

GOBERNABILIDAD DE LOS GRUPOS ESTATALES EN BRASIL Y LAS FRONTERAS ENTRE LO PÚBLICO Y LO PRIVADO

Ruderico F. Pimentel

Universidad Federal Fluminense y Fundación Getulio Vargas,
Brasil

Sinval Z. Gama

Centrais Elétricas Brasileiras S.A. (Eletrobrás),
Brasil

Resumen

En muchas ocasiones, la distinción entre las funciones gobierno y empresa pública no siempre queda clara y ocurren conflictos entre las necesidades del país y las posibilidades directas de acción empresarial, reflejando contradicciones entre los intereses públicos y privados. Este trabajo discute estas situaciones y sus implicaciones para la gobernabilidad de las empresas estatales, obligadas a atender objetivos, muchas veces, mal explicitados, aunque reconociendo que es la ocurrencia de estos mismos problemas la que impone el carácter estatal a estas empresas. Se plantean además algunas consideraciones de carácter general sobre la gobernabilidad y la gestión de las empresas estatales, en que los esfuerzos de alineamiento de intereses y de administración son más complejos que los de las empresas privadas en general. Se ejemplifica este análisis a partir de algunas consideraciones sobre las condicionantes generadas por la naturaleza estatal de Eletrobrás, holding de las empresas federales del sector eléctrico brasileño, y sobre la estructura de gobernabilidad montada por ella para el control de un conjunto de concesionarias de distribución de energía eléctrica en las regiones Norte y Noreste de Brasil.

Palabras Claves: Empresas Públicas, Gobernabilidad Corporativa, Conflicto de Intereses Públicos y Privado, Agente-Principal, Brasil

Abstract

In many occasions, distinctions between the roles of government and public enterprise are not always clear. Also, conflicts occur between the needs of the country and possibilities of direct enterprise action, reflecting contradictions between public and private interests. This paper discusses those situations and their implications for the governance of state enterprises, which are required to meet goals, often poorly defined, although it is recognized that those same problems are features of State-owned companies. At the same time, some general considerations about governance and management of public enterprises, in which efforts for the alignment of interests and management are more difficult than in private companies, are proposed. This analysis is exemplified with some considerations about the constraints generated by the public nature of Eletrobrás, a federal holding of Brazilian electricity sector companies and with some aspects of the governing structure that this holding designed to control a number of intermediaries of electricity distribution in the North and Northeast of Brazil.

Keywords: Public Enterprises, Corporate Governance, Public-Private Conflicts, Agent-Principal, Brasil

1. Introducción

Las actividades económicas desarrolladas en una sociedad, y especialmente aquellas requeridas para permitir el funcionamiento del sistema productivo, así como para la atención de necesidades de la población – no siempre con viabilidad económica financiera – pueden ser ejecutadas tanto por el sector privado como por el sector público, así como pueden financiarse tanto individual como colectivamente, por medio de pagos directos por los servicios o cobranza colectiva de tasas e impuestos, respectivamente.

Para algunas de estas actividades puede que no sea viable, o no se considere deseable que sus costos sean pagados, integral o parcialmente, por sus beneficiarios directos. En algunos casos, como el de los llamados bienes públicos –la seguridad pública, por ejemplo– estos beneficiarios no siempre son identificables con exactitud. En otros, es la intención de los miembros de esa sociedad hacer disponibles, para toda la comunidad, determinados bienes y servicios, objeto de políticas redistributivas y que, por eso, son proveídos a través de financiaciones colectivas.

Otras actividades involucran fallas de mercado, como la ocurrencia de externalidades que afectan el balance de sus costos y beneficios sociales, que son capaces de impactar las decisiones tomadas.

En todos estos casos, es común que el Estado asuma su ejecución. En Brasil, esto viene siendo frecuentemente llevado a cabo a través de empresas estatales encuadradas en el régimen legal de las sociedades anónimas, aunque todavía sujetas a legislación y reglamentación complementarias que restringen su ámbito de actuación, y que son fiscalizadas y controladas por un aparato gubernamental dedicado a ese fin.

