

## **BRASIL: SABESP, INTEGRADA AO MERCADO DE CAPITAIS**

A Companhia de Saneamento Básico do Estado de São Paulo (SABESP) é uma empresa mista de capital aberto cujo acionista controlador é o estado de São Paulo (50,3% das ações); atua como concessionária na prestação de serviços de saneamento básico e ambiental para 366 dos 645 municípios do estado (SABESP, 2008b), atendendo a uma zona geograficamente descontinuada. A empresa é responsável pela construção e operação de sistemas de água e coleta e tratamento de esgotos residenciais e de efluentes industriais para aproximadamente 68% da população urbana do estado de São Paulo. A cidade de São Paulo representa 50% do faturamento da SABESP. O BID concedeu vários créditos à SABESP, destinados principalmente às diversas etapas do projeto do rio Tietê, e segue de perto os progressos da empresa em GC.

*Evolução financeira e de governança.* A SABESP foi formada nos anos 1970 com a combinação de esforços e ativos dos governos estadual e federal, como resultado de um esquema financeiro concebido pelo Plano Nacional de Saneamento. Sua origem responde à necessidade de gerir e financiar grandes projetos para assegurar fornecimento de água a uma megalópole em crescimento e melhorar sua cobertura e qualidade no estado de São Paulo. No começo dos anos 1990, a empresa apresentava baixa liquidez, alto controle do estado de São Paulo, padrões de serviço deficientes e pressão financeira. Em 1994 começou um processo de reorganização que criou condições contábeis, financeiras, de informação e jurídicas que lhe permitiram emitir dívida sem garantia no mercado financeiro: obrigações com prazos de vencimento de um a três anos, papéis comerciais em 1996 e eurobônus em 1997. A participação da SABESP nos mercados financeiros prosseguiu ao mesmo tempo em que os avanços da GC.

Em 1997 listou suas ações na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa<sup>37</sup>).

---

<sup>37</sup> Atualmente BM&FBovespa, resultado da fusão entre a Bolsa de Mercadorias e Futuros com a Bolsa de Valores de São Paulo. (N.do.R.)

Em 1999, adotou o padrão americano das práticas contábeis geralmente aceitas (GAAP, da sigla em inglês). Em 2000 fez uma segunda emissão de eurobônus.

Em 2002, a SABESP foi incorporada aos padrões mais elevados de GC da BM&FBovespa, denominado Novo Mercado, adotando mudanças para dar confiança ao mercado, como a divulgação de informação relevante, relatórios financeiros trimestrais e manutenção de um mínimo de 25% das ações acessível aos investidores (*free float*) e a garantia aos acionistas minoritários de tratamento equitativo, com condições tais como “uma ação, um voto”, direitos de *tag along*<sup>38</sup>, e normas de composição e funcionamento do conselho de administração, incluindo a participação de membros independentes.

Em 2003, introduziu atividades e processos de auditoria interna significativos para assegurar o cumprimento das normas 302 e 404 da lei Sarbanes–Oxley dos Estados Unidos, e iniciou a publicação de informação padronizada sobre a empresa (relatórios anuais em formato 20-F à Comissão de Bolsas e Valores dos EUA–SEC, da sigla em inglês), garantindo assim o acesso à bolsa de Nova York. O endividamento representava 50% dos ativos em dezembro de 2007, montante que alguns analistas consideram elevados para uma empresa de água e saneamento.

*Grandes cifras e grupos de interesse.* Em 2007, a empresa obteve receitas brutas de R\$6,4 bilhões, LAJIDA de R\$2,7 bilhões – com margem de 45,2% – e registrou um patrimônio líquido de R\$9,8 bilhões (taxa de câmbio: R\$1,78=US\$ 1 em 31 de dezembro de 2008; R\$1,95=US\$ 1, cotação média para 2007). A SABESP atende a 26 milhões de pessoas, sendo 23 milhões diretamente, com um cadastro de 6,8 milhões de conexões no serviço de água e 5,2 milhões no serviço de esgotos. Cerca de 76% do volume faturado de água e esgoto é consumo residencial, 9,2% comercial, 2,1% industrial, 2,7% público e 9,5% fornecidos por atacado a outras empresas ou municípios (porcentagens arredondadas). Emprega cerca de 17.000

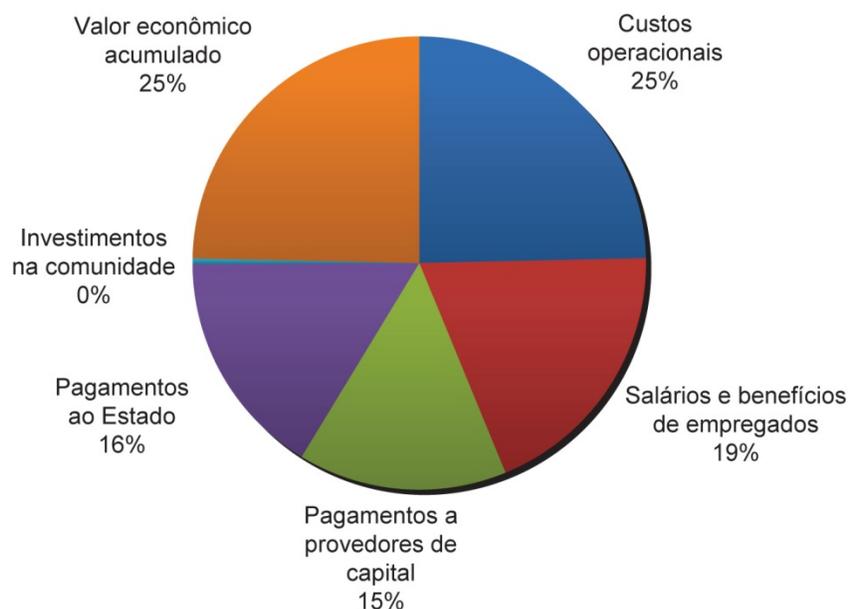
---

<sup>38</sup> No jargão do mercado de capitais, a expressão *tag along* significa dar aos acionistas minoritários, que detêm ações ordinárias (com direito a voto) de uma empresa, os mesmos direitos ofertados aos acionistas controladores, no caso de venda ou transferência de controle. O *tag along* é previsto na legislação brasileira na Lei das Sociedades Anônimas. Ela obriga que o controlador assegure aos acionistas minoritários o preço mínimo de 80% do valor pago por ação ou lote de ações em caso de venda da empresa. Entretanto, no segmento Novo Mercado da BM&FBovespa, ao qual a SABESP aderiu, o *tag along* é de 100%. (N.do.R.)

funcionários. Os valores contratados pela SABESP em 2007 foram de R\$1,96 bilhão em 13.786 contratos; desse total, os contratos de obras corresponderam a R\$1,16 bilhão em 333 contratos, 96% deles concedidos por meio de concorrência e 3% por comparação de preços de mercado; nos outros contratos (materiais, serviços de engenharia e serviços gerais), a forma mais comum de contratação foi o pregão. A Figura 5 mostra a divisão da receita entre os grupos de interesse; o pagamento a “provedores de capital” inclui dividendos aos acionistas, rendimentos dos detentores de obrigações e juros a prestamistas; os pagamentos ao Estado incluem impostos e direitos.

**Figura 5**

**SABESP: Dotação de receitas  
2007**



*Investimento.* A empresa planeja elevar a cobertura de água potável a 100 % e aumentar a de esgoto para 84% até 2010. O plano de investimentos 2007-2010 é de R\$5,87 bilhões. O principal projeto de investimento da SABESP é o saneamento ambiental do rio Tietê, o principal corpo receptor de esgotos da cidade de São Paulo. A etapa III desse projeto investirá US\$800 milhões, dos quais a empresa solicitou US\$600 milhões em créditos do BID.

*Estrutura de capital.* A empresa usou 58% do caixa operacional em serviço da dívida. Essa dinâmica revela em que medida é importante para a empresa continuar uma gestão financeira profissional, com um fluxo de caixa estável e com baixa vulnerabilidade aos ciclos econômicos. A SABESP não procurou nem deseja ter sócio estratégico. Os acionistas minoritários querem simplesmente obter o rendimento de seu investimento, o qual se reflete no comportamento dos preços: o mercado de controle é de alcance limitado na SABESP e a política de estrutura de capital se concentra em obter a continuidade do financiamento mediante a emissão de valores e novos créditos. Nesse sentido, a gestão financeira pode aspirar a reduzir os custos de transação e aproveitar as tendências de convergência entre os mercados de capitais públicos e privados. A captação de recursos representava 50% dos ativos em dezembro de 2007, o que parece elevado para uma empresa de saneamento. Os avanços reconhecidos da empresa em GC facilitam o acesso ao mercado, inclusive em situações como a da atual crise, o que seria difícil no caso oposto. A classificação de crédito da SABESP emitida pelas agências classificadoras de risco em 2007 foram BB– para o mercado internacional (Standard & Poor’s) e A+ em escala nacional (Standard & Poor’s e Fitch Ratings). Para os eurobônus de 2016, a classificação da Fitch Ratings foi BB.

*Estrutura de propriedade.* Além do estado de São Paulo como acionista controlador com 50,3% e a proibição de vender qualquer soma adicional, a empresa tem cerca de 2.000 acionistas. As ações da SABESP estão listadas na BM&FBovespa (segmento Novo Mercado) e como ADR II (*American Depositary Receipts*) na bolsa de Nova York (abreviatura nessa bolsa: SBS) em proporções atuais aproximadas de 27,2 % e 22,5 %, respectivamente, em dezembro de 2007. Segundo um relatório de Yahoo Finance<sup>39</sup>, em 30 de junho de 2008 havia 146 acionistas institucionais e fundos mútuos não brasileiros que possuíam 21% da empresa, dos quais os dez maiores investidores institucionais detinham 9% e os dez maiores fundos mútuos, 3%.

*Papel dos acionistas minoritários.* Os acionistas minoritários se deram conta há mais de dez anos que o acionista controlador respeita as regras do jogo e que, em termos gerais, no longo prazo, a rentabilidade da ação da SABESP se compara favoravelmente com a de outras empresas de propriedade governamental majoritária no Brasil. O marco regulador criado em 2007 pode

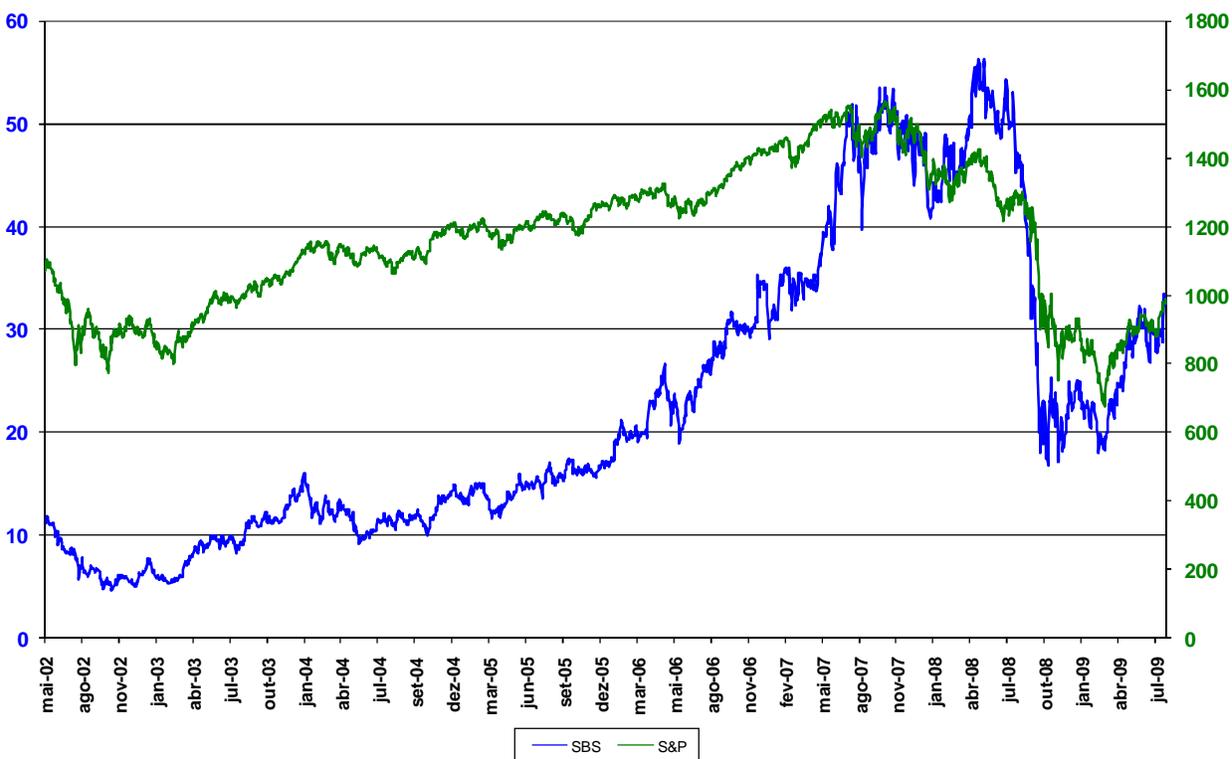
---

<sup>39</sup> Ver <http://finance.yahoo.com/q/mh?s=SBS>, consultado em 21 de outubro de 2008.

proporcionar progresso na harmonização de critérios tarifários e uma menor exposição a congelamentos ou mudanças arbitrárias por parte dos municípios. Por outro lado, a estrutura de propriedade entre os acionistas minoritários pode ser afetada pela reação aos altos e baixos gerais do mercado, tal como se pode ver na Figura 6: a tendência de estabilidade de 2004-2005 e a de forte valorização das ações da SABESP (SBS) até 2007, muito superior ao comportamento do índice Standard & Poor's (S&P), e o registro igualmente forte no sentido de baixa no passado mais recente, também mais intenso que o da Standard & Poor's.

**Figura 6**

**Cotação das ações da SABESP (SBS) e índice Standard & Poor's**



*Marco jurídico e regulação.* O Brasil tem uma dualidade constitucional nos serviços de água e saneamento entre os níveis de hierarquia estadual e municipal, conflito que retardou a regulamentação nas áreas metropolitanas. A metade dos municípios entregou o fornecimento dos serviços de água e saneamento em concessão a companhias estatais (no caso da SABESP, 57%

dos municípios do estado de São Paulo) e o resto continua prestando os serviços diretamente. A empresa usou a estratégia de atrair os municípios que deixaram vencer os contratos de concessão antigos e aqueles que continuaram com serviços próprios. Tradicionalmente, a ampliação do mercado da SABESP se fez mediante a aquisição da infraestrutura municipal em troca de ações. Quando as ações da SABESP passaram a ser negociadas em bolsa, muitos municípios puderam vender ali suas ações. Em 2007, a empresa conseguiu incorporar 170 municípios à sua rede, mas a resistência dos que estão fora do sistema SABESP no estado de São Paulo é apreciável, entre outros motivos pelo fato de que recebem em vários casos subsídios do estado por prestar diretamente esse serviço.

*Conflitos no setor estadual.* No Brasil não existe uma autoridade única federal ou nacional de regulação tarifária e não tarifária moderna no setor de saneamento; cada município pode regular tarifas, o que leva a disputas em tribunais. Nenhuma entidade parece ter jurisdição sobre os municípios não afiliados à SABESP, embora estes tenham prazo até 2010 para decidir se se vinculam ou não ao sistema da empresa. A realidade dominante é a de subsídios cruzados entre consumidores e comunidades: as tarifas são crescentes segundo o volume de consumo; os setores industrial e comercial subsidiam o consumo residencial; as cidades grandes subsidiam as pequenas. Essas situações criam incentivos para que os grandes consumidores industriais se abasteçam mediante poços, e que outros consumidores passem para o contrabando ou o consumo ilegal (segundo um estudo de tarifas de 2005 financiado pelo BID). É necessário maior clareza em relação às categorias de custos do serviço que devem ser cobertas por tarifas. Espera-se que a política de saneamento e as reformas setoriais importantes possam ser discutidas em 2009 (depois das eleições municipais de outubro de 2008). Apesar de avanços notáveis, o estado de São Paulo não conseguiu resolver sistematicamente os conflitos derivados de sua condição tripla de a) proprietário controlador da SABESP, b) autoridade superior do órgão regulador setorial e c) entidade territorial com responsabilidades de apoio sobre os municípios. A SABESP depende de decisões do governo estadual em matéria de quadro de pessoal, remuneração, concursos de mérito, negociações salariais, acompanhamento das gestões de crédito externo e interno etc. Seus investimentos são incluídos e aprovados no orçamento do estado. A SABESP é ainda uma empresa amplamente tutelada pelo estado e algumas das funções de seu conselho de administração são de certo modo *ad referendum*.