En este artículo, se plantean algunas consideraciones, de carácter general, sobre la gobernabilidad y la gestión de las empresas estatales, en las que los esfuerzos de alineamiento de intereses y de administración son más complejos que los de las empresas privadas en general, ante sus limitaciones legales y los objetivos más abarcadores de sus accionistas, además de enfrentarse a un riesgo más grande de oportunismo y de su utilización para la generación de beneficios privados extemporáneos. Se aborda, asimismo, la cuestión de la gobernabilidad de grupos empresariales estatales, en que, además de los conflictos inherentes a las relaciones principal-agente, se enfrentan a dificultades propias, asociadas a la relación entre las empresas del grupo empresas y las influencias políticas que las involucra.

Las estructuras de gobernabilidad y control de empresas, usualmente discutidas en la literatura, destacan los conflictos inherentes a las relaciones principal-agente entre accionistas y administradores y los métodos y mecanismos existentes que se pueden usar para buscar alinear estos intereses y conducir las acciones de las empresas para promover la maximización de su valor para sus propietarios. Menos discutidos, sin embargo, han sido los sistemas de monitoreo y control que vinculan diferentes empresas de un grupo empresarial, ya sea un “grupo” de hecho o de derecho, a su empresa controladora.

Este segundo nivel de control, interno al grupo, es enfrentado en general por sistemas de control más robustos que los del primer nivel de la cadena de relaciones de propiedad ya que cuentan con el apoyo estructurado del personal de la empresa controladora, pero, por otro lado, involucra sistemas de gobernabilidad más sujetos a conflictos y distorsiones, con un encadenamiento de consejos y directorios, además de enfrentar incertidumbres significativas en su encuadramiento legal.

También el control de la gestión de las empresas estatales y sus problemas vienen siendo objeto de reflexiones, principalmente en función de las necesidades de los órganos gubernamentales de control. Por otro lado, menos explorada ha sido la cuestión del control de subsidiarias estatales por empresas *holdings* federales. Cabe señalar que los esfuerzos de gobernabilidad y de alineamiento de intereses son ya de por sí más complejos en el caso de empresas estatales, en que los objetivos del accionista controlador son más amplios e incluyen factores que no siempre se reflejan en los precios de mercado, agravado esto por el hecho de que estas empresas enfrenten un riesgo más grande de oportunismo y de su utilización para la generación de beneficios privados extemporáneos. El control de empresas estatales por una empresa federal adiciona todavía algunas otras dificultades en función de la contraposición de los intereses locales a los nacionales y del tipo de cultura dominante en estas empresas.

Este artículo pretende, a partir de un análisis de la gobernabilidad de los grupos de sociedades estatales, evidenciar y profundizar algunas de las principales cuestiones en ella involucradas, así como presentar algunos principios que se consideran recomendables para el ejercicio de esta gobernabilidad.

Este análisis se ejemplifica a partir de algunas consideraciones sobre las condicionantes generadas por la naturaleza estatal de Eletrobrás, *holding* de las empresas federales del sector eléctrico brasileño, discutida más detalladamente en Pimentel (2008), y sobre la estructura de gobernabilidad montada por ella para el control de un conjunto de concesionarias de distribución de energía eléctrica en las regiones Norte y Nordeste de Brasil, las llamadas Empresas Federales de Distribución (EFD), analizadas en Gama y Pimentel (2005).

La siguiente sección discute, de una manera general, las cuestiones de gobernabilidad corporativa en grupos de sociedades, enfocándose en sus fundamentos económicos. Junto a ello, plantea algunas consideraciones sobre el contexto institucional en Brasil que afecta a los grupos de sociedades, tanto en función de decisiones externas a ella, resultante del cuadro legal, como en lo relativo a las formas de estructuración internas de los conjuntos de sociedades. En la sección tercera se plantean algunas reflexiones sobre el carácter estatal de las empresas, cuyas ideas y valores tienen implicaciones centrales sobre el sistema de gobernabilidad de estas empresas.