O conflito dominante de GC na SABESP parece residir na relação estado-administração, ilustrado pelos seguintes casos: a) serviços ou gastos da SABESP não compensados pelo estado; b) projetos de investimento com taxa interna de retorno inferior ao custo de oportunidade do capital para a empresa; c) ativos improdutivos ou de baixo rendimento conservados pela empresa para saldar contas de responsabilidade de seu acionista controlador – o estado de São Paulo – referentes a antigas obrigações pensionárias adquiridas de empresas precessoras da SABESP; e d) impactos de decisões judiciais em litígios suscitados por mudanças normativas. Em muitos casos trata-se dos efeitos remanescentes de acordos que procuram resolver e liquidar contas antigas a favor ou contra a empresa. As entrevistas indicaram que esses fatos refletem a transição de uma sociedade dominada pelo estado para uma empresa híbrida, que avança no sentido de operar com critérios comerciais.

Essas situações foram identificadas pela empresa, a qual informou aos mercados. A Caixa abaixo resume alguns fatores de risco relativos ao conflito de GC acima indicado.<sup>40</sup> Por isso os investidores, informados dos riscos, contingências e resultados, descontam prêmios de risco-empresa e de risco-país em seu posicionamento de oferta e demanda nos mercados de valores.

## Caixa 2

### Fatores de risco da SABESP (Relatório 20F)

#### *Relativos ao estado de São Paulo como controlador*

- Os interesses do estado de São Paulo podem diferir dos interesses da firma e dos acionistas minoritários
- Temos contas a cobrar do estado de São Paulo e outras entidades do estado cuja cobrança não está assegurada
- Podem exigir que adquiramos os reservatórios que usamos, de propriedade de uma empresa do estado, ou podem exigir que paguemos encargos pesados para usar esses reservatórios

#### *Relativos a decisões de entidades estatais*

- Incerteza em relação aos efeitos da nova legislação de janeiro de 2007 na empresa

---

<sup>40</sup> Para mais informações, ver [www.sabesp.com.br](http://www.sabesp.com.br) e o arquivo Edgar da SEC do governo dos Estados Unidos.

- Não temos concessões formais para fornecer serviços de água e saneamento à cidade de São Paulo e outros municípios que atendemos e assim nossos direitos de continuar proporcionando os serviços estariam em risco
- Os municípios podem dar por encerradas nossas concessões antes de sua expiração e a compensação pode ser inadequada para recuperar o investimento
- Devido a litígios pendentes no Supremo Tribunal Federal, há uma instabilidade potencial sobre qual autoridade governamental tem o direito de planejar e regular os serviços básicos de saneamento em áreas metropolitanas

*Conselho de administração.* A SABESP tem dois níveis de direção: a) o conselho de administração, de 11 membros, e b) a diretoria, um comitê executivo formado pela alta administração (o diretor presidente da SABESP e cinco executivos funcionais, ou diretores). No conselho de administração há membros independentes. O conselho, como ponto central da GC da SABESP, está no meio de um organograma complexo que inclui inovações recentes, como o comitê de auditoria, ao lado de figuras atávicas, como o conselho fiscal, com linhas de dependência e autoridade misturadas. Há uma superposição de controles próprios das sociedades anônimas emissoras no mercado de valores com controles tradicionais do tesouro público. O grupo “de baixo”, a diretoria, exerce forte autoridade executiva. Embora não seja explícita, na SABESP se pratica a seguinte norma de independência política para o conselho de administração: não se classifica um membro como independente se é representante do estado. Subsiste a pressão de atender aos interesses e prioridades do grupo de interesse respectivo. O comitê de auditoria do conselho de administração opera com regularidade, é integrado por membros que atendem as condições de independência e idoneidade e experiência em aspectos financeiros e contábeis. É possível que com o tempo seja aceitável para os poderes públicos reconhecer que a coexistência do comitê de auditoria, do conselho de administração e do conselho fiscal implica duplicidade de custos de agência, sem benefícios claros para a boa governança corporativa.

*Conclusões do caso SABESP.* A empresa cumpre uma alta proporção das recomendações de GC na maioria das categorias usuais propostas pelas diretrizes da OCDE. Seu progresso demonstrou persistência e coerência notáveis no contexto das ESPAS da América Latina. Possivelmente é a empresa desse tipo de maior porte que mais conseguiu avançar em seu próprio processo de GC. Ainda assim, é evidente também neste caso que os conflitos de agência nunca se resolvem completamente, porque os incentivos de cada agente e as assimetrias de informação

fazem parte da própria natureza das organizações e dos contratos. Lembremos que o risco de GC consiste em que os sistemas e as normas de direção e controle aplicados não consigam impedir perdas originadas em fatores internos. A obediência formal das práticas de GC, séria e elogiável na SABESP, deve se refletir na mitigação efetiva dos principais custos de agência para que se possa dizer que a GC cumpre plenamente seus propósitos. Algumas das questões levantadas na análise deste caso podem ser abordadas mediante processos de GC, enquanto outras correspondem a âmbitos diferentes: acordos contratuais, de regulação, jurisdição e avaliação do risco tarifário e financeiro. Um progresso significativo no que diz respeito a GC consiste na criação de incentivos de cumprimento autônomo (*self enforcing*) por parte dos diferentes principais e agentes: o estado de São Paulo, o conselho de administração, a diretoria executiva, a alta gerência, entre outros, e na disposição da empresa em deixar-se observar pelo mercado quanto a essas pautas de conduta. O caso SABESP é, portanto uma referência de grande importância para outras ESPAS da região. Demonstra que é possível o enfoque de desenvolvimento progressivo nessa matéria, que se pode aprender e abrir caminho no manejo completo das relações entre um acionista controlador estatal e um mercado financeiro que precisa ter confiança, ao qual é necessário recorrer por diversos caminhos em busca de capital.

*Próximos passos.* A empresa reconhece a conveniência de trabalhar em atividades mais exigentes, como a avaliação anual do conselho de administração e do diretor presidente, uma política explícita para transações com partes relacionadas, formalizar o vínculo da auditoria interna com o comitê de auditoria e o conselho de administração, divulgar a remuneração de cada um dos diretores, definir uma política prudente de remuneração variável, e mecanismos mais específicos para receber e levar em conta as recomendações dos acionistas minoritários. Um grande desafio é também alcançar resultados consistentes de criação de valor.

## **GOVERNANÇA CORPORATIVA E DIREITOS DE PROPRIEDADE**

Existem avanços desiguais nos quadros gerais de governança corporativa na América Latina; o contexto latino-americano corresponde a uma legislação fraca para proteger os direitos dos acionistas e investidores e a meios ineficazes para fazer cumprir as leis (La Porta et. al., 1999a; La Porta et. al., 2000; Chong e López de Silanes, 2007a, entre outros), o que restringiria as possibilidades de participação do setor privado nos contratos autorreforçados ou excessivamente blindados com garantias soberanas no setor de água e saneamento. Alguns autores creem que,

nesse setor, a governança corporativa não pode substituir as debilidades do sistema jurídico em defesa dos direitos de propriedade dos acionistas. Deve-se esperar, no setor, que os investidores privados entrem em posição de mando e não se entusiasmem com o panorama da democratização acionária. Em saneamento básico, as experiências de investimento privado e as políticas públicas setoriais são heterogêneas. Ocorrem vários retrocessos nos acordos de propriedade (renacionalizações e remunicipalizações; em vários desses casos, a participação do setor privado via acordos contratuais ou privatização parcial pode ter falhado por não se ter prestado atenção suficiente às restrições econômicas, políticas e orçamentárias). Há uma tendência dos investidores de fora da região a vender seus ativos. A maioria das operadoras privadas de água e saneamento na região são nacionais, o que pode ser indício da necessidade de dispor de “capital relacional” para minimizar o risco de expropriação. O Chile se destaca como país aberto ao investimento estrangeiro, o que é uma demonstração de confiança em suas instituições. Essa tendência está documentada em 14 estudos de caso em cinco países da América Latina, trabalho elaborado por Ducci (2007). Nesse trabalho indicam-se as mudanças de orientação de política setorial, as dificuldades para aumentar as tarifas e a falta de transparência das concessões como causas da saída de operadoras internacionais da região.

No estudo sobre os processos de privatização e reestruturação das empresas de água na América Latina realizado por Lobina e Hall (2007), menciona-se que em cidades como Guayaquil (Equador) e Córdoba (Argentina) foram feitas campanhas contra a privatização da água com argumentos relativos ao aumento das tarifas do serviço; houve também protestos de usuários e sindicatos. Em Guayaquil, porém, a concessão foi fruto de um trabalho conjunto entre o governo central e o município, e o conselho de administração da Empresa Cantonal de Agua Potable y Alcantarillado de Guayaquil (ECAPAG) tinha como presidente um conselheiro nomeado pelo presidente da república e como vice-presidente um conselheiro nomeado pelo prefeito; era também integrada por representantes da universidade, do colégio de engenheiros e das câmaras de produção. Convém precisar que a ECAPAG passou de operadora a “reguladora do contrato de concessão”, de forma que a operadora é privada, mas está condicionada a decisões regulatórias da ECAPAG. É possível que os protestos tenham um conteúdo mais político que pragmático, pois coexistem com uma aceitação dos usuários superior a 80%, segundo pesquisas. Em Córdoba, Lobina e Hall indicam que os protestos contra a privatização realizada pelo governo provincial não levaram a uma revogação. O Peru assistiu a intensas campanhas

antiprivatização; o investimento caiu a valores muito baixos (Calderón, Easterly e Servén, 2002). A maioria das operadoras locais privadas da América Latina está nas mãos de investidores nacionais (Lobina e Hall, 2007). No estado do Paraná (Brasil), a empresa Sanepar, que atende a 8,8 milhões de pessoas em água e 5,5 milhões em saneamento em 344 municípios, pertence ao estado (52,5%) e à Dominó Holdings S.A. (34,7%), uma subsidiária do grupo francês Veolia. Os dois acionistas mantiveram por vários anos uma luta pelo controle da Sanepar, em episódios que incluíram o congelamento de tarifas, a impugnação de decisões da assembleia ante os tribunais de justiça, e um impacto negativo na classificação de risco da dívida da Sanepar em obrigações conversíveis em ações. Ou seja, por ser o estado juiz e parte foi afetado não somente o arcabouço da governança corporativa, mas o funcionamento do contrato de operação e a qualidade da regulação. Na Argentina, a empresa Latinaguas é uma das duas empresas latino-americanas ativas internacionalmente (opera na Argentina e no Peru). Sua receita depende em boa parte do orçamento público e não está obrigada a ampliar o mercado objetivo (Lobina e Hall 2007). O Grupo Roggio, tradicionalmente uma construtora, foi um dos maiores participantes nas privatizações argentinas, em rodovias, linhas férreas e telecomunicações. O Grupo Roggio teve participação na empresa Aguas Cordobesas, como parte do consórcio dirigido por Suez/Agbar. Em dezembro de 2006, numa nova negociação, o Grupo Roggio adquiriu o controle da concessionária privada (Lobina e Hall 2007).

### 3. METODOLOGIA PARA AVALIAR A APLICAÇÃO DE PRÁTICAS DE GC

A ideia de condensar em uma só cifra a variedade de atributos de GC é antiga e seu resultado, precário. Os índices ponderados ou “estruturais” de GC ensaiados pelas agências de classificação de risco, bolsas de valores, outras instituições e em documentos acadêmicos têm fortes exigências metodológicas na informação, pressupostos heroicos de comparabilidade, ou são vulneráveis a manipulação, como demonstraram ensaios acadêmicos críticos.<sup>41</sup> Uma ideia melhor é usar pesquisas anuais dirigidas a grupos específicos, por exemplo, as pesquisas de remuneração de executivos, de métodos de autoavaliação dos conselhos de administração, de ativismo dos investidores institucionais junto aos conselhos, de porcentagens de cumprimento das medidas de uns e outros modelos de código de GC etc. Essas pesquisas têm um valor informativo e um efeito pedagógico. As comissões de valores ou autoridades equivalentes de alguns países começaram a promover pesquisas extensas a ser empregadas por empresas listadas nas bolsas de valores, de modo a que se saiba publicamente que elas decidiram cumprir algumas das recomendações do código de GC e não aceitar outras práticas, explicando a razão dessa determinação. A finalidade é converter essas pesquisas anuais num princípio de referência competitiva em GC.

Esta seção propõe um plano de ação de GC nas ESPAS, tendo em conta as lições dos avanços e dificuldades nas ESPAS da América Latina e em particular os casos conhecidos pela Iniciativa de Água Potável e Saneamento do BID. A metodologia do plano de ação de GC inclui os mecanismos de prestação de contas e de resultados e sua institucionalização para garantir a sustentabilidade empresarial. Identifica também, penalidades e incentivos associados ao não cumprimento ou cumprimento dos planos.

Para esse fim, levou-se em conta a análise de Vives, que em publicação recente (Ducci, 2007) documenta “que a maioria das operadoras internacionais se retirou da região, que um

---

<sup>41</sup> À guisa de anedota, o caso escolhido como ilustração de boas práticas de GC, condensadas sob a altíssima classificação do indicador Corporate Governance Score, preparado pela Standard & Poor’s em 2003, foi o da Fannie Mae, que obteve 9,0 sobre o máximo possível de 10,0, distribuído por fatores da seguinte forma: estrutura de propriedade e influências externas, 9,0; direitos de acionistas e relações com grupos de interesse, 8,7; transparência, divulgação e auditoria, 9,0; estrutura e eficácia do conselho de administração, 9,3. Ver Dallas (2004: 528–554). Este exemplo patético mostra que não basta fixar-se em práticas formais se os resultados de desempenho não as avalizam.

grande número de serviços foi reestatizado e que as entidades reguladoras deixaram de exercer suas funções”; afirma, ainda, que “as realidades políticas da região indicam a preponderância da ação das empresas públicas no setor, de modo que seu fortalecimento deverá ser o foco das estratégias a seguir nos próximos anos...” e que “é necessário aprofundar a adoção de medidas que limitem a ingerência política nas decisões empresariais”.

Há vários conjuntos de recomendações de GC enfocados nas EPE que devem estar presentes. O primeiro conjunto de propostas são as diretrizes da OCDE para o governo das EPE (OCDE, 2005a), que trata dos seguintes temas (ver acima o Quadro 3): 1) a garantia de um marco jurídico e regulatório eficaz; 2) a atuação do Estado como proprietário; 3) o tratamento equitativo dos acionistas; 4) as relações com os grupos de interesse; 5) a transparência e a divulgação; e 6) as responsabilidades dos conselhos de administração. Diferentemente dos princípios de GC gerais da mesma organização, o documento para as EPE concentra suas recomendações na forma como as entidades estatais devem organizar o controle dessas empresas: a separação entre a política de propriedade e as funções reguladoras e supervisoras; as condições de igualdade de acesso das empresas estatais e privadas a linhas especiais de crédito; a forma como a política de concorrência trata ambos os tipos de empresa; a necessidade de que o Estado não interfira na administração das EPE; a forma em que o Estado organiza a nomeação dos membros dos conselhos das EPE etc. Todos esses aspectos são mais externos do que internos, têm mais a ver com o acionista Estado do que com a arquitetura interna das relações de poder e informação das EPE.

O segundo grupo de propostas são os critérios sugeridos pelo FMI para avaliar se as EPE são geridas de modo comercial. Esses critérios se agrupam em: independência diretiva ou administrativa (política de preços e política de emprego); relações com o governo (subsídios e transferências e regime regulador e fiscal); condições financeiras (rentabilidade e capacidade de pagamento); e estrutura de governança (registro de ações na bolsa, auditoria externa e relatórios anuais, e direitos dos acionistas). Esse enfoque se preocupa em observar se as EPE são objeto de privilégios ou discriminações por parte do Estado, em comparação com o tratamento de empresas privadas semelhantes, e se têm uma organização básica tipo sociedade anônima. Este enfoque procura conseguir que as EPE gerem valor e não o transfiram a terceiros, exceto por meio de dividendos a seus proprietários.

Finalmente, o esquema da matriz de avanço da GC para EPE, adotado pela Corporação Financeira Internacional (CFI), integra contribuições das duas fontes anteriores, com uma perspectiva gradualista e uma disposição prática de convertê-la em instrumento de diálogo com a empresa e de conversar de modo sistemático, porém simples, acerca das principais práticas em cada EPE. A CFI condensou na metodologia da matriz de avanço uma larga experiência com todo tipo de empresa em que fez investimentos ou esquemas de financiamento (incluindo EPE). Essa matriz foi escolhida como base da ferramenta para planos de ação de GC que o BID recomendará às ESPAS com que trabalhe em projetos de crédito ou cooperação técnica, com alguns ajustes, levando em conta as recomendações das oficinas realizadas com grupos de especialistas em GC e de executivos de ESPAS em Bogotá (29 de setembro e 15 de outubro de 2008) e em Washington (30 de outubro de 2008).

A proposta desta nota técnica consiste em usar a matriz como um semáforo de práticas de GC para as ESPAS em quatro situações típicas: *verde*, para as práticas que a empresa incorporou e se aplicam por completo; *amarelo*, para as práticas que a empresa não aplica integralmente, mas que se propõe a adotar durante o próximo ano (este horizonte, se for considerado muito exigente, pode ser ampliado, tendo em conta que alguns dos passos adicionais nas práticas de GC requerem aprovação ou validação externas às empresas; em todo caso, trata-se de fixar uma meta próxima e um compromisso que implique iniciar atividades rapidamente); *vermelho*, para as práticas não acolhidas pela empresa e que ela não planeja realizar durante o próximo ano; e *em branco*, para as práticas contempladas pela matriz mas que em casos específicos não se consideram aplicáveis à empresa em particular. Tal como indicado no arquivo anexo “Herramienta GC EPE.xls”, este aplicativo pode ser usado de várias maneiras.

- O formato de resposta pode ser empregado por diferentes agentes-chave das ESP: representantes dos proprietários, membros do conselho de administração e da alta administração. Neste caso, a ferramenta serve para conhecer o grau de “consenso subjetivo” acerca do avanço da GC numa empresa e preparar assim o diálogo do plano de ação.
- O formato pode ser empregado numa avaliação externa à GC, concentrando-se nas práticas “amarelas”, ou seja, aquelas que seriam executadas durante o ano seguinte. Neste caso, é usado como *ferramenta de diagnóstico e negociação* do plano de ação.

- O formato pode ser empregado para empresas comparáveis entre si, dado um atributo válido: do mesmo porte, do mesmo país, de uma mesma estrutura de propriedade, de uma mesma natureza jurídica etc. Nesse caso, usa-se como ferramenta de *identificação comparativa* de fatores de avanço ou barreiras críticas à GC e de seu impacto no desempenho da empresa. Serviria também como base para um diálogo com autoridades nacionais.

Em qualquer dos modos de emprego da ferramenta, o semáforo de práticas orienta para compromissos específicos, localizados numa linha do tempo, com sequência e ampla possibilidade de destaque de atividades e resultados. Em cada revisão anual é possível que uma empresa com avanços anteriores note que aparecem novas zonas “verdes”, que as zonas “amarelas” se deslocaram para a direita e que as zonas “vermelhas” são cada vez menores. Os principais problemas de agência da EPE não são sempre efeito da má vontade dos políticos governantes, conselheiros e diretores, mas consequência explicável dos interesses e funções de utilidade desses agentes em contextos de negociação multilateral com informação incerta e assimétrica. Há importantes barreiras externas e internas de resistência à mudança em GC, de forma que seria ingênuo pretender que a direção do movimento na matriz respectiva será sempre para a direita. Costuma haver dois momentos decisivos em que há disposição das autoridades controladoras das empresas para adotar práticas de boa GC: a) no começo das administrações, quando há capital político para gastar e tempo à frente para recuperar se as empresas se desempenharem bem, prestarem um melhor serviço e, além disso, gerarem um impacto fiscal positivo em relação à situação anterior; e b) durante as crises, quando se esgotaram todas as opções protelatórias, e a adoção de um plano de ação bem definido aparece como urgente, em especial se vier acompanhada de medidas complementares de parte dos financiadores ou de órgãos do alto governo.

## **A MATRIZ DO AVANÇO EM GC PARA EPE**

A seguir, apresenta-se a matriz do avanço em GC para EPE e um índice das siglas usadas na matriz. No fundo, as 89 práticas possíveis que contém são decisões de governança corporativa que definem a estrutura de poder da empresa. O critério de definir se uma prática de GC qualquer é ou não cumprida numa empresa é deixado de modo flexível para quem aplica a pesquisa,

partindo do princípio de que há boa fé e desejo de acertar. As seções anteriores do presente trabalho sugerem pautas a respeito. As práticas estão ordenadas nas seguintes seis seções:

- A. *Compromisso com a governança corporativa.* Compreende 17 características práticas que derivam de decisões dos proprietários, da assembleia geral ou da alta administração, agrupadas em quatro níveis progressivos de exigência.
- B. *Estrutura e funcionamento do conselho de administração.* Aqui se constata se o conselho cumpre ou não as 21 práticas ou características, também ordenadas por grau para perceber a eficácia, eficiência e independência do conselho.
- C. *Ambiente e processos de controle.* Cinco práticas importantes.
- D. *Transparência e divulgação.* Treze práticas da empresa e seus agentes para informar os dirigentes para que eles possam tomar decisões com base adequada.
- E. *Tratamento dos acionistas minoritários.* Quinze práticas ordenadas por níveis que demonstram o respeito aos direitos dos proprietários não administradores nem influentes. Somente se aplica nos casos em que a EPE não tenha um proprietário único.
- F. *Disciplina financeira.* Dezoito práticas que indicam o modo como a EPE adota ou não decisões orientadas para sua sustentabilidade como empresa comercial autônoma separada financeiramente dos demais recursos de seus proprietários.

## Quadro 6

### MATRIZ DE AVANÇO EM GC PARA ESP DE ÁGUA POTÁVEL E SANEAMENTO (MAIORIA ESTATAL)

(Adaptado da Metodologia GC da IFC © 2006, com autorização) Consultar abaixo o índice de siglas



Atributos	Grau de progresso			
	1	2	3	4
A. COMPROMISSO COM A GC	1. A empresa tem uma personalidade jurídica distinta da do governo, e os estatutos são válidos e legais.	1. A empresa tem um plano articulado e público para melhorar suas práticas de GC.	1. A empresa cumpre com todas as recomendações aplicáveis do código voluntário de boas práticas de GC do país (IBGC ou CVM, por exemplo).	1. A empresa é líder nacional e está entre os líderes globais de GC das EPE e ESPAS.
	2. A empresa está sujeita a legislação comercial geral e de sociedades quanto aos direitos dos acionistas e credores.	2. A empresa conta com um conjunto escrito de políticas de GC que aborda, no mínimo, os direitos e o tratamento dos acionistas, o papel do CA, a transparência e a divulgação.	2. O CA tem um comitê de governança, com a participação majoritária de membros independentes.	
	3. As funções e atribuições das diversas entidades de GC, como o Estado, a AGA ou equivalente, o CA e a DE, estão claramente definidas nos estatutos.	3. A empresa divulga periodicamente aos acionistas sua política de GC ou CGC, seu grau de cumprimento de práticas de GC aplicadas efetivamente e em que medida essas práticas se ajustam aos códigos voluntários de boas práticas no país.	3. A empresa designou um funcionário encarregado de zelar pelo desenvolvimento e cumprimento das políticas de GC.	
	4. A empresa não tem funções reguladoras.	4. Nem a empresa nem seu proprietário controlador têm funções reguladoras.	4. A AGA e o CA são órgãos com composição e funções distintas.	
	5. A empresa tem a intenção de melhorar suas práticas de GC.	5. Os órgãos de GC da empresa não podem aprovar compromissos de transferência, subsídio ou desvio de ativos em favor de proprietários, investidores ou outros grupos de interesse.	5. A função de propriedade do Estado sobre a ESP e a função de regulação são exercidas por autoridades distintas.	
	6. A empresa tem um código escrito de ética, aprovado pelo CA, como um funcionário designado responsável por seu cumprimento.			



## MATRIZ DE AVANÇO EM GC PARA ESP DE ÁGUA POTÁVEL E SANEAMENTO (MAIORIA ESTATAL)

(Adaptado da Metodologia GC da IFC © 2006, com autorização) Consultar abaixo o índice de siglas

Atributos	Grau de progresso			
	1	2	3	4
B. ESTRUTURA E FUNCIONAMENTO DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO	1. O CA inclui pelo menos um membro independente.	1. O CA inclui dois ou mais membros independentes.	1. O comitê de auditoria do CA é composto inteiramente por membros independentes.	1. O CA é integrado por uma maioria de membros independentes.
	2. O papel e os processos do CA são definidos e compreendidos com clareza dentro e fora da empresa.	2. O CA tem um comitê de auditoria com uma maioria de membros independentes que recomenda a seleção de auditores externos à AGA ou equivalente, examina e aprova os relatórios dos auditores externos e internos, responde aos relatórios dos auditores estatais e supervisiona a ação a partir das recomendações dos auditores.	2. Um comitê do CA, integrado exclusivamente por membros independentes, deve aprovar todas as transações materiais com partes relacionadas.	
	3. O CA se reúne periodicamente e observa as formalidades de boas práticas (p. ex., ordem do dia, atas, quorum, votações).	3. Os cargos de presidente do CA e Diretor Presidente da EPE (CEO) não são títulos conjuntos de uma só pessoa.	3. Uma comissão especializada do CA trata de temas técnicos ou de possíveis conflitos de interesse (p. ex., aquisições, compensação, gestão de riscos).	
	4. Os membros do CA dispõem de informação adequada, suficiente e oportuna para análise e deliberação no exercício de suas funções de supervisão, direção e estratégia para o desenvolvimento da empresa.	4. O CA tem a responsabilidade exclusiva de avaliar, nomear e destituir o Diretor Presidente da EPE	4. O CA inteiro é eleito a cada ano; ou, opcionalmente, os mandatos dos membros independentes intercalam-se com os do representante da entidade estatal proprietária controladora (prefeito, governador, seu delegado etc.).	2. Os comitês de contratação (quando essa função corresponde ao CA), compensação e nomeação são integrados apenas por membros independentes.
	5. Os membros do CA têm dever de lealdade para com a empresa e respondem perante todos os acionistas, de modo que não representam apenas os interesses dos acionistas que os indicaram.	5. Os acionistas minoritários obtêm representação efetiva no CA mediante voto cumulativo ou mecanismos semelhantes.	5. A definição de membro independente abrange também independência política em relação ao executivo chefe da entidade estatal controladora da EPS. Há mecanismos para que os representantes de usuários no CA, quando existem, prestem contas de sua participação.	
	6. A participação do Estado na nomeação dos membros do CA é explícita e divulgada ao público.	6. O CA tem um comitê de seleção e nomeação de candidatos a membros a ser nomeados pela AGA integrado por uma maioria de membros independentes. 7. A apresentação de candidaturas ao CA está institucionalizada e tem processos transparentes a fim de garantir a mescla adequada de competências e habilidades para que o CA desempenhe suas funções de supervisão.	6. O CA faz uma autoavaliação anual. Há mecanismos para que os membros do CA analisem internamente o desempenho do conselho de administração.	



## MATRIZ DE AVANÇO EM GC PARA ESP DE ÁGUA POTÁVEL E SANEAMENTO (MAIORIA ESTATAL)

(Adaptado da Metodologia GC da IFC © 2006, com autorização) Consultar abaixo o índice de siglas

Atributos	Grau de progresso			
	1	2	3	4
<b>C. AMBIENTE E PROCESSOS DE CONTROLE</b>	<p>1. A empresa ativou um sistema adequado de controles internos e de auditoria externa.</p> <p>2. O auditor interno interage com regularidade com a firma de auditoria externa independente e responde perante o CA.</p>	<p>1. A auditoria interna e os sistemas de controle interno estão de acordo com as normas nacionais e os padrões de qualidade mais altos.</p>	<p>1. A empresa elabora e apresenta demonstrações financeiras auditadas de acordo com as normas internacionais de auditoria.</p>	<p>1. O controle e a auditoria internos da empresa satisfazem as normas mais exigentes.</p>
<b>D. TRANSPARÊNCIA E DIVULGAÇÃO</b>	<p>1. A empresa prepara demonstrações financeiras de acordo com padrões nacionais de contabilidade, auditadas por uma instituição externa reconhecida e independente.</p> <p>2. As demonstrações financeiras da empresa, com suas notas, são divulgadas anualmente aos proprietários, investidores, entidades de controle e ao público.</p> <p>3. A empresa explica ao público o esquema tarifário aplicado; os resultados referentes à qualidade da água; seus planos de investimento e o efeito previsto desses investimentos sobre o serviço e as tarifas.</p>	<p>1. As demonstrações financeiras da empresa são elaboradas ou reapresentadas segundo padrões internacionais de contabilidade e são auditadas por firmas de auditoria independentes e reconhecidas.</p> <p>2. Toda informação relevante e as comunicações aos acionistas e investidores são publicadas oportunamente na página web.</p> <p>3. A empresa realiza sua AGA ou equivalente aberta ao público, mesmo que todo seu capital seja propriedade do Estado.</p> <p>4. A empresa revela seu código de ética, as principais disposições para fazê-lo cumprir e o grau de cumprimento alcançado a cada ano em seu relatório de gestão.</p> <p>5. Além de D.1.3., a empresa conta com um sistema de informação segmentado e um departamento de atendimento ao cliente (Ouvidoria, SAC).</p>	<p>1. A empresa elabora e apresenta todas as demonstrações financeiras e os relatórios segundo as NIIF ou as GAAP dos EUA.</p> <p>2. A empresa publica relatórios financeiros trimestrais, destacados por unidades de negócios e com resultados por ação. Essas práticas vão além da lista local de exigências oficiais.</p> <p>3. O resumo de informação de todos os contratos é divulgado ao público.</p> <p>4. Além de D.2.5., a empresa realiza pelo menos anualmente pesquisas de satisfação dos usuários e leva em consideração os resultados nos planos de ação.</p>	<p>1. As práticas de divulgação de informações financeiras e não financeiras da empresa estão de acordo com os padrões internacionais.</p>



## MATRIZ DE AVANÇO EM GC PARA ESP DE ÁGUA POTÁVEL E SANEAMENTO (MAIORIA ESTATAL)

(Adaptado da Metodologia GC da IFC © 2006, com autorização) Consultar abaixo o índice de siglas

Atributos	Grau de progresso			
	1	2	3	4
E. TRATAMENTO DO ACIONISTAS MINORITARIOS DE DETENTORES DE TÍTULOS	1. A empresa é uma sociedade anônima com acionistas minoritários autônomos, diferenciados de meros sócios facilitadores estatais. Ou é uma EICE com obrigações claras perante detentores de títulos emitidos pela empresa.	1. Os acionistas minoritários recebem avisos e a agenda de todas as reuniões de acionistas e lhes é permitido participar e votar. A forma de convocar e celebrar as reuniões de acionistas permite acesso razoável a todos.	1. A empresa conta com mecanismos eficazes de votação dos acionistas para proteger os acionistas minoritários.	1. A história da empresa sobre o tratamento equitativo dos acionistas adequa-se às expectativas do mercado internacional.
	2. A empresa trata equitativamente a todos os acionistas da mesma classe ou detentores de títulos com relação a direitos de votação, subscrição e transferência.	2. A empresa articulou claramente as políticas de cumprimento obrigatório em relação ao tratamento dos acionistas minoritários nas mudanças de controle, entre elas as privatizações e a renacionalização ou reestatização.	2. O resumo das informações sobre todas as transações com partes relacionadas é divulgado ao público.	2. Não há um tipo especial de ações (p. ex., "ações douradas") que seja unicamente de propriedade do Estado.
	3. Os acionistas ou detentores de títulos contam com informação precisa e oportuna sobre o número de todo tipo de ações e títulos em poder do Estado e de outros acionistas e investidores importantes; ou o público sabe como o controle é exercido por parte da entidade proprietária estatal e com que restrições para proteger os detentores de valores emitidos pela empresa.	3. O relatório anual da empresa revela os principais riscos para os acionistas minoritários e detentores de títulos relacionados com o Estado, como acionista ou proprietário majoritário, e qualquer diferença entre cada um dos acionistas, o direito de voto e a equidade global do cargo na empresa.	3. A entidade estatal controladora se comprometeu a não encorajar decisões que uma empresa manejada com critério comercial não adotaria.	
	4. Todos os que possuem valores emitidos pela empresa têm igualdade de tratamento em relação à divulgação de informação.	4. A empresa divulga de modo completo e oportuno todas as transações com o Estado e seus filiados, outros grandes acionistas e suas filiações, diretores ou executivos.		
	5. A empresa presta contas públicas à AGA, ou é uma EICE mas divulga em sua página web e em sessão pública de prestação de contas toda a informação que seria apresentada numa AGA, assim como as decisões adotadas que corresponderia a uma AGA tomar.	5. A divulgação de todos os acordos dos acionistas e decisões de alcance equivalente que possam afetar os acionistas minoritários ou detentores de títulos é completa, oportuna e precisa.		