La cuarta sección ejemplifica algunas de las cuestiones levantadas a partir del caso concreto de Eletrobrás y de las Empresas Federales de Distribución de electricidad (EFD) y, la quinta sección, a partir del conjunto de consideraciones anteriores, da algunas recomendaciones para

el perfeccionamiento de la gobernabilidad de las EFD que se pueden extender a otros grupos de empresas estatales.

2. La Cuestión de la Gobernabilidad

2.1 Consideraciones Generales

De un modo general, todo sistema de destino de recursos y de coordinación de factores para la producción de algún bien o servicio, requiere algún mecanismo de gobernabilidad que tome las decisiones y que coordine la utilización de aquellos factores. En los casos más simples, esta gobernabilidad se puede ejercer a través del mercado. A medida que las operaciones se vuelven más complejas, con carácter recurrente, involucrando inversiones con grados crecientes de especificidad y efectuadas a través de organizaciones, la gobernabilidad pasa a ser estructurada a través de relaciones contractuales y de sistemas jerarquizados¹.

Normalmente, aquellos actores que invierten en las organizaciones recursos escasos en situación de riesgo, sin garantías contractuales de remuneración, dependiendo del éxito de la entidad para obtener sus ganancias, son quienes tienen los derechos de propiedad y de decisiones, sin los cuales no tendría sentido que invirtieran sus recursos. Estos actores tienen, de este modo, el derecho a las principales tomas de decisión, una vez respetados los derechos legales y contractuales de los demás actores involucrados. Y son, por lo tanto, responsables de la gobernabilidad de la organización, a través de cuyos mecanismos explicitan su voluntad.

Cuando las organizaciones son de pequeño porte, estas decisiones y estas acciones de comando se pueden fácilmente concentrar en las manos de sus propietarios. Sin embargo, a medida que las organizaciones crecen, se van requiriendo diferentes niveles de delegación, obligando a la utilización de sistemas de gestión más estructurados. Cuando, las organizaciones llegan al nivel en que los propietarios se separan de la gestión, o sea, pasan a ser actores externos, fuera del día a día de la organización, son necesarios mecanismos de gobernabilidad más complejos. Es el caso de las corporaciones (sociedades anónimas) y de sus sistemas de gobernabilidad corporativa, cuya importancia vienen siendo el foco creciente de preocupación de los estudios sobre grandes empresas.

Para el tratamiento de las cuestiones de gobernabilidad de las corporaciones y de los problemas involucrados en su diseño organizacional y en la construcción de los mecanismos que le dan soporte, hay que adoptar un enfoque multidisciplinario que considere sus dimensiones económicas y culturales, incluyendo su encuadramiento legal.

Por lo menos tres aspectos distintos se deben considerar. Primero, los fundamentos económicos que generan la propia necesidad de la utilización de mecanismos de gobernabilidad. Segundo, su encuadramiento institucional, ya sea su delimitación externa por la legislación y

1 Sobre los aspectos generales de gobernabilidad véase Williamson (1975 y 1966).

reglamentación aplicable, o función de la forma de organización adoptada por la corporación y por sus normas internas. Tercero, sus aspectos comportamentales, tanto en función de características de los individuos participantes de los consejos, como reflejos de los valores que imperan en la organización. El más completo y más bien estructurado sistema de gobernabilidad falla si los individuos que de él forman parte no tienen las calificaciones necesarias y si su forma de actuación y sus interacciones no son adecuadas².

2.2 Fundamentos Económicos da Gobernabilidad: La Relación Principal-Agente y los Costos de Agencia

Los problemas de gobernabilidad de las empresas vienen siendo ampliamente discutidos en la literatura, en particular, los asociados a las sociedades anónimas, desde el clásico trabajo de Berle y Means en 1932, *"The Modern Corporation and Private Property"*, cuestionando la situación de la mayoría de las empresas norteamericanas de la época, en que los administradores las dirigían con total autonomía, prácticamente sin control por parte de los accionistas, en empresas con capital disperso y con consejos de administración dominados por el propio directorio de las empresas (véase Sá (2001)). En debate entablado sobre el asunto se acuñó la expresión "separación entre propiedad y control" y generó un examen más profundo de las relaciones de propiedad. Este debate condujo a una investigación sobre las relaciones entre accionistas y administradores y sobre los diferentes incentivos que motivan su comportamiento, cuestión que, retomada en los años setenta, dio origen al desarrollo de la llamada Teoría de la Agencia³.