## MATRIZ DE AVANÇO EM GC PARA ESP DE ÁGUA POTÁVEL E SANEAMENTO (MAIORIA ESTATAL)

(Adaptado da Metodologia GC da IFC © 2006, com autorização) Consultar abaixo o índice de siglas

Atributos	Grau de progresso			
	1	2	3	4
<b>F. DISCIPLINA FINANCEIRA</b>	1. Os objetivos da empresa, comerciais e não comerciais (de política pública), são explícitos e divulgados ao público.	1. O valor dos custos derivados de cumprir os objetivos de política pública (ou seja, os objetivos não comerciais da empresa) é medido por técnicas contábeis, financeiras e econômicas internacionalmente aceitas e é divulgado separadamente nas demonstrações financeiras.	1. Os subsídios são focalizados e claramente definidos para os beneficiários. Os custos para a empresa, derivados do cumprimento dos objetivos de política pública (p. ex., de alcance social) são cobertos pelo Estado de forma separada.	1. A empresa tem objetivos exclusivamente comerciais.
	2. Os custos e as fontes de financiamento são transparentes.	2. As demonstrações financeiras da empresa informam em separado o impacto de quaisquer benefícios concedidos pelo Estado, tais como financiamento concessional (incluindo garantias) de suas atividades comerciais.	2. A empresa tem um sistema de compensação ligado ao desempenho e alinhado com seus objetivos.	2. A empresa tem suas ações cotadas no mercado de valores.
	3. O financiamento bancário é obtido mediante processo competitivo.	3. Estão vigentes práticas políticas de estrutura de capital e de dividendos adequadas para o setor e orientadas por critérios comerciais.	3. Além de F.1.5., F.1.6 e F.2.6., a empresa tem em seu plano estratégico metas explícitas de criação de valor a médio prazo e as cumpre. Ou a empresa possui valor de mercado superior ao valor contábil (book value).	3. A empresa conta com uma combinação ótima de financiamento de bônus e financiamento bancário.
	4. A empresa tem receita sustentável assegurada: cobre no mínimo seus custos de operação e de manutenção com a receita das tarifas e o Estado cobre com transferências fiscais o desequilíbrio originado pela política tarifária.	4. Está vigente um sistema de classificação de bônus e a empresa emitiu bônus corporativos.		
	5. A empresa cria valor econômico ou tem metas de redução da destruição de valor a curto prazo e as cumpre.	5. A empresa aplica integralmente o marco regulador de tarifas do país, incluindo ajustes periódicos devido à inflação ou custos reconhecidos pelo regulador; ou então autorregula-se a fim de cobrir custos e reduzir diferenças de tarifas entre entidades territoriais vizinhas.		
	6. A empresa não investe em projetos com VPL negativo.	6. A empresa reestrutura ou se livra de bens ou investimentos que não gerem valor econômico.		



## MATRIZ DE AVANÇO EM GC PARA ESP DE ÁGUA POTÁVEL E SANEAMENTO (MAIORIA ESTATAL)

(Adaptado da Metodologia GC da IFC © 2006, com autorização) Consultar abaixo o índice de siglas

SIGLAS
AGA: assembleia geral de acionistas (grupo de acionistas)
CA: Conselho de Administração
CEO: executivo principal da empresa (presidente, diretor geral, representante legal), seja ou não membro do CA
CFI: Corporação Financeira Internacional
CGC: código de GC
CVM: Comissão de Valores Mobiliários
DE: diretoria executiva
EICE: empresa industrial e comercial do Estado, ou empresa de criação legal, não regulada pela lei de sociedades
EPE: empresa de propriedade majoritária estatal
ESP: empresa provedora de serviços públicos
ESPAS: empresa provedora de serviços públicos de água e esgotos
GAAP: práticas contábeis geralmente aceitas (padrão dos Estados Unidos)
GC: governança corporativa
IBGC: Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
NIIF: normas internacionais de informação financeira
SAC: Serviço de Atendimento ao Cliente
VPL: Valor Presente Líquido

## A FERRAMENTA

Este relatório é acompanhado de um arquivo Excel com a HPAGC.<sup>42</sup> A melhor maneira de entender o alcance e a facilidade de uso deste dispositivo é abrir o arquivo, ir até a aba de cor vermelha chamada “Início”, ler e aplicar as instruções simples que ali aparecem.

<sup>42</sup> O arquivo se chama *Herramienta GC EPE.xls*.

## Esquema 3

Semáforo do proceso de avanço em GC para ESP de maioria estatal  
Mapa para avaliação e plano de ação



<a href="#">Clique para gráfico</a>	Nível 1	Nível 2	Nível 3	Nível 4
A. COMPROMISSO COM A GC				
B. ESTRUTURA E FUNCIONAMENTO DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO				
C. AMBIENTE E PROCESSOS DE CONTROLE				
D. TRANSPARÊNCIA E DIVULGAÇÃO				
E. TRATAMENTO DO AÇIONISTAS MINORITARIOS DE DETENTORES DE TÍTULOS				
F. DISCIPLINA FINANCEIRA				

- Está sendo feito atualmente.
- Não se faz atualmente mas se quer implementar no próximo ano.
- Não se faz atualmente e não é meta para o próximo ano
- Respostas que não se aplicam.

O Esquema 3 mostra o resultado de um exercício demonstrativo realizado numa das oficinas da consultoria para um grupo de seis ESP heterogêneas de diversos países. Mesmo em condições diferentes é possível ver que no nível 1 se situa a maioria das práticas que essas seis empresas já realizam, e que por isso aparecem na “zona verde”. As práticas de GC na “zona amarela” – aquelas que a empresa não tem em vigor, mas que deseja pôr em prática no futuro

próximo – dividem-se neste exemplo entre os níveis 1, 2 e 3. A “zona amarela” de cada EPE é a que delimita os componentes principais a levar em conta num plano de ação de GC. As práticas e características que a EPE não deseja adotar ou que não espera alcançar num futuro imediato – ou seja, a “zona vermelha” – concentram-se nos níveis 3 e 4.

## 4. INDICADORES DE GOVERNANÇA CORPORATIVA NAS ESP

### OBJETIVOS

*Um indicador é uma medida de controle de um processo.* No caso das ESP, deseja-se controlar a implementação dos princípios e critérios da GC. Os indicadores são diferentes das práticas de GC. Quando se buscam informações sobre as práticas de GC, procura-se conhecer as regras ou padrões a que os órgãos e atores de uma empresa se comprometem e a implementação efetiva das ações para cumprir as regras do jogo. Os indicadores, por outro lado, devem mostrar ou oferecer pistas sobre os resultados dessas práticas. Uma empresa pode cumprir formalmente as melhores práticas de GC, mas se não conseguir mitigar seus riscos de agência mais importantes estará perdendo tempo e esforço: incorrer em custos de agência elevados implica destruir valor ou expropriar recursos dos que aportam capital à empresa. A seção anterior tratou das práticas de GC, ao explicar em detalhe a HPAGC. Esta seção propõe alguns indicadores de GC.

Tentou-se criar indicadores simples de entender, fáceis de calcular e, na medida do possível, passíveis de ser elaborados a partir de informação contábil ou operacional de domínio público nas páginas web das ESPAS ou das autoridades de supervisão e regulação. A missão dos indicadores é ajudar no diagnóstico de GC, ou seja, propor hipóteses sobre onde encontrar os maiores problemas e custos de agência, pois as realidades variam significativamente de uma empresa para outra. Os indicadores de GC também podem servir para estudos comparativos entre diferentes empresas.

### CRITÉRIOS

Consideraram-se os seguintes critérios de elaboração (Beltrán, 1988).

- i. Os indicadores devem medir a qualidade da GC; não avaliam gestão.
- ii. Os indicadores devem antecipar (prevenir um fato: *ex ante*) ou ajudar a comprovar um fato (*ex post*).
- iii. Os indicadores devem ser calculados com informação publicada ou acessível ao público.

- iv. Os indicadores devem ser medidas individuais da existência ou não de um evento e, em algumas oportunidades, do grau em que se apresenta o evento. Os indicadores não foram projetados para formar um indicador composto. Medem o alcance e a consecução de um mecanismo de GC, independentemente do que ocorreu em outros mecanismos.<sup>43</sup>

Deve-se prestar atenção ao grau de proteção dos fornecedores da estrutura de capital da empresa.<sup>44</sup> Alguns indicadores distinguirão custos que afetam os investidores em seu conjunto e que, pelo contrário, parecem favorecer a alta administração, os acionistas controladores ou qualquer contraparte contratual ou extracontratual da empresa.<sup>45</sup> Outros indicadores também apontarão para a valorização da ação dos mecanismos de GC como mitigadora dos problemas de agência.

## SINOPSE

1) O primeiro grande grupo de princípios propostos pela OCDE consiste em *assegurar o fundamento de um sistema eficaz de GC*. Aqui propõe-se dois indicadores: a) a gestão do risco legal, que mede o impacto para a empresa provocado pelo não cumprimento dos contratos de todo tipo; e b) os deveres fiduciários dos acionistas de controle, uma escala que considera o grau de responsabilidade dos acionistas majoritários frente aos minoritários estabelecido pelas normas aplicáveis à empresa. Onde o patrimônio da empresa não está ameaçado por litígios e onde os proprietários de controle – incluindo o Estado – acatam com rigor seus deveres fiduciários de diligência, lealdade e prestação de contas, haverá em princípio um bom fundamento de governança corporativa.

2) *Os direitos dos acionistas e as funções-chave da propriedade*. Recomenda-se o uso de três indicadores: a) a estrutura de propriedade, algo assim como “quem é quem” entre os acionistas; b) a concentração da propriedade, que compara os tamanhos relativos da propriedade; e c) a igualdade de tratamento na empresa para com os acionistas de diferentes tamanhos. Se a

---

<sup>43</sup> Não existe independência entre os mecanismos de governança, já que todos buscam um objetivo comum e se complementam individualmente e por subgrupos. Não obstante, um indicador composto enfrenta problemas de medição e de comparabilidade entre empresas e entre setores que o tornam menos útil para efeitos de sinalização de controle.

<sup>44</sup> Os fornecedores de capital são os acionistas (*shareholders*) e os credores de longo prazo, que serão denominados investidores (*stockholders*).

<sup>45</sup> Coletivamente, grupos de interesse em torno da empresa (*stakeholders*).

propriedade é concentrada, haverá que dar maior atenção ao comportamento dos acionistas de controle; se a propriedade é difusa, haverá que monitorar mais a administração e a burocracia; e entre um extremo e outro há muitas combinações, que sugerem examinar com cuidado as transações com partes relacionadas e o manejo de conflitos de interesse (dentro e fora do conselho), e as relações com as empresas subordinadas ou os grupos de proprietários.

3) Com relação aos *grupos de interesse social*, os indicadores propostos são: a) a distância salarial entre os trabalhadores da empresa e o mercado; b) a concentração de contratos da empresa entre seus fornecedores e contratistas; c) a satisfação dos usuários com o serviço; d) a qualidade da informação financeira; e e) a exposição informativa da empresa ao mercado. É comum em empresas mais antigas que haja uma acumulação de privilégios trabalhistas com forte impacto sobre os custos e a estrutura de passivos, gerando restrições à capacidade de lograr eficiências e tarifas baseadas em custos eficientes para os usuários. Há uma ampla margem de manobra na forma de apresentar os resultados das operações segundo o regime contábil que a empresa emprega. O que regimes mais estritos mandam enviar à conta de gasto ou provisão, outros menos rigorosos permitem enviar a ativos diferidos. Em geral, tende a haver menos risco de GC nas empresas que divulgam sistematicamente a informação e que se submetem ao escrutínio de seus números e relatórios por parte do mercado e de auxiliares especializados, como as auditorias externas independentes ou as agências de classificação de risco.

4) Em *responsabilidades do conselho de administração* propõe-se: a) a participação de membros independentes no conselho; b) o funcionamento do conselho; c) a autoridade do conselho sobre a diretoria executiva; e d) a gestão de monitoramento do conselho. A qualidade do trabalho do conselho de administração é uma das grandes chaves da GC: são muito diferentes os resultados que se podem esperar de um conselho formalista, empenhado nos procedimentos e vulnerável aos estipêndios, em comparação com os que podem ser alcançados por um conselho de administração integrado, informado, concentrado nos grandes rumos, providente e independente.

5) A *disciplina financeira* conta com os seguintes indicadores: a) o impacto de destinar recursos da empresa a objetivos não comerciais; b) o valor econômico agregado; c) o excesso de gasto gerencial; e d) o pagamento de dividendos em dinheiro. Esses indicadores não são subproduto automático da contabilidade, nem informam de maneira indireta os custos de agência

de uma empresa: devem ser construídos com cuidado e prudência dentro do sistema de informação gerencial e, mesmo assim, ser usados comedidamente. Os quatro tipos de indicadores de disciplina financeira proporcionam informação de alto poder para o diagnóstico de GC. Até que ponto são razoáveis o refinamento, o bom gosto, o espaço, as obras de arte e as lindas paisagens nos escritórios das empresas; ou a filantropia e a destinação de recursos para obras de benefício popular que caberiam melhor nos orçamentos públicos? Quão justificado estaria um relatório de gestão que destacasse os benefícios sociais de uma ESP para diferentes grupos de interesse, mas que ao mesmo tempo revelasse montantes elevados de ativos improdutivos e destruição de valor econômico? A ESP é responsável pela geração de empregos em sua área? Ou por dar subsídios aos pobres às expensas de seus recursos? E, ao contrário, uma ESP que deixe de fazer investimentos razoáveis para corrigir a contaminação que produz nos córregos e rios estará exercendo uma boa GC? Os indicadores desta seção certamente não respondem a perguntas desse tipo, mas ajudam a pensar na direção certa.

## Quadro 7a

### Indicadores de GC em ESP de água e saneamento

Nome do indicador	Definição	Cálculo ou valor do indicador	Variáveis	Fonte de informação
<b>Garantir a base de um quadro eficaz para GC</b>				
<b>Gestão do risco jurídico (GRL)</b>	Impacto das controvérsias contratuais sobre a ESP e seus acionistas. Mede indiretamente o alinhamento dos grupos de interesse com a empresa. Os litígios devem ser o último recurso de solução de diferenças entre os grupos de interesse e a empresa.	$GRL = \frac{(PLC + GL) * \frac{LIT_i}{LIT_{i-1}}}{P} * 100$	PLC: provisões para litígios e contingências GL: gastos legais P: patrimônio LIT <sub>i</sub> : n° litígios em curso em dezembro do último ano LIT <sub>i-1</sub> : n° litígios em curso em dezembro do penúltimo ano	Notas às demonstrações financeiras. Atas de assembleias de acionistas.
<b>Deveres fiduciários de acionistas de controle (DFAC) (DFAC)</b>	A empresa tem regras para que os proprietários de controle (ou o proprietário estatal) respondam perante os proprietários minoritários em relação aos riscos de desvio de ativos, aproveitamento de oportunidades da empresa e manipulação dos direitos de propriedade dos proprietários minoritários.	Não há proprietários minoritários = 0 As leis aplicáveis à empresa não tornam os proprietários majoritários responsáveis por deveres fiduciários perante os minoritários = 1 A empresa é regida pela lei geral de sociedades e pela do mercado de valores = 2 A empresa é regida por normas próprias mais exigentes do que a lei dos deveres fiduciários dos proprietários majoritários perante os minoritários = 3 Os órgãos de GC examinam o cumprimento destas normas e informam o público = 4		Relatórios de gestão. Informe ou pesquisa anual de GC. Estatutos, códigos de GC, declarações de acionista majoritário, convênios de governança município-ESP, códigos de ética empresarial, prospectos de emissão de ações ou bônus, regulamentos da DE.
<b>Direitos dos acionistas e funções-chave da propriedade</b>				
<b>Estrutura de propriedade (EP)</b>	Mostra a distribuição do número de proprietários e de suas cotas de propriedade por tipo de ação.	Distribuição de frequências de proprietários e ações ou cotas de propriedade.		Livro de acionistas e arquivos derivados. Relatórios ao mercado de valores.
<b>Concentração da propriedade (C<sub>p</sub>)</b>	Mostra como se distribui a propriedade da empresa entre proprietários de diversos tamanhos, para cada classe de ações. O cálculo deve incluir as ações possuídas de forma direta e indireta.	$G_p = 1 - \sum_{i=1} (Y_{i-1} + Y_i) * (N_i - N_{i-1})$	G <sub>p</sub> : coeficiente de Gini para a propriedade Y <sub>i</sub> : porcentagem acumulada de participação na propriedade N <sub>i</sub> : porcentagem acumulada de número de proprietários i: grupo de proprietários, ordenados segundo tamanho da propriedade	Livro de acionistas; estatutos; prospectos de emissão de ações.
<b>Igualdade de tratamento legal (IT)</b>	Mostra se existe um tratamento favorável para a ESP na legislação, seja de natureza trabalhista, tributária, de garantia por parte do Estado, de inembargabilidade de seus fundos, de isenção em relação à lei de falências ou à legislação comercial.	Não existe = 0  Existe = 1		Conceitos jurídicos. Relatórios anuais de GC.

## Quadro 7b

### Indicadores de GC em ESP de água e saneamento

Nome do Indicador	Definição	Cálculo ou valor do indicador	Variáveis	Fontes de informação
<b>Grupos de interesse social</b>				
<b>Distância Salarial (DS)</b>	Capacidade de negociação da ESP ante os trabalhadores. É a margem em que o salário de um empregado da ESP supera o salário médio de mercado por trabalho semelhante.	$DS = \frac{RPC - RR}{RR} * 100$	RPC: remuneração média segundo contrato RR: remuneração de referência (mercado)	Relatórios de responsabilidade social da empresa. Estatísticas trabalhistas. Estatísticas de superintendências ou agências de regulação.
<b>Concentração de contratos (G<sub>c</sub>)</b>	Mede a concentração de contratos firmados pela empresa entre seu contratista ou provedores de bens e serviços.	$G_c = \sum_{i=1} (CP_{i-1} + CP) * (M_i - M_{i-1})$	G <sub>c</sub> : coeficiente de Gini para contratos CP <sub>i</sub> : porcentagem acumulada de participação no valor total de contratos. M <sub>i</sub> : porcentagem acumulada de número de contratistas i: grupos de contratistas, ordenados segundo o tamanho dos contratos	Relatórios de Responsabilidade Social Empresarial. Pesquisas de satisfação de usuários. Relatórios de qualidade da água. Relatórios de cobertura. Estatísticas de petições, queixas e reclamações.
<b>Satisfação dos usuários (SU)</b>	Indicadores diversos de satisfação dos usuários e qualidade do serviço.	Segundo o indicador usado.		Relatórios de Responsabilidade Social Empresarial. Pesquisas de satisfação de usuários. Relatórios de qualidade da água. Relatórios de cobertura. Estatísticas de petições, queixas e reclamações.
<b>Qualidade da informação financeira (CIF)</b>	Avanço na implementação de normas internacionais de informação financeira (NIIF); ou reapresentação em NIIF de demonstrações financeiras elaboradas segundo norma local.	Nenhuma ação = 0 Existe o projeto = 1 Em desenvolvimento = 2 Em funcionamento = 3		Notas às demonstrações financeiras. Relatórios de auditoria externa. Informação gerencial.
<b>Exposição informativa (EF)</b>	Grau de divulgação pública da informação relevante da empresa.	Informação desatualizada = 0 Só a órgãos públicos de controle = 1 Na web, acesso restrito apenas a proprietários e administradores = 2 Na web, acesso público = 3 Na web e em publicações tradicionais = 4		Página web da empresa. Páginas web de superintendência e agências de controle. Estatutos, códigos de bom governo e prospectos de emissão.

## Quadro 7c

### Indicadores de GC em ESP de água e saneamento

Nome do Indicador	Definição	Cálculo ou valor do indicador	Variáveis	Fontes de informação
<b>Responsabilidades do conselho de administração</b>				
<b>Participação de membros independentes (PDI)</b>	Mostra a importância da participação dos membros independentes do CA	Nenhum = 0		Atas de assembléia e do CA
		Até 1/3 do CA = 1		
		O anterior e os membros independentes estão nos comitês de auditoria, GC e nomeação = 2		
		Os membros independentes são maioria no CA = 3		
		Se as ESP e EPE cumprem, além disso, requisitos de independência política, acrescenta-se um ponto a quaisquer dos anteriores		
<b>Funcionamento do CA (FJD)</b>	Indicadores diversos: regularidade das sessões do conselho e dos comitês; comparecimento a sessões; uso do tempo do CA por temas; organização do CA e dos comitês; papel do presidente do conselho.	Segundo o indicador usado		Atas do conselho e dos comitês; Auto-avaliação anual do conselho; Relatório anual de GC.
<b>Autoridade do CA sobre a diretoria (AJDG)</b>	Mostra o grau de autoridade efetiva do conselho sobre a diretoria da ESP	O conselho não elege o diretor presidente (CEO) nem fixa sua remuneração = 0		Estatutos, códigos de GC, atas do CA e comitê de GC, informação gerencial
		O conselho divide a decisão de escolha e remuneração do CEO com a assembléia ou com o proprietário estatal controlador = 1		
		O conselho é o único responsável pela escolha e remuneração do CEO = 2		
		O conselho escolhe o CEO e aplica critérios de remuneração variáveis segundo o desempenho = 3		
		O conselho nomeia e remunera o CEO e co-administra = -1		
<b>Gestão de monitoramento do CA (GM)</b>	Mostra o grau de autoridade do conselho em suas funções próprias de monitoramento	<i>O indicador GM acrescenta 1 ponto para cada uma das seguintes atividades (seu valor vai de 0 a 5)</i>		
		O conselho monitora a execução de planos estratégicos e grandes políticas = 1		Atas do CA, relatórios anuais de gestão, relatório anual de GC.
		O conselho avalia o desempenho da diretoria = 1		
		O conselho auto-avalia seu próprio desempenho = 1		
		O comitê de auditoria do CA supervisiona a qualidade do controle interno e da informação financeira = 1		
O CA presta contas diante de uma assembléia de proprietários = 1				

## Quadro 7d

### Indicadores de GC em ESP de água e saneamento

Nome do Indicador	Definição	Cálculo ou valor do indicador	Variáveis	Fontes de informação
<b>Disciplina financeira</b>				
<b>Impacto de objetivos não comerciais (IONC)</b>	Estima o impacto econômico para a empresa de assumir compromissos econômicos maiores do que os que aceitaria uma ESP dirigida exclusivamente com critério comercial.	$IONC = \frac{CSNR + RT + ENCNR}{VF} * 100$	CSNR: custo de subsídios não reembolsados RT: defasagens tarifárias ENCNR: despesas não comerciais não reembolsadas pelo Estado VF: valor de faturamento	Relatórios de gestão, atas de DE, relatórios e estudos de superintendência e agências de controle.
<b>Valor econômico agregado (EVA)</b>	Mede a criação de valor por parte da empresa, depois de deduzido o custo de reposição do capital empregado.	$EVA = UAIDI - (VCI * CPC)$	UAIDI: lucro de operações ordinárias antes de juros e depois de impostos VCI: valor de capital investido CPC: custo médio ponderado do capital	Relatórios de gestão. Demonstrações Financeiras com suas notas. Informação gerencial.
<b>Excesso de gasto gerencial (EGG)</b>	Teoricamente são os gastos ordenados pelos administradores além daqueles estritamente necessários para cumprir os objetivos comerciais da empresa. Como proxy do EGG sugere-se a referencialização competitiva.	$EGG = \frac{CMA_{empresa} - CMA_{sector}}{CMA_{sector}} * 100$	CMA <sub>empresa</sub> : custos médios administrativos por subscritor na operação de água e esgoto da ESP CMA <sub>sector</sub> : custos médios administrativos por subscritor na operação de água e esgoto da ESP comparáveis	Estudos de custos das comissões de regulação e superintendência setoriais.
<b>Pagamento de dividendos (PD)</b>	Registra a existência e o montante de dividendos pagos pela ESP. É um indicio de reconhecimento aos proprietários do direito a decidir o destino dos rendimentos sobre seu investimento, em lugar de reter esses rendimentos de modo sistemático na empresa.	$PD = \frac{DPE}{UN} * 100$	DPE: dividendos pagos em efetivo UN: lucro líquido	Notas às demonstrações financeiras. Atas de assembleias de acionistas.

## CARACTERÍSTICAS DOS INDICADORES

### GARANTIR A BASE DE UM QUADRO EFICAZ PARA A GC

A legislação e as normas formais de GC requerem um terceiro capaz de fazer valer os contratos entre as partes envolvidas ou que os diversos interesses tenham chegado a esquemas de incentivos alinhados com os interesses gerais da empresa.

Entre as pessoas ou grupos que interagem com as empresas forma-se uma rede complexa de obrigações e direitos. Pode haver numa rede como essas obrigações impossíveis de cumprir ou de cumprimento contingente. Além disso, a redação inadequada de contatos, o não cumprimento do estabelecido, o descuido e a falta de atenção quanto a possíveis prejuízos causados a terceiros podem conduzir à perda de valor para a empresa, por ineficiência ou desleixo, com efeitos sobre o interesse do acionista. Um caso especial é o da relação da empresa estatal com seu controlador. É uma relação complexa porque a EPE tem objetivos de natureza comercial e política (alocar e gastar recursos públicos para alcançar bens “meritórios” por meio da redistribuição). O conflito aparece quando a entidade estatal controladora não estabeleceu com antecedência a compensação da empresa pelo custo dos objetivos não comerciais. Os objetivos políticos deveriam afetar o orçamento público, não o resultado operacional da empresa estatal. Somente quando há clareza de parte a parte é que a ESP estatal pode ser um bom veículo para implantar políticas públicas e prestar contas claras por sua gestão do objeto social, independente das tarefas adicionais que realize para o Estado.

*Gestão do risco legal.* Este indicador agrega os gastos causados por litígios e reclamações contra a empresa e os gastos com serviços de advogados internos e externos como proporção do patrimônio. O resultado anterior é modificado por um multiplicador que, se for maior do que um, capta uma tendência ao aumento do risco e, se for inferior a um, uma tendência de diminuição do risco. Em essência, mostra se a empresa se desenvolve num entorno jurídico de contratação em que impera o respeito aos direitos das partes, ou se a situação é oposta. Nos entornos em que a contratação de obras públicas, mão de obra, instrumentos financeiros e garantias produzem sistematicamente situações controversas, é provável que os fundamentos de uma boa GC sejam precários.

*Deveres fiduciários dos acionistas controladores.* É uma escala que qualifica o grau de compromisso de bom comportamento por parte dos acionistas minoritários, e o grau de controle desse compromisso, seja pelas normas internas da empresa, seja pela ação de supervisão externa ou de reclamações perante árbitros ou tribunais externos. O indicador nos diz em que medida há bases para confiar na mitigação dos custos de agência entre maiorias e minorias. Se não houver acionistas minoritários, este indicador perde relevância.

## DIREITOS DE ACIONISTAS E FUNÇÕES-CHAVE DA PROPRIEDADE

*Estrutura de propriedade.* O indicador EP é construído a partir do livro de acionistas. Pode ser um quadro ou figura que mostre a importância relativa dos principais acionistas ou proprietários, com o esforço adicional de identificar os chamados “beneficiários reais”, caso os acionistas registrados sejam por sua vez subordinados ou controlados por empresas matrizes ou *holding*. Será ainda mais útil se for mostrado em forma de histograma de frequências, incluindo os diferentes blocos de acionistas que votam em separado ou em conjunto. É interpretado em harmonia com as regras para decidir na assembleia de acionistas e no conselho de administração, assim como com os acordos de acionistas registrados na secretaria geral da empresa.

*Concentração da propriedade.* O indicador Cp é uma medida estatística que se aplica a toda a distribuição de frequências relativas acumuladas de acionistas e de ações possuídas, denominada coeficiente de Gini, cujos valores podem oscilar entre 0 (em que todos os acionistas têm igual número de ações) até 1 (em que um acionista tem todas as ações e os demais nenhuma). O indicador Cp revela indícios de problemas de GC potenciais e diferentes, de um extremo de mínima concentração até um extremo de máxima concentração. É um indicador *ex ante*. a) Se a concentração for máxima, os problemas de GC derivam da tentação de utilizar a empresa para fins adicionais aos de seu objeto social sem compensação suficiente. b) Se os direitos de propriedade tiverem uma concentração tal que existe, de um lado, um bloco de um acionista controlador e, de outro, um grupo minoritário de acionistas, surge a possibilidade de que o interesse do primeiro prevaleça sobre o segundo grupo, outro caso específico de agência. É possível que os acionistas controladores (*insiders*) tratem de usar seu poder na empresa para procurar benefícios de controle em proporção superior a sua cota de propriedade, ou seja, à custa de outros investidores. Por outro lado, a concentração pode contribuir para mitigar os custos de

agência administrativos: os grandes acionistas com ânimo de lucro têm um incentivo maior para fazer valer seu interesse por maximizar o valor corporativo ou o fluxo de dividendos, e portanto controlar e monitorar eficazmente os gestores. c) As EPE são um caso comum de “falha de ação coletiva” quando o proprietário único ou majoritário é uma entidade estatal e os proprietários finais (que recebem o impacto último dos fluxos de caixa residuais e do valor da empresa) são os cidadãos. Essa situação equivale à de uma sociedade anônima com propriedade atomizada, em que os pequenos acionistas (cidadãos) enfrentam custos de coordenação e busca que impedem o exercício do controle, surgindo como fenômeno dominante a apatia do pequeno investidor (cidadão). Por essas razões, devem ser elaborados mecanismos de governança apropriados às características das ESP estatais. Em especial, os que resultam de formas organizacionais alternativas. Da mesma forma, deve-se constatar se o Estado outorga privilégios a uma empresa. A existência de tratamento preferencial é um sintoma do terceiro tipo de conflito de GC, entre a empresa e o público; um indício são os rendimentos auferidos pela empresa que representam custos de agência para um ou vários de seus grupos de interesse ou de seus proprietários (usuários, Estado, credores, trabalhadores etc.). Pode implicar que o Estado subsidie de modo contínuo e pouco transparente empresas ineficientes ou não autossustentáveis, ou que na prática esteja dando garantias implícitas (salvamento).

*Igualdade de tratamento legal.* O indicador IT mostra se existe um tratamento favorável para a empresa na legislação, seja de natureza trabalhista, tributária, de garantia por parte do Estado, de não embargamento de seus fundos, de isenção com relação à lei de falências ou à legislação comercial. Em particular no caso das EPE, confirma se existe tratamento preferencial para alguma delas em comparação com a legislação societária ordinária. Muitas vezes ocorre que a discriminação tributária, trabalhista ou comercial em favor de uma EPE é “cobrada” pelo Estado proprietário da empresa mediante outro tipo de cobrança mais onerosa.

## GRUPOS DE INTERESSE SOCIAL

A concentração de decisões ou processos-chave dentro de uma empresa pública facilita a obtenção de renda econômica<sup>46</sup> por grupos de interesse. É importante analisar a informação que a empresa difunde acerca de suas relações com os grupos de interesse e em que medida essas relações seguem práticas de mercado nos respectivos produtos e serviços. Um caso importante são os trabalhadores. Além de caracterizar o grau em que o contrato com os grupos de interesse afeta a eficiência e a competitividade da empresa por meio de eventuais sobre custos, há que examinar se os contratos acordados com esses grupos afetam a capacidade da empresa para fazer cumprir as decisões básicas. O público é um grupo de interesse heterogêneo, em especial os indivíduos que poderiam trazer recursos externos para a empresa. Um componente importante para reduzir as tentativas de captura neste caso é a quantidade e a qualidade da informação que a empresa presta ao público e o tipo de processo que se usa para comprar bens e serviços ou para atrair financiamento adicional. No caso dos provedores de capital, uma informação rudimentar, ocasional e ambígua significaria, no fim, perder fontes de dinheiro provenientes de empréstimos, de *joint ventures* e da colocação de bônus. Isto equivale a encarecer o custo de capital; neste caso, os investidores são expropriados devido a uma gestão inapropriada e ineficiente.

*Distância salarial.* O indicador DS visa estimar a capacidade de negociação da empresa frente aos trabalhadores, medindo a margem em que o salário de um empregado da empresa supera o salário médio do mercado por trabalho semelhante. Se o indicador, por exemplo, é expresso numericamente como 0,2, significa que os trabalhadores são remunerados com 20% adicionais sobre outros empregados com trabalhos semelhantes em outras empresas. Ao usar o indicador DS, é importante que se trabalhe com cifras comparáveis; devem-se considerar os diferentes regimes trabalhistas, níveis de cargo, antiguidade, competências específicas dos trabalhadores etc.