Según Furubotn y Richter (2000: 250), el término principal-agente data del trabajo de Ross (1973). En una relación entre dos actores económicos, el principal delega una tarea de su interés al agente, para que la ejecute en su nombre, en general a cambio de algún tipo de remuneración. Esta delegación puede darse tanto en relaciones jerárquicas como en ajustes contractuales en el mercado. De este modo, el principal transfiere algún grado de autoridad para tomas de decisión y destino de recursos al agente. Como las acciones del agente no son, total o parcialmente, observables por el principal, esta asimetría de informaciones da espacio a acciones oportunistas por parte del agente (riesgo moral). La pérdida de eficiencia resultante da origen a los llamados costos de agencia.

La percepción de la importancia de las relaciones de agencia que se establecen entre los accionistas de una empresa y los administradores que la gestionan en nombre de los primeros, hizo que las teorías económicas sobre la empresa se alejaran de la hipótesis neoclásica simplificada según la cual la empresa busca siempre la maximización de las utilidades para sus

² Véase Sonnenfeld (2002).

³ Sobre el asunto véase, por ejemplo, Demsetz (1995), Fama y Jensen (1983a, 1983b), Posner (2000) y Williamson, (1996).

propietarios, reconociendo la existencia de un claro conflicto de intereses entre los accionistas (principal) y los administradores (agente).

Mientras los accionistas desean maximizar su retorno financiero, los administradores desean obtener mayores beneficios, por ejemplo, garantizar la supervivencia de la organización (y de sus empleos), independientemente de la rentabilidad de la empresa.

Los administradores, dejados por su propia cuenta, buscan la maximización de su propia función de utilidad, aumentando sus sueldos, su ocio, su progreso en la empresa y, no obligatoriamente, la maximización de valor para los accionistas.

En las grandes organizaciones, un fenómeno que es un importante fruto de ese conflicto, y que necesita ser controlado, es el llamado “empire building”, o sea, la tendencia de los administradores a buscar indiscriminadamente el crecimiento de la empresa, llevando esto, muchas veces, a compras de otras empresas, lo que no siempre refleja el interés real de sus accionistas.

Conforme se comentó anteriormente, el conflicto de intereses entre accionistas y administradores se vuelve particularmente significativo debido a los aspectos de:

- (a) falta de observación del comportamiento de los administradores por parte de los accionistas, y;
- (b) asimetría de informaciones respecto a la empresa, entre administradores y accionistas.

O sea, gran parte de las decisiones (por lo menos las operacionales) de la empresa son tomadas por un administrador profesional, frecuentemente, no observable por el accionista y que tiene informaciones que el accionista no tiene.

Se debe destacar que esta separación de funciones, aunque traiga costos de agencia, permite, también, la especialización entre las funciones de inversión (de los accionistas, tomadores de riesgos) y de gestión (administradores). En verdad es una consecuencia inevitable de la división del trabajo y del crecimiento de las organizaciones. Si fuera posible, lo ideal sería que el propietario administrara y tomara todas las decisiones de la empresa. Sin embargo, esto es claramente imposible en cualquier organización de cierto porte, aún mediano. Así, resta pensar qué hacer para controlar y minimizar estos costos.

Las principales soluciones para la reducción de los costos de agencia que vienen siendo apuntadas pasan simultáneamente, (1) por la búsqueda del alineamiento de los intereses de estos agentes, incluyendo el pago de premios a los gestores por el alcance de metas establecidas por los propietarios, y; (2) por el monitoreo y control del agente por el principal, buscando conducir las acciones de los gestores de modo de maximizar el valor de la empresa.