---

<sup>46</sup> A expressão “renda econômica” refere-se à receita recebida pelo proprietário de um recurso cuja disponibilidade é fixa ou não responde ao montante do preço ou compensação paga pelo uso do recurso. Fala-se de renda econômica quando a receita que o proprietário obtém de qualquer fator de produção é superior ao custo de oportunidade de produzir essa quantidade do fator. Se essa condição for temporária, fala-se de “quase renda”. Em geral, pode haver renda econômica quando o proprietário do recurso logrou uma posição de negociação que bloqueia a ação competitiva de outros dispostos a oferecer o mesmo recurso por um preço menor.

*Concentração de contratos.* O indicador  $G_c$  é o mesmo coeficiente de Gini usado antes para a propriedade acionária, mas neste caso mede a concentração de contratos entre os fornecedores e contratistas de uma ESP. É importante ter em conta o alcance desse indicador. Em primeiro lugar, pode ser o resultado natural do processo de seleção competitiva e não ter um significado unívoco por si só. O indicador informa sobre o tamanho relativo dos incentivos que estão em jogo e o alcance que deve assumir a função de controle corporativo, a disciplina financeira e o monitoramento estratégico do conselho de administração sobre a diretoria. Em segundo lugar, o indicador deve ser analisado conjuntamente com outras considerações, como a contratação atomizada de bens e serviços (prática justificável quando há um mercado competitivo de fornecedores qualificados e os custos de coordenação são limitados), em que medida os contratos podem ser segmentados por seu grau de exposição a regulação setorial, a prazos longos de execução, a diferentes distribuições de risco entre a empresa e os contratistas, a diferentes graus de incerteza sobre o resultado final do contrato etc. Portanto, uma das segmentações úteis deste indicador de concentração será aquela relacionada com a forma de resolver reclamações, conflitos, disputas e novos fatos.

*Satisfação do usuário.* O indicador SU mede como a empresa se relaciona com o usuário. Como o indicador se refere ao objetivo fundamental de uma ESP, não pode ser desligado de uma medida de avaliação da gestão, ainda que o interesse seja o reconhecimento do avanço nos assuntos de GC. Nesse sentido recomenda-se agir com sentido pragmático e usar as fontes da empresa. Algumas são subjetivas, como as pesquisas de satisfação realizadas pelas áreas de marketing, qualidade, operações; outras são objetivas, como as estatísticas de queixas e reclamações, e como os indicadores típicos da indústria quanto a cobertura, qualidade físico-química da água, impacto em salubridade, interrupção ou continuidade do serviço etc. Este índice pode complementar as medições de aceitação dos ajustes tarifários por parte dos usuários.

*Qualidade da informação financeira.* O indicador CIF reveste-se de uma enorme importância também, pois contribui para uma interpretação adequada da informação contábil, de mercado e de outro tipo que se disponibiliza regulamente para os que proporcionam capital à empresa em forma de ações de diversas classes, bônus, papéis comerciais e créditos de longo prazo. O estado da adoção das chamadas NIIF, ou normas internacionais de

informação financeira, é desigual nos diversos países latino-americanos, o que impede a comparação de vários dos mais importantes indicadores financeiros de desempenho. Inclui-se dentro da escala uma classificação para as ESP que não podem adotar livremente os padrões NIIF, mas que aceitam reexpressar suas demonstrações financeiras com padrões NIIF.

*Exposição informativa.* O indicador EI é uma escala cumulativa que mostra o grau em que a informação relevante da empresa é divulgada publicamente. Dá-se um ponto à existência de leis com respeito à obrigação de uma empresa de fornecer informação às autoridades respectivas, em contraste com sua inexistência. Dá-se uma maior pontuação à divulgação em meios de comunicação de massa e à facilidade de consulta. Este é um dos aspectos em que se podem apreciar as maiores diferenças entre as empresas com processos avançados de GC e aquelas onde a informação não é transparente. Os esforços para mitigar as assimetrias de informação estão no centro das boas práticas de GC. O que também revela muito sobre a qualidade dos resultados de GC é que a empresa entregue regularmente o equivalente dos informes conhecidos como “*proxy statement*”<sup>47</sup> nas normas aplicáveis às empresas registradas nos mercados de valores dos Estados Unidos e de outros países. Esse conteúdo informativo inclui a indicação dos riscos que a empresa enfrenta, seus projetos principais, suas unidades de negócios, os movimentos de propriedade, as transações com acionistas de controle e direção, assim como a chamada “informação relevante”.

## **RESPONSABILIDADES DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO**

O conselho de administração é o mecanismo central de GC. No caso das ESP constitui o órgão que pode dirimir e reduzir os conflitos proprietários–controladores–gestores, típicos dessas empresas. Os problemas atribuídos às relações entre acionistas controladores e minoritários têm uma frequência e importância relativa menores devido à propriedade estatal da maioria das empresas no setor. O conselho de administração deve proceder de forma independente e relevante. A independência implica em que cada membro do conselho deve incentivar e defender os interesses da empresa sobre os interesses específicos do acionista ou grupo de acionistas que apoiou seu nome na eleição da assembleia de

---

<sup>47</sup> Documento que contém informações dirigidas aos acionistas sobre temas que serão discutidos no futuro (geralmente em uma assembleia de acionistas) e que eles terão de tomar uma decisão à respeito. (N.do.R.)

acionistas. No caso das EPE, esse dever se concentra na necessidade de proteger a empresa do efeito indevido dos temas puramente políticos ou do risco político. A relevância do conselho de administração implica em que a participação dos membros deve ser estável e decisiva no período para o qual foram eleitos. É preciso reconhecer a dificuldade de elaborar indicadores pertinentes dos resultados do conselho de administração que não se confundam em geral com o desempenho da empresa ou com a gestão da diretoria executiva.<sup>48</sup> As normas de GC ajudam, mas não garantem nada: entre duas empresas com estatutos, CBG e regulamentos de direção idênticos, a primeira pode ter um conselho de alto desempenho e a segunda um conselho medíocre. Um exame dos currículos dos candidatos a membros do conselho apresenta uma dificuldade semelhante, pois nem sempre os integrantes do conselho e a diretoria executiva conseguem formar uma boa equipe. O uso eficaz do tempo e a qualidade das discussões e decisões são particularmente difíceis de apreciar de fora. Todos esses aspectos apontam para uma formulação de indicadores que deve ser reconhecida como parcial e insuficiente.

*Participação de conselheiros independentes.* O indicador PDI é resultado de intensas discussões que influíram fortemente nas recomendações de constituição dos conselhos de administração nas distintas legislações de GC. A noção de conselheiro independente em sentido econômico corresponde à de uma pessoa cuja condição de bem-estar não pode vir a ser afetada nem influída por atos de outros colegas no conselho, de acionistas controladores, de diretores executivos da empresa, nem direta ou indiretamente por meio de agregados ou das organizações a que uns e outros pertençam, a ponto de influir sobre a forma como essa pessoa toma decisões no conselho. Há diversas formas de combinar tais requisitos. Um conselheiro não dependente de um agente controlador seguramente buscará sempre o que mais convenha aos proprietários da empresa em seu conjunto, e portanto às possibilidades de maximização do valor dessa empresa no longo prazo. Nas ESP esse mesmo tipo de atitude independente deve ser levado em consideração

---

<sup>48</sup> Uma caricatura famosa publicada em 2003 ilustrou esse problema: representava um professor com um quadro em que havia colocado os indicadores mais aconselhados para medir o desempenho de vários conselhos de administração: experiência de direção de alto nível, número de CEO e ex-ministros de Estado entre os membros, horas de dedicação anual ao trabalho do conselho de administração, número de membros independentes etc. Todas as empresas no quadro desse professor obtinham boa pontuação, mas tratava-se da Enron, WorldCom, Tyco e outras do mesmo tipo. (As empresas citadas pelo autor ficaram famosas por fraudes de bilhões de dólares em seus balanços). (N.do.R.)

em relação a agentes poderosos como ministros, prefeitos ou um diretor presidente (CEO) designado não pelo conselho de administração, mas por um alto funcionário da entidade estatal proprietária. No caso das ESP estatais, deve-se considerar a ampliação do conceito de independência em relação à política, como foi discutido na segunda seção.

*Funcionamento do conselho de administração.* Há uma variedade de aspectos a considerar quanto a este ponto, mas nenhum deles satisfaz por completo o conceito que se quer condensar. Em alguns conselhos de administração pode ser necessário pôr em evidência a assistência de cada conselheiro e o papel que os suplentes desempenham na prática; em outros casos, valerá a pena identificar o uso do tempo escasso do conselho, sua organização mais ou menos inteligente, incluindo a de seu presidente e seus comitês, sua divisão de trabalho, os temas tratados pelo conselho, sua concentração estratégica etc.; deve-se, porém, reconhecer que muitas vezes o que o conselho de administração deliberadamente não faz é tanto ou mais importante do que o que faz.

*Autoridade do conselho de administração sobre a diretoria executiva.* O indicador AJDG tenta visualizar o grau em que o conselho de administração de uma ESP efetivamente governa. No setor público às vezes ocorre que os conselhos de administração foram despojados de atribuições efetivas: não podem selecionar nem o diretor presidente (CEO) nem os membros da diretoria executiva, fixar sua remuneração ou destituí-los, não podem definir níveis de atribuição, discutir a fundo os orçamentos que vão aprovar nem decidir contratos; o trabalho que se espera dos conselhos reduz-se à condição de notários de alto nível. Isso deriva dos regimes tradicionais da administração pública centralizada, pouco propensa a delegar, em que pesava mais o telefone do ministro do que 90% do conselho de administração. Com isso, o indicador FJD fica relativamente aberto a que o leitor escolha a combinação que considere mais apropriada para a avaliação que empreenderá.

*Gestão do monitoramento.* O indicador GM se expressa também em forma de escala, mas com atributos adicionais. Procura simplesmente captar o critério de que um conselho que não controle os aspectos importantes também não terá meios de saber o resultado e o cumprimento de suas decisões. Um ponto a destacar: um conselho que não tenha que prestar contas a ninguém carece de incentivos apropriados. Nas ESP costuma ocorrer que o ministro ou o prefeito faz parte do conselho de administração ou o preside e,

portanto não ganha a distância necessária para que a prestação de contas do conselho seja um meio eficaz de controle. Por outro lado, os órgãos legislativos estão tão distantes e tão comprometidos pela controvérsia política que seu controle também não é ideal. Sobre, assim, o monitoramento dos órgãos oficiais de controle do Estado, que costumam ser do tipo procedimental e casuísta e não orientados em função do valor.

## DISCIPLINA FINANCEIRA

Caso se peça às ESPAS para cumprir com objetivos de política distintos dos objetivos propriamente comerciais de sua atividade, essa exigência tem que ser apoiada por alguém. Os indicadores desta seção constituem uma tentativa de quantificar os impactos agregados de decisões internas, dos órgãos de poder das ESP, ou externas, de seus proprietários ou grupos de interesse, sobre a condição financeira dessas empresas e sua sustentabilidade econômica.

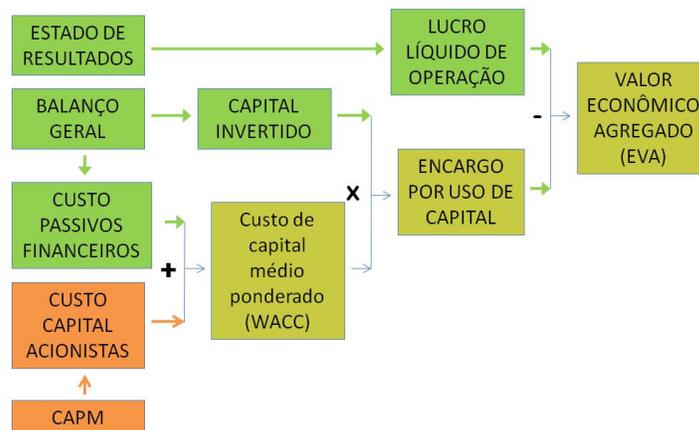
*Impacto de objetivos não comerciais.* O indicador IONC estima o impacto de assumir compromissos econômicos além dos que seriam aceitos por uma ESP que fosse gerida exclusivamente por critérios comerciais. Esses compromissos derivam de três tipos de decisão com impacto sobre as demonstrações financeiras da empresa e são calculados como proporção do faturamento: a) os subsídios que a companhia outorgue a qualquer grupo ou subgrupo de interesse, como fruto de uma decisão de alcance político induzida pelo Estado ou seus agentes, diretamente ou através do conselho ou da diretoria executiva, na medida em que os valores equivalentes não sejam reembolsados pelo Estado à empresa, esse impacto não pressupõe nenhum juízo de valor acerca da justificação política desses subsídios; simplesmente parte do princípio que o impacto econômico último dos subsídios deve ser assumido às expensas do orçamento público e não da operação da empresa; b) as defasagens tarifárias, ou seja, a receita que a empresa deixe de perceber num período contábil em consequência da decisão de não aplicar as tarifas que compensem o custo médio operacional aceito pelas autoridades regulatórias; e c) os gastos não comerciais não reembolsados pelo Estado, que são uma forma de usar a empresa como segundo guichê de gastos públicos, embora a companhia não tenha sido criada com esse propósito. No cálculo dos subsídios devem ficar explícitas as relações com outras empresas vinculadas ou subordinadas ou com departamentos ou divisões da mesma empresa, caso em que é possível que os tratamentos comerciais impliquem em preços de transferência distintos

daqueles fixados para o público ou para o mercado, com a consequente fuga de valor para a empresa ou captura do valor criado por outras entidades.

*Valor econômico agregado.* O indicador EVA mede a criação de valor por parte da empresa, depois de deduzido o custo de oportunidade do capital empregado. Este é provavelmente o indicador de maior relevância em longo prazo para perceber o impacto positivo da GC. O EVA é calculado idealmente a partir de informação dos valores de mercado da dívida e do capital. Como a maioria das ESPAS não emite bônus nem ações de grande liquidez nos mercados de valores, a informação contábil é usada de maneira subsidiária. Os componentes genéricos do cálculo do EVA aparecem no Esquema 4. Uma empresa somente será sustentável em longo prazo se conseguir gerar um lucro contábil superior ao custo de oportunidade de sua estrutura de capital. Não basta que a empresa registre lucros contábeis positivos, pois se o custo pelo uso do capital é superior ao lucro a empresa estará destruindo valor e consumindo seu capital. Este indicador é também de grande utilidade para perceber se a política de propriedade do Estado é eficaz. Por exemplo, uma ESP que comece com EVA negativo no ano  $i$ , mas à altura do ano  $i+4$  tenha chegado a um EVA zero ou positivo, terá demonstrado um esforço coerente. O progresso poderá ser medido todos os anos mediante o “delta EVA” e a meta anual seria a de obter um delta EVA positivo até alcançar a meta de prazo médio de criação de valor. O exercício de fixar metas absolutas para EVA, ou de reduzir em uma fração o valor negativo do mesmo, pode contribuir para que uma empresa obtenha não apenas melhorias de desempenho, mas também que se mitiguem os custos de agência pelos seguintes motivos: a) leva a estabelecer uma política de propriedade explícita e concreta do agente controlador estatal para com a ESPAS; b) facilita que os acionistas minoritários obtenham retornos competitivos e assim permaneçam na empresa; c) apoia esforços para limitar benefícios privados de controle, autocontratação e excesso de gasto gerencial; d) pressiona o agente controlador estatal a concentrar no orçamento oficial as prioridades de política pública e reservar o orçamento da ESPAS apenas para operação e investimento em seu objeto social, ou para pagar dividendos a seu proprietário estatal; e) acelera a saída de ativos improdutivos e ajuda a calibrar o tamanho do investimento fixo e a ordenar o banco de projetos segundo o rendimento; e f) torna explícito o custo do capital estatal.

## Esquema 4

### Variáveis que compõem o valor econômico agregado



*Excesso de despesa gerencial.* Este indicador não pretende expressar juízo de valor algum, mas tenta captar o efeito de alguns dos custos de agência mais difíceis de medir, ainda que sejam conceitualmente muito claros na teoria econômica da empresa.<sup>49</sup> A noção de excesso de despesa gerencial corresponde aos gastos ordenados pelos administradores além dos estritamente necessários para cumprir os objetivos comerciais da empresa. No registro contábil distingue-se entre “custo” (gastos necessários para produzir) e “despesa” (gastos que não dependem do nível de produção). Por sua vez, a despesa pode incluir: a)

---

<sup>49</sup> Ver, por exemplo, Jensen (2000), capítulo 4: “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure” (coautor do capítulo: W. Meckling). Eles estudam a forma como é afetado o valor da empresa e portanto os interesses dos proprietários perante diferentes níveis de gasto gerencial em benefícios “não pecuniários”(definidos na nota 17, pág. 461), assim como a relação entre o valor da firma, o gasto gerencial e o investimento em gastos de auditoria e controle. Williamson (1964) propôs de modo mais amplo a noção da preferência gerencial pelo gasto, no sentido de que os gerentes percebem utilidade proveniente de suas decisões de gasto discricionário. Jensen e Meckling partem do comportamento maximizador de benefícios da teoria neoclássica, analisado em situações de informação assimétrica, enquanto Williamson emprega o enfoque dos custos de transação e da incerteza, no qual o oportunismo e a racionalidade restringida são fundamentais. Esses trabalhos não se referem a fenômenos de corrupção ou ilegalidade, pois todo sistema de GC deixa um espaço inevitável para despesas gerenciais discricionárias. Daí a importância das práticas de GC referentes a conflitos de interesse e a transações com partes relacionadas. Os economistas citados procuram explicar realidades empresariais; Jensen e Meckling concluem que a contraposição de interesses entre acionistas e gerentes de empresas abertas ao mercado de capitais finalmente produz resultados eficientes, enquanto Williamson conclui que as empresas com excesso de gasto gerencial são ineficientes, mas que o efeito de bem-estar depende do somatório líquido de menores lucros da empresa (os proprietários) face a maiores receitas reais para o pessoal (*staff*) e os gerentes.

despesas necessárias para a sobrevivência em longo prazo da empresa e b) despesa discricionária, cujo montante pode ser mais ou menos amplo. Tanto a) como b) estão nos orçamentos, cabem em diferentes cenários e sua conveniência se define em vários níveis de delegação e negociação entre o conselho de administração e a diretoria. As análises de preferência pelo gasto como despesa discricionária sugerem que ali podem caber itens tão variados como o tamanho do recurso humano, a quantidade de níveis e a complexidade da pirâmide do organograma, a antiguidade, remunerações e estabilidade do pessoal, a beleza, decoração e comodidade das oficinas executivas, as reuniões e convenções, as viagens de negócios com estipêndios especiais, o conjunto de elementos e sinais de poder (*perks*), os gastos de relações públicas e imagem, a filantropia que não foi decisão dos proprietários, mas dos diretores executivos ou do conselho de administração etc. Esses cenários podem ser excesso de despesa gerencial na medida em que representem conceitualmente uma distribuição prévia dos lucros dos proprietários. Não são, porém, observáveis diretamente como tais. Este indicador é, então, uma simples aproximação para efeitos comparativos que busca identificar se uma ESP tem um maior nível de custo médio administrativo por subscritor do que outras empresas comparáveis.

*Pagamento de dividendos.* O indicador PD é simplesmente a taxa de pagamento de dividendos em dinheiro como proporção de seu lucro líquido depois de impostos. É um indício do reconhecimento aos proprietários do direito de decidir o destino dos rendimentos sobre seus investimentos, em lugar de reter esses rendimentos de modo sistemático na empresa. Há também um forte fundamento na teoria da empresa, pois uma inclinação quase generalizada entre os administradores das ESP os leva tradicionalmente a propor a retenção dos lucros, com argumentos que variam entre um certo paternalismo (a mensagem é: “este dinheiro se conserva melhor na empresa, onde há mais ordem, do que nas mãos do Estado, onde os políticos o dilapidam”) e um certo oportunismo (a mensagem é: “já que é tão difícil que o legislativo aprove capitalizações de novos recursos, pelo menos que não levem o resultado dos lucros, e que fiquem como lucros retidos em compensação pelos gastos e pela ajuda que lhes damos”).

## 5. BIBLIOGRAFIA

### GOVERNANÇA CORPORATIVA GERAL

- Alcazar, L., Xu, L. C., e Zuluaga, A. M. 2000. *Institutions, Politics and Contracts*. Policy Research Working Paper.
- Arbós, Xavier e Salvador Giner. 1993. *La gobernabilidad. Ciudadanía y democracia en la encrucijada mundial*. Madrid, Siglo XXI.
- Beltrán, Jesús Mauricio. 1988. *Indicadores de gestión*. 3R editores, Bogotá, Colômbia.
- Berle, Adolf e Gardiner Means. [1932] 1957. *The Modern Corporation & Private Property*. Transaction Publishers. New Brunswick, Estados Unidos.
- Buchanan, J. M. *The Demand and Supply of Public Goods*. 1999. Library of Economics and Liberty. Tirado da internet: [www.econlib.org/library/Buchanan/buchCv5c1.html](http://www.econlib.org/library/Buchanan/buchCv5c1.html). Data de acesso: 7 de setembro de 2008.
- Buckley, Petter e Michie, Hinathan Press (ed). 1996. *Firms, Organizations and Contracts*. Oxford University, Nova York.
- Castañeda Ramos, G. 2006. “Governance of Large Corporations in Mexico and Productivity Implications.” *ABANTE, Studies in Business Management*, Vol.3 N°1 pp. 57–89.
- Chandler, Alfred D. [1977] 2002. *The Visible Hand. The Managerial Revolution in American Business*. Cambridge, MA e Londres, Harvard University Press.
- Chew Jr., Donald H. e Stuart L. Gillan (ed.). 2005. *Corporate Governance at the Crossroads. A Book of Readings*. Nova York, McGraw-Hill Irwin.
- Chong, Alberto e Florencio López de Silanes. 2007a. *Corporate Governance in Latin America*. Banco Interamericano de Desenvolvimento. Tirado da internet: [www.iadb.org/res](http://www.iadb.org/res). Data de acesso: 14 de setembro de 2008.
- \_\_\_\_\_. 2007b. *Investor Protection and Corporate Governance. Firm-Level Evidence Across Latin America*. Washington e Palo Alto, CA, Banco Interamericano de Desenvolvimento e Stanford University Press.
- Coase, Ronald. [1937] 1996. *The Nature of the Firm*. Reimpresso em *La naturaleza de la empresa. Orígenes, evolución y desarrollo*. México, FCE.
- Coffee Jr., John C. 2006. *Gatekeepers. The Professions and Corporate Governance*. Nova York, Oxford University Press.

- Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV). 2007. Documento de trabalho: “Grado de cumplimiento de los principios de un buen gobierno corporativo durante el ejercicio 2006”. Peru.
- Confecámaras. 2002. Proyecto de código de buen gobierno corporativo del Perú. Governança corporativa.
- Cueto, D. 2008. *Corporate Governance and Ownership Structure in Emerging Markets: Evidence from Latin America*. Tirado da internet. [www.ssrn.com/abstract=1157031](http://www.ssrn.com/abstract=1157031). Data de acesso: 14 de setembro de 2008.
- Dallas, George (ed.). 2004. *Governance and Risk. An Analytical Handbook for Investors, Managers, Directors and Stakeholders*. Nova York, McGraw-Hill. (Enfoque Standard & Poor’s.)
- Fox e Heller. 2006. *Corporate Governance Lessons from Transition Economies*. Washington, Banco Mundial.
- Jeffrey N. Gordon e Mark J. Roe (ed.). 2004. *Convergence and Persistence in Corporate Governance*. Cambridge, Cambridge University Press.
- Jensen, Michael C. A 2000. *Theory of the Firm: Governance, Residual Claims, and Organizational Forms*. Cambridge, MA e Londres, Harvard University Press.
- \_\_\_\_\_. 2001. “Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function.” *European Financial Management Review*, V. 7, No. 3: pp. 297–317.
- Kaen, Fred R. 2003. *A Blueprint for Corporate Governance. Strategy, Accountability, and the Preservation of Shareholder Value*. Nova York, American Management Association (AMACOM).
- Kappler, L. F., e I. Love. 2002. “Corporate Governance, Investor Protection, and Performance in Emerging Markets.” Policy Research Working Paper.
- Kraakman, Reinier, Paul Davies, Henry Hansmann, Gerard Hertig, Klaus Hopt, Hideki Kanda y Edward Rock (ed.). 2004. *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*. Nova York, Oxford University Press.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. 1999a. “Corporate Ownership around the World.” *Journal of Finance* 54, 471–517.
- \_\_\_\_\_. 1999b. “The Quality of Government.” *Journal of Law, Economics and Organization* 15, 222–279.
- \_\_\_\_\_. 2000. “Investor Protection and Corporate Governance.” Tirado da internet, em Social Sciences Research Network, documento [ssrn-id183908](http://ssrn-id183908).
- Lefort, F. e E. Walker. “Corporate Governance: Challenges for Latin America.” *Revista Abante*, 99–111, 2000.

- Olson, Mancur. 1965. *The Logic of Collective Action*. Cambridge, MA, Harvard University Press.
- Oman, Charles P (ed.). 2003. *Corporate Governance in Development. The Experiences of Brazil, Chile, India, and South Africa*. Nova York e Paris. Center for International Private Enterprise (CIPE) y OECD Development Centre.
- Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômicos (OCDE). 1999. *Principios de la OCDE para el gobierno de las sociedades*. Paris, Publicações da OCDE.
- \_\_\_\_\_. 2004. *Principles of Corporate Governance*. Versão revisada. Paris, Publicações da OCDE.
- \_\_\_\_\_. 2005a. *OECD Guidelines on Corporate Governance of State-Owned Enterprises*. Paris, OCDE.
- \_\_\_\_\_. 2005b. *Corporate Governance of State-Owned Enterprises. A Survey of OECD Countries*. Paris, OCDE.
- \_\_\_\_\_. 2005c. “OECD Guidelines for Managing Conflict of Interest in the Public Service.” Policy Brief. Tirado da internet. [www.oecd.org](http://www.oecd.org).
- \_\_\_\_\_. 2006. *Methodology for Assessing the Implementation of the OECD Principles on Corporate Governance*. Tirado da internet. [www.oecd.org](http://www.oecd.org).
- \_\_\_\_\_. 2007. *Principles for Private Sector Participation on Infrastructure*. Tirado da internet. [www.oecd.org](http://www.oecd.org).
- \_\_\_\_\_. 2008a. *Implementation Guide to Ensure Accountability and Transparency in State Ownership*. Tirado da internet. [www.oecd.org](http://www.oecd.org).
- \_\_\_\_\_. 2008b. *Using the OECD Principles of Corporate Governance. A Boardroom Perspective*. Tirado da internet. [www.oecd.org](http://www.oecd.org).
- Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômicos (OCDE), CCNM e Câmara de Comércio de Bogotá. 2004. “White Paper sobre governo corporativo em América Latina”. Paris e Bogotá, CCB, publicado em convênio com a OCDE. Tirado da internet. [www.oecd.org/daf/corporate-affairs](http://www.oecd.org/daf/corporate-affairs).
- Roe, Mark J. 2003. *Political Determinants of Corporate Governance. Political Context, Corporate Impact*. Nova York, Oxford University Press.
- Shaw, John C. 2003. *Corporate Governance and Risk: A Systems Approach*. Hoboken, NJ, Wiley. (Enfoque Deloitte & Touch.)
- Shleifer, Andrei e Robert W. Vishny. 1996. *A Survey of Corporate Governance*. NBER Working Paper 5554. Tirado da internet: <http://unpan1.un.org/intradoc/groups/public/documents/APCITY/UNPAN018934.pdf>.

- Skeel, David. 2005. *Icarus in the Boardroom. The Fundamental Flaws in Corporate America and Where They Came From*. Nova York, Oxford University Press.
- Steger, Ulrich. 2002. “Beyond Preventing Crime: Where Does Corporate Governance Really Create Value?” Três artigos baseados em uma pesquisa de 200 questionários a conselhos de administração e investidores e 50 entrevistas com CEO e membros de conselhos de administração de empresas da Europa, América do Norte e Ásia. Tirado da internet.  
www.bettermanagement.com/library/library.aspx?libraryid=11255&pagenumber=1.
- Stout, Lynn A. 2004. “Help Shareholders or Help Society?: The Proper Goals of Corporations.” UCLA, Rascunho de 20 de setembro. Tirado da internet.
- Superintendencia Financiera de Colombia. 2006. “Documento conceptual de gobierno corporativo”. Tirado da internet: www.superfinanciera.gov.co.
- \_\_\_\_\_. 2007. “Código de mejores prácticas corporativas Colombia (Código país)”. Tirado da internet: www.superfinanciera.gov.co.
- Tirole, Jean. 2001. “Corporate Governance: *Econometrica*, Vol. 69, No. 1 (Janeiro): 1–35.
- Vives, Xavier. 2004. *Corporate Governance. Theoretical and Empirical Perspectives*. Cambridge, UK, Cambridge University Press.
- Williamson, Oliver E. 1964. *The Economics of Discretionary Behavior: Managerial Objectives in a Theory of the Firm*. Englewood Cliffs, N.J., Prentice Hall Press.
- \_\_\_\_\_. 1996. *The Mechanisms of Governance*. Nova York, Oxford University Press.

## REESTRUTURAÇÃO E REFORMA DE ESPAS

- Acevedo, Carlos e Carolina Dreikorn (coord.). 2006. “El agua. Una valoración económica de los recursos hídricos de El Salvador”. *Cuadernos sobre desarrollo humano*. PNUD, San Salvador, outubro de 2006, N° 5. Tirado da internet:  
<http://d.scribd.com/docs/11fsxyr82y4lmhwtvu09.pdf>
- Aguas y Aguas de Pereira. 2002. Documento assinado por Martha Elena Bedoya Rendón, presidenta, e Olga Lucía Angel Duque, secretária. (Estatutos) Ata No. 10 da reunião extraordinária da assembleia geral de acionistas da Sociedad Empresa de Acueducto y Alcantarillado de Pereira. Tirado da internet. [www.aguasyaguas.com.co/documentos/estatutos.pdf](http://www.aguasyaguas.com.co/documentos/estatutos.pdf).
- Ángel, Jorge Enrique e Julio Cesar Aguilera. 2002. “El problema tarifario en los servicios de acueducto, alcantarillado y aseo en Colombia”. CRA, revista *Regulación de agua potable y saneamiento básico*. N° 8, fevereiro: <http://www.cra.gov.co/portal/www/resources/Revista/Revista8.pdf>

- Artana, Daniel, Fernando Navajas y Santiago Urbiztondo. 1997. “La regulación económica en las concesiones de agua potable y desagües cloacales en Buenos Aires y Corrientes, Argentina”. BID, Escritório do Economista Chefe, documento de trabalho da Rede de Centros R-312. Tirado da internet:  
<http://idbdocs.iadb.org/wsdocs/getdocument.aspx?docnum=787935>, setembro.
- Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID). 2005a. *Water and the Millennium Development Goals. Investment Needs in Latin America and the Caribbean*. Washington, BID.
- \_\_\_\_\_. 2005b. “Financing Potable Water. The Role of Subnational, Micro and Small Service Provider”. Rascunho final do Relatório. Washington, BID.
- \_\_\_\_\_. 2007. “Memorando: Perú. Programa de Reforma del Sector Saneamiento (PE-L1025)”. Comité de Revisión Gerencial.
- Banco Mundial, Public-private Infrastructure Advisory Facility (PPIAF). 2006. *Approaches to Private Participation in Water Services*. Washington, Banco Mundial. Exemplos de 16 países, inclusive cinco da América Latina. Tirado da internet:  
[http://rru.worldbank.org/Documents/Toolkits/Water/Water\\_Full.pdf](http://rru.worldbank.org/Documents/Toolkits/Water/Water_Full.pdf).
- Caballero, Carlos, Alejandro Jadresic y Manuel Ramírez. 2006. “El marco institucional para la regulación, supervisión y control de los servicios públicos en Colombia: propuesta para su fortalecimiento”. *Cuadernos Fedesarrollo* N° 18. Bogotá, Fedesarrollo.
- Calderón, C., W. Easterly e L. Servén. 2002. “How Did Latin America’s Infrastructure Fare in the Era of Macroeconomic Crises?” Documentos de trabalho Banco Central do Chile.
- Conselho Nacional de Política Econômica e Social (CONPES). 2005. Documento 3384: “Práticas de gobierno corporativo en empresas de servicios públicos”.
- Comisión de Regulación de Agua Potable y Saneamiento Básico (CRA). 2007. “Impactos regulatorios en los sectores de acueducto, alcantarillado y aseo”. Bogotá, CRA, *Revista Regulación* N°18, março.
- Ducci, Jorge. 2007. *Salida de operadores privados internacionales de agua en América Latina*. Washington, Banco Interamericano de Desenvolvimento.
- Khanna, T. e K. Palepu. 1999. “Policy Shocks, Market Intermediaries and Corporate Strategy: The Evolution of Business Groups of Chile and India.” Documento de trabalho, Harvard Business School.
- Kramek, Niva e Lydia Loh. 2007. “The History of Philadelphia’s Water Supply and Sanitation System. Lessons in Sustainability of Developing Urban Water Systems.” Master of Environmental Studies. Philadelphia, University of Pennsylvania, Philadelphia Global Water Initiative, junho.