Se debe destacar que la administración puede ser impulsada a alinear sus intereses con los de los accionistas por estímulos económicos positivos, premios de desempeño alineados, o estímulos económicos negativos, miedo de pérdida del puesto debido a un mayor activismo de los accionistas o un riesgo de quiebra de la empresa.

Se agregan además a estos mecanismos de control, en el diseño de las normas y en la estructuración de la empresa, la separación en los procesos decisorios, o lo que Fama y Jensen (1983a, 1983b) llaman “control de las decisiones” (ratificación y el monitoreo) a ser ejercidas por el Consejo de Administración, de la “gestión de las decisiones” (iniciación y implementación), realizadas por el Directorio Ejecutivo, así como, la propagación de este principio, cuando sea conveniente, en la organización interna de la empresa.

La importancia de la implementación y mantenimiento de mecanismos de control orientados por los intereses de los accionistas se evidencia al observarse, de acuerdo con Jensen (1993), que entre los factores esenciales que provocaron el proceso de reestructuración empresarial que se dio en Estados Unidos a partir de la década los ochenta, se encontraba el exceso de capacidad debido a fallas de los sistemas de control interno de un sinnúmero de empresas, lo que hizo, que la reestructuración empresarial fuera conducida externamente por el mercado de capitales.

En Brasil, en un cuadro empresarial con fuerte presencia estatal, el principal proceso de reestructuración, al final del Siglo XX, se dio alrededor de un amplio proceso de privatización. Con esta modificación en la estructura de propiedad de las empresas brasileñas, la presencia significativa de empresas controladas por multinacionales y con capital cerrado en el país, al lado de una fuerte concentración de capital en las empresas del mercado abierto⁴, hace que el mercado de capital nacional no pueda tener un papel significativo de corrección de errores administrativos, por la sustitución de controladores y gestores.

De este modo, se hace aún más necesario que las empresas que actúan en Brasil, ya sean estatales o privadas, dispongan de mecanismos de gobernabilidad y de control eficaces, como elemento clave para la promoción de la eficiencia empresarial y de la mayor productividad del sistema de producción del país.

2.3 La Relación Principal-Agente en los Grupos Empresariales

Menor atención que los conflictos accionistas-administradores han recibido las formas de gobernabilidad que vinculan diferentes empresas de un determinado grupo empresarial a su empresa controladora y los sistemas de monitoreo y control adoptados por ésta, como sucede en las estructuras multidivisionales⁵. En ellas se establecen, por lo menos un nivel más de separación entre los accionistas originales del grupo y los administradores de las empresas controladas, con potenciales conflictos de intereses y pérdida de informaciones.

4 De acuerdo con Siffert Filho (1998), entre las 100 mayores empresas en Brasil, en 1997, sólo el 1,8% de ellas tenían un control disperso, mientras que el 31,8% eran estatales, 37,2% extranjeras, 16,5% familiares, 12,4% con accionistas minoritarios con alta participación y control compartido, y 0,4% cooperativas. Aunque en los años recientes haya sido intensa la utilización de la Bolsa de Valores como instrumento de captación de recursos, no se tienen indicios de que el grado de dispersión se haya alterado sensiblemente.

5 Véase Chandler (1977) y Williamson (1975).

Este segundo nivel de control, interno al grupo, cuenta con el apoyo estructurado del personal de la empresa controladora lo que, a propósito, caracterizó la forma multidivisional que revolucionó las grandes corporaciones mundiales en la primera mitad del Siglo XX, estructuradas en “divisiones” controladas rígidamente por empresas *holding*, las cuales concentran las funciones estratégicas y de coordinación del grupo empresarial, apoyadas en sistemas de informaciones y equipo de análisis. Esta estructura permite una mayor preparación para la defensa de los intereses de los accionistas, desde el punto de vista de la controladora, y libera a la alta administración de las tareas diarias, permitiendo que ésta se concentre en las cuestiones de naturaleza estratégica, al lado del acompañamiento del desempeño y del destino de recursos entre las divisiones.

Se puede decir que los esfuerzos de monitoreo, a través del *holding*, tienden a ser mucho más completos que cuando son ejercidos directamente por los accionistas, apoyados por sistemas más robustos que los del primer nivel de la cadena de relaciones de propiedad.

Por otro lado, con este encadenamiento de empresas, surgen nuevas dificultades en el proceso de control, pues, no sólo se introduce otro conjunto de actores separando los accionistas de los gestores de la empresa objetivo, con todos sus potenciales conflictos de interés y pérdidas de información, sino que también se introduce una dificultad adicional, en la relación del *holding* con las sociedades controladas, pues ella pasa necesariamente por los consejeros nombrados para estas empresas y que no están jerárquicamente sometidos a través de una cadena de comando y control a los gestores del *holding*. Aunque designados por los accionistas estos consejeros y gestores tienen sus agendas propias y, además, tienen responsabilidades legales propias, a diferencia de los empleados contratados dentro de una estructura jerárquica convencional.

En esta situación, nuevos conflictos de interés pueden surgir, agravando aún más los costos de agencia. Por ejemplo, en el caso aquí analizado (véase la sección cuarta), la empresa controladora se subordina a intereses federales y las empresas distribuidoras están fuertemente involucradas con los intereses locales, lo provoca hace que conflictos entre estos intereses puedan reflejarse en los consejos de las empresas.

Estos problemas potenciales deben, entonces, ser anticipados y una criteriosa formación de los consejos de las empresas controladas y un cuidadoso acompañamiento de sus actividades es esencial para la preservación de los intereses de los propietarios del sistema empresarial, lo que no siempre es posible en las empresas estatales, sujetas a fuertes presiones políticas regionales, que, incluso, suelen afectar los procesos de selección de los administradores.

En síntesis, este encadenamiento empresarial tiende a permitir un mejor monitoreo, más permanente y profesional, pero puede crear algunas dificultades adicionales en el ejercicio del control de las empresas.

2.4 Aspectos Legales de la Gobernabilidad de los Grupos Empresariales

La cuestión de la gobernabilidad de los grupos societarios es un tema polémico desde el punto de vista legal, en Brasil. Si por un lado, las sociedades anónimas son entendidas como

entes autónomos, cuya gestión debe hacerse en función del interés de la sociedad y la responsabilidad social de la empresa, por otro lado, la organización de empresas a través de grupos empresariales es una realidad que no puede ser olvidada por el sistema judicial, so pena de un gran desacuerdo entre éste y las necesidades y realidades económicas.

La legislación brasileña (particularmente la Ley 6.404/1976 - la Ley de las S.A. -, alterada por la Ley 10.303/2001), conforme exhaustivamente se analizó en Prado (2006), trabaja con un modelo dual, al reconocer, explícitamente, los grupos societarios de derecho, que son aquellos formados por un conjunto de empresas con convención específica aprobada en sus asambleas generales, así como, implícitamente, grupos de hecho, estos últimos sin la formalización contractual de la convención, pero con empresa controladora (directa y indirectamente a través de un encadenamiento de empresas). A los grupos de derecho la legislación les permite, formalmente, el ejercicio de dirección unitaria y el establecimiento de órganos de administración del grupo, siempre que así se especifique en la convención.

Por otra parte, según la misma Prado (2006), aunque la gran mayoría de las empresas brasileñas de mayor porte se organice en grupos societarios, pocas optaron por la formalización de esta situación con la aprobación de convenciones, apoyándose, exclusivamente, en el poder de control de la controladora. Entre las posibles causas estarían el riesgo de que la formalización del grupo confiriese derecho de receso a los accionistas minoritarios, los costos del sistema de dirección unitaria y la incertidumbre jurídica que involucra la reglamentación de los grupos.

En ambos casos, tanto con relación a los grupos de hecho como a los de derecho permanece un conflicto institucional respecto al cual ni la doctrina jurídica ni la jurisprudencia consiguieron llegar a una solución clara. La necesaria defensa de los intereses de los accionistas minoritarios contra eventuales abusos de poder de los controladores impone severas restricciones a los últimos (y a los administradores) en el ejercicio de sus derechos de voto. En algunos casos los controladores están impedidos, incluso, de votar en situaciones en que haya conflictos de interés.

Como no siempre el interés de una empresa específica coincide con el interés del grupo, ¿cómo viabilizar la imposición de la voluntad de la administración unitaria, y, a la vez, impedir que los minoritarios de la controlada se vean perjudicados? Incluso en algunos casos más obvios, en los cuales los valores involucrados se pueden medir más claramente, como involucrando la realización de contratos entre la controladora y las controladas, para, por ejemplo, el pago de derechos de uso de marca o para prestación de determinados servicios, no queda claro si el conflicto de intereses se establece y si los accionistas controladores tienen derecho de votar esas cuestiones en las asambleas generales de las controladas. El polémico asunto está generando debates en la Comisión de Valores Mobiliarios (CVM) con resultados opuestos (véase Prado, 2006 y Pereira, 2005).

Prado (2006), al discutir la cuestión de la regla de conflicto de intereses existente en la Ley de las Sociedades Anónimas muestra que si admitiéramos una interpretación formal de ésta, los controladores estarían impedidos de votar en un sinnúmero de cuestiones significativas de

las empresas controladas, que serán en la práctica controladas por sus minoritarios, lo que vuelve inviable la existencia de grupos. Dos orientaciones diferentes en la doctrina y en la jurisprudencia consideran, una de ellas, que las situaciones de conflicto se deben identificar a priori y los controladores impedidos incluso de votar, y la otra, que la identificación debe ser *a posteriori* a partir de un análisis substancial de la materia y, sólo entonces, decidir si un eventual conflicto de intereses debe anular los votos del controlador. Prado (2006) defiende que, en las relaciones entre controladora y controlada, la regla de conflicto de intereses sea interpretada caso a caso, teniendo en cuenta el contenido de la resolución, considerando que esta interpretación es esencial para permitir el funcionamiento de los grupos. De manera complementaria, sugiere que al establecer la controladora alguna acción que pueda perjudicar a su controlada, fije en la misma resolución, la transferencia simultánea de una compensación a ésta que sea capaz de contrarrestar una eventual pérdida para la misma.

Para la imposición de rutas estratégicas a las controladas, por parte de la controladora, este conflicto sigue existiendo y resulta todavía más difícil de ser mensurado, e, incluso, identificado, que en una contratación de bienes o servicios tangibles. Posiblemente, por eso mismo, en los grupos empresariales efectivos las controladoras imponen su orientación estratégica a las empresas controladas, sin que las resoluciones correspondientes puedan ser objeto de contestación judicial por parte de los accionistas minoritarios. Este tipo de imposición estratégica es fundamental para el éxito de estos grupos y está en la raíz de la adopción de la forma multidivisional, comentada en la sección anterior. Aun así, quedan siempre sujetas a riesgo potencial de cuestionamiento jurídico, dada la situación institucional mal resuelta que disciplina los grupos empresariales en Brasil.

3. La Naturaleza Estatal de las Empresas y su Gobernabilidad

3.1 Empresas Estatales entre lo Público y lo Privado

La opción por la realización de determinadas tareas por el Estado, directa o indirectamente a través de empresas estatales, o por empresas privadas, aunque se vea afectada siempre por una tendencia ideológica, tiene también una lógica propia. No es por casualidad que determinadas tareas, en el límite vinculadas al suministro de bienes públicos, no excluyentes y no rivales, son ejecutadas usualmente por el Estado, mientras que otras son sin ninguna contestación objeto de empresas privadas⁶.

Cabe señalar que la utilización de empresas estatales, de derecho privado, para la producción de bienes o servicios tiende a ubicarse en algún punto intermedio de este espectro de funciones entre las de carácter público y de carácter privado. La elección de un modelo de organización del tipo empresarial ya indica que se trata de ejecución de actividades, por lo menos, similares a las desempeñadas por las corporaciones privadas. Por otro lado, la elección

⁶ La discusión de las fronteras entre las empresas públicas y privadas en el sector eléctrico brasileño puede ser vista también en Pimentel (2006)

del control estatal indica la probable participación de objetivos y funciones de carácter gubernamental y la necesidad, aunque parcial, de acceso a fondos públicos.

Esta solución organizacional involucra una dualidad, al adoptarse un modelo jurídico propio de las corporaciones privadas, en muchos casos, con la participación de inversionistas privados minoritarios y, también, debido a la lógica de control de las actividades gubernamentales, someterse estas mismas empresas a una serie de reglamentaciones limitadoras propias del servicio público.

En función de su naturaleza, en estas empresas, a diferencia de las empresas privadas similares, dos conjuntos de problemas afectan usualmente su gestión: (i) presiones de naturaleza política sobre sus gestores y; (ii) limitaciones operacionales generadas por la legislación y reglamentación específicas que rigen las empresas estatales.

Además de la opción entre la actuación pública y la privada para la forma de ejecución de una actividad, se tiene, de manera complementaria en un otro eje de decisiones, la opción por la forma de financiación de la misma que puede tener sus costos pagados individualmente, por sus beneficiarios directos, o colectivamente, costeados típicamente por impuestos o tasas pagados por toda la colectividad. La combinación de cada forma de ejecución – pública o privada – con cada forma de financiación – individual o colectiva – trae consigo determinadas ventajas y desventajas⁷.

Entre las opciones obvias extremas para la delegación de las tareas se va ubicando un espectro de actividades donde la elección entre lo público y lo privado se muestra menos nítida y, más que cualquier otra, puede tener la lógica de esta opción alterada por la evolución histórica, en función de cambios tecnológicos, económicos y sociales. Aún más, en los casos de financiación colectiva, dependiendo del ambiente institucional y de las definiciones de fondos adecuados, bien gestionados y fiscalizados, diferentes modelos de distribución de tareas entre los agentes públicos y privados se pueden adoptar.

En un análisis bastante general del fenómeno de la privatización, Donahue (1992), en base a un análisis detallado de la actuación de entes públicos y privados en Estados Unidos, defiende que las privatizaciones más exitosas son aquellas en que las tareas a ser ejecutadas pueden ser bien especificadas y acompañadas por el contratante gubernamental, o sea, en que los problemas de información asimétrica y no observancia en la relación contractual consiguen ser bien mitigados, preservando así la dimensión de responsabilidad involucrada en el servicio a ser prestado o más bien a ser producido. Y, además, siempre que esta contratación se pueda hacer en un ambiente competitivo. En estas condiciones, Donahue (1992) acredita que la eficiencia, potencialmente mayor, de las organizaciones privadas pueda ser concretizada sin perjuicios para las finalidades deseadas.

7 Para un análisis de estas cuestiones véase Donahue (1992).

3.2 La Gobernabilidad de las Empresas Estatales

Si la cuestión de la gobernabilidad de empresas y del alineamiento de intereses entre propietarios y gestores no es simple para las empresas en general, ella resulta aún más difícil cuando éstas actúan en regiones con carencias y son controladas por el Estado, no sólo debido a las presiones políticas sobre su gestión, sino también por la naturaleza más compleja de los objetivos de su controlador.

Esta situación se agrava por la inexistencia de mecanismos de alineamiento de intereses, capaces de conducir las acciones individuales de los gestores para fines comunes de interés colectivo que puedan ser establecidos por su accionista mayoritario. El carácter estatal de estas empresas y los límites, usualmente impuestos por los órganos de control, reducen al mínimo la posibilidad de uso de premios financieros para sus administradores y de sistemas de remuneración variable para sus empleados, tan comunes en las empresas privadas. Por otro lado, las condicionantes culturales y políticas reducen también significativamente el riesgo de pérdida de empleo por mal desempeño. Sin que los resultados de sus esfuerzos sean directamente premiados o penalizados, las agendas de los gestores no son presionadas a alinearse a los intereses de su accionista controlador.

De este modo