- Lobina, E. e D. Hall. 2007. “Water privatisation and restructuring in Latin America.” Tirado da internet: [www.psiru.org/reports/2007-09-W-Latam.doc](http://www.psiru.org/reports/2007-09-W-Latam.doc). Data de acesso: 11 de setembro de 2008.
- Nauges, Céline e Caroline van den Berg. 2007. “How ‘natural’ are natural monopolies in the water supply and sewerage sector? Case studies from developing and transition economies.” Washington, World Bank Policy Research Working Paper 4137, fevereiro.
- Padowski, J. 2007. “Water Utility Regulation in Mexico: Lessons Shared at a Recent Meeting.” Tirado da internet: [www.cba.ufl.edu/purc/purcdocs/papers/0720\\_Padowski\\_Water\\_Utility\\_Regulation.pdf](http://www.cba.ufl.edu/purc/purcdocs/papers/0720_Padowski_Water_Utility_Regulation.pdf). Data de acesso: 14 de setembro de 2007.
- Pomerleano, Michael e William Shaw (ed.). 2005. *Corporate Restructuring. Lessons from Experience*. Washington, DC, Banco Mundial.
- Rama, M. e C. Newman. 2002. “Downsizing and Productivity Gains in the Public and Private Sectors of Colombia.” Policy Research Working Paper.
- Ringskog, Klas, Mary Ellen Hammond, e Alain Locussol. 2006. *Gridlines. Using Management and Lease-Affermage Contracts for Water Supply. How Effective Are They in Improving Service Delivery?* PPIAF, Public-Private Infrastructure Advisory Facility. Tirado da internet: [www.ppiaf.org](http://www.ppiaf.org).
- Schneider, B. R. 2005. “Post-Reform Corporate Governance in Latin America: From Public to Private Hierarchy?”
- Shirley, M. M., L. C. Xu e A. M. Zuluaga. 2000. “Reforming the Urban Water System in Santiago, Chile.” Policy Research Working Paper.
- Superintendencia de Servicios Públicos Domiciliarios (SSPD). 2008. *Informe anual de servicios públicos 2007*. Bogotá, SPSS.

## GOVERNANÇA CORPORATIVA EM ESPAS

*A Corporate Governance Approach Statement by Development Finance Institutions*. 2007. Esta declaração de enfoque em governança corporativa e cooperação foi assinada em 19 de outubro por 31 instituições financeiras de desenvolvimento, entre as quais se incluem: African Development Bank (AfDB), Grupo BID, Asian Development Bank (ADB), Austria Wirtschaftsservice Gesellschaft m.d.H. (AWS), Industrial Development Corporation (IDC), Banco Internacional de Reconstrução e Desenvolvimento (BIRD), Banco Centroamericano de Integração Econômica (BCIE), Corporação Financeira Internacional (CFI), Belgische Investeringsmaatschappij voor Ontwikkelingslandaan

- N.V. (BIO), Islamic Development Bank (ISDB), Black Sea Trade & Development Bank, Netherlands Development Finance Company (FMO), Companhia Espanhola de Financiamento do Desenvolvimento (COFIDES), Overseas Private Investment Corporation (OPIC), Corporação Andina de Fomento (CAF), Banco Europeu de Reconstrução e Desenvolvimento (BERD), entre outras. Tirado da internet: [http://www.ifc.org/ifcext/corporategovernance.nsf/Content/DFI\\_Statement](http://www.ifc.org/ifcext/corporategovernance.nsf/Content/DFI_Statement).
- Corporação Financeira Internacional (CFI). 2006. *Corporate Governance Progression Matrix for State Owned Enterprises*.
- \_\_\_\_\_. 2009. *Corporate Governance Tools*. Tirado da internet: [http://ifcln1.ifc.org/ifcext/corporategovernance.nsf/Content/CG\\_Tools](http://ifcln1.ifc.org/ifcext/corporategovernance.nsf/Content/CG_Tools).
- EDGAR Online, Inc. e Thomson Financial. Companhia de Saneamento Básico do Estado de São Paulo (SABESP). Top Institutional Holders. Tirado da internet: <http://finance.yahoo.com/q/mh?s=SBS>.
- Green, Scott. 2004. *Manager's Guide to the Sarbanes-Oxley Act. Improving Internal Controls to Prevent Fraud*. Hoboken, NJ, John Wiley & Sons.
- Kitagawa, C. H. e M. de S. Ribeiro. 2004. *Estudo comparativo das práticas de governança corporativa recomendadas pela OCDE para a América Latina às empresas listadas nos segmentos especiais da BOVESPA – níveis 1, 2 e Novo Mercado*. Universidade de São Paulo. São Paulo.
- KMZ Rosenman. "Governance Ratings. The Corporate Governance Advisor." Volume 11, Number 3. Tirado da internet.
- Rees, Judith A., James Win Penny e Alan W Hall. 2008. "Water Financing and Governance." Global Water Partnership Technical Committee (TEC) Background Papers N° 12. Molnlycke, Suécia, Global Water Partnership.
- Robinett, David. 2006. *Held by the Visible Hand. The Challenge of SOE Corporate Governance for Emerging Markets*. Washington, Banco Mundial. World Bank, with the support of The Global Corporate Governance Forum and in cooperation with the Corporate Affairs Division of the Organization for Economic Co-Operation and Development (OECD).
- Rogers, Peter. 2002. *Water Governance*. Washington, BID. Tirado da internet: <http://www.iadb.org/sds/doc/ENV-PRogers-WaterGovernanceinLAC.pdf>.
- SABESP. 2008a. *Bylaws*. Tirado da internet: [www.sabesp.com.br](http://www.sabesp.com.br).
- \_\_\_\_\_. 2008b. Documento assinado por Gesner José de Oliveira Filho, Presidente do Conselho, e Rui de Britto Álvares Affonso, Diretor Econômico-Financeiro e de Relações com Investidores. FORM 20-F. "Annual Report Pursuant to Section 13 or 15

- (d) of The Securities Exchange Act of 1934 for the Fiscal Year Ended December 31, 2007, to the United States Securities and Exchange Commission.” Tirado da internet: [www.sabesp.com.br](http://www.sabesp.com.br) 10 de julho de 2008.
- \_\_\_\_\_. 2008c. *Estatuto Social da SABESP*. Tirado da internet: [www.sabesp.com.br](http://www.sabesp.com.br)
- Sedapal. 2007. *Estados financieros auditados 2007*. Tirado da internet: [www.sedapal.com.pe](http://www.sedapal.com.pe).
- \_\_\_\_\_. 2007. *Memoria anual 2007*. Tirado da internet: [www.sedapal.com.pe](http://www.sedapal.com.pe).
- Silveira, Alexandre Di Miceli da. 2004. *Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil*. Tese de doutorado, Universidade de São Paulo, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, São Paulo.
- Sociedad General de Aguas de Barcelona, S.A. 2008. *Annual Corporate Governance Report*. Tirado da internet: [www.agbar.es](http://www.agbar.es).
- Valadares, S. y R. Leal. 2000. “Ownership and Control Structure of Brazilian Companies.” *ABANTE, Studies in Business Management, 1*: 29–56, 2000.
- Vives, Antonio, Angela M Paris e Juan Benavides (BID); Peter D Raymond, Darío Quiroga e Javier Marcus (PwC). 2006. *Financial Structuring of Infrastructure Projects in Public-Private Partnerships: An Application to Water Projects*. Washington, Banco Interamericano de Desenvolvimento.

## PÁGINAS WEB

- Aguas y Aguas de Pereira. [www.aguasyaguas.com.co](http://www.aguasyaguas.com.co)
- Aguas de Barcelona. [www.aiguesdebarcelona.es](http://www.aiguesdebarcelona.es)
- Acueducto de Bogotá. [www.acueducto.com.co](http://www.acueducto.com.co)
- Aguas de Cartagena. [www.acuacar.com](http://www.acuacar.com)
- Aguas de Manizales. [www.aguasdemanizales.com.co](http://www.aguasdemanizales.com.co)
- Acueducto Metropolitano de Bucaramanga (AMB). [www.amb.com.co](http://www.amb.com.co)
- Empresas de Obras Sanitarias de Pasto (EMPOPASTO). [www.empopasto.com.co](http://www.empopasto.com.co)
- Empresas Públicas de Medellín (EPM). [www.eppm.com](http://www.eppm.com)
- SABESP. [www.sabesp.com.br](http://www.sabesp.com.br)
- Sedapal. [www.sedapal.com.pe](http://www.sedapal.com.pe)
- Triple A (Barranquilla). [www.aaa.com.co](http://www.aaa.com.co)

## ANEXO. PARTICIPANTES DAS OFICINAS

<b>Participantes das oficinas do BID sobre governança corporativa em ESPAS</b>				
<b>Nome</b>	<b>Sobrenome</b>	<b>Cargo</b>	<b>Entidade</b>	<b>E-mail</b>
MARCELLO	BASANI	Especialista INE/WSA	BID	marcellob@iadb.org
JUAN	BENAVIDES	Professor de Infraestrutura	Universidad de los Andes	jbenavid@uniandes.edu.co
ANDRÉS	BERNAL	Consultor	Governance Consultants	andresbernal@governanceconsultants.com
SILVIA	CALDERÓN	Analista de Projetos	BID	silviacal@iadb.org
SERGIO	CAMPOS	Especialista INE/WSA	BID	scampos@iadb.org
SIRLY	CASTRO	Coord. Avaliação Integral	Superintendência de Serviços Públicos	gestrada@superservicios.gov.co
CORINNE	CATHALA	Especialista INE/WSA	BID	CORINNEC@iadb.org
CARLOS AUGUSTO	CHUJFI	Diretor de Planejamento e Sistemas	Aguas de Pereira	cachujfi@aguasyaguas.com.co
CLAUDIA	COPPELLO	Especialista INE/WSA	BID	claudiavc@iadb.org
GABRIEL JAIME	CORREA	Subdiretor de Planejamento e Desenho de Controle	Empresas Públicas de Medellín	Gabriel.Correa@epm.com.co
FIDEL	CUÉLLAR	Consultor	Economía y Empresa	fidelcuellar@yahoo.com

**Participantes das oficinas do BID sobre governança corporativa em ESPAS**

<b>Nome</b>	<b>Sobrenome</b>	<b>Cargo</b>	<b>Entidade</b>	<b>E-mail</b>
SANDRA MILENA	DELGADO	Assistente	Economía y Empresa	sanmideal@hotmail.com
JORGE	DUCCI	Especialista INE/WSA	BID	jducci@iadb.org
JUAN DAVID	DUQUE	Sócio	Governance Consultants	andresbernal@governanceconsultants.com
ÁNGELA	ESTRADA	Assessora Direção Executiva	CRA	pcastro@cra.gov.co
GERMÁN AUGUSTO	FIGUEROA	Gerente Geral	Acueducto Metropolitano de Bucaramanga	gfigueroa@amb.com.co
JUAN PABLO	FONSECA	Secretário Setorial, Água Encanada e Saneamento	ANDESCO	andesco@andesco.com
CAMILO	GARZÓN	Especialista INE/WSA	BID	camilog@iadb.org
HUMBERTO	GOBITZ	Coordenador de Projetos	BID	silviacal@iadb.org
ANA MARÍA	GÓMEZ	Chefe de Recursos Humanos	ANDESCO	amgomezt@andesco.com
LUIS HERNANDO	GUTIÉRREZ RAMÍREZ	Professor Faculdade de Economia	Universidad del Rosario	l Gutierr@urosario.edu.co
WILLIAM JAVIER	HENAO RAMÍREZ	Assessor Subdireção Técnica	CRA	whenao@gmail.com
SANDRA PATRICIA	HERRERA	Gerente	Price Waterhouse Coopers	amanda.herrera@co.pwc.com
MÓNICA	ILARIÓN	Assessora Delegada para Água Encanada, Esgoto e	Superintendência de Serviços	gestrada@superservicios.gov.co

**Participantes das oficinas do BID sobre governança corporativa em ESPAS**

<b>Nome</b>	<b>Sobrenome</b>	<b>Cargo</b>	<b>Entidade</b>	<b>E-mail</b>
		Saneamento.	Públicos	
NATALIA	JARAMILLO	Profissional governança corporativa	Bolsa de Valores da Colômbia	njaramillo@bvc.com.co
CHRIS	JENNINGS	Especialista INE/WSA	BID	chrisj@iadb.org
JUANA	LAVERDE	Assessora Relações Externas da Gerência Geral	Empresa de Acueducto y Alcantarillado de Bogotá	mleondec@acueducto.com.co
JUANITA	LOPERA	Assessora Especialista Comissionada	CRA	pcastro@cra.gov.co
CARMENZA	LOZANO	Consultora de Auditoria	Economía y Empresa	carmenza_lozano@hotmail.com
KLEBER B.	MACHADO	Especialista INE/WSA	BID	kleberm@iadb.org
CRISTINA	MANJARRES	Profissional na Secretaria Geral	Empresa de Acueducto y Alcantarillado de Bogotá	mleondec@acueducto.com.co
GLORIA	MEDINA	Gerente Líder	Price Waterhouse Coopers	amanda.herrera@co.pwc.com
YVON	MELLINGER	Especialista INE/WSA	BID	yvonm@iadb.org
MIGUEL ÁNGEL	MONTERO DULCEY	Primeiro suplente Gerente Geral	Acueducto Metropolitano de Bucaramanga	gmendoza@amb.com.co
CARMIÑA	MORENO	Especialista Setorial	BID	carminam@iadb.org
JAIME	MOYA	Advogado	Brigard y Urutia advogados	jmoya@brigardurrutia.com
MANUEL JOSÉ	NAVARRETE	Especialista Setorial	BID	manueln@iadb.org

**Participantes das oficinas do BID sobre governança corporativa em ESPAS**

<b>Nome</b>	<b>Sobrenome</b>	<b>Cargo</b>	<b>Entidade</b>	<b>E-mail</b>
LIEGE	OLIVEIRA AYUB	Assessora	Diretoria Econômico-Financeira-F	lodeus@sabesp.com.br
ERIKA	ORTIZ	Coord. Política Setorial	MAVDT–VAS	eortiz@minambiente.gov.co eortiz@cra.gov.co
ELIZABETH	PRADA	Gerente governança corporativa	Sociedades Bolívar	elizabeth.prada@segurosbolivar.com
HUBERT	QUILLE	Especialista INE/WSA	BID	hubertq@iadb.org
JUAN CAMILO	RAMÍREZ	Vicepresidente Jurídico	Câmara de Comércio de Bogotá	jcramirez@ccb.org.co
DIEGO	RENTERÍA	Gerente de Planejamento e Controle	Empresa de Acueducto y Alcantarillado de Bogotá	drenteria@acueducto.com.co
MÓNICA	RESTREPO	Advogada	Universidad de los Andes	mac@adm.uniandes.edu.co
SERGIO A.	RODRÍGUEZ	Consultor	MAVDT–VAS	sarodriguez@minambiente.gov.co
EFRAÍN	RUEDA	Especialista INE/WSA	BID	EfrainR@iadb.org
JORGE MARTÍN	SALINAS RAMÍREZ	Superintendente Delegado de Água Encanada e Esgotos	Superintendência de Serviços Públicos	jsalinas@superservicios.gov.co
HERNANDO	SÁNCHEZ	Consultor Associado	Economía y Empresa	hsanchezr@unal.edu.co
CARLOS	SÁNCHEZ	Consultor DI	CIC Productiva	casa5706@gmail.com.
LU	SHEN	Especialista INE/WSA	BID	ishen@iadb.org

**Participantes das oficinas do BID sobre governança corporativa em ESPAS**

<b>Nome</b>	<b>Sobrenome</b>	<b>Cargo</b>	<b>Entidade</b>	<b>E-mail</b>
GERMÁN	STURZENEGGER	Especialista INE/WSA	BID	germanstu@iadb.org
MARÍA ÁNGELA	TAVERA	Associada	Escritório de advogados	mtavera0@gmail.com.
MÓNICA	URIBE	Assistente da Câmara Ambiental	ANDESCO	andesco@andesco.com
GLORIA MARÍA	ÚSUGA	Auditora Organizacional	ISAGEN	gmusuga@isagen.com.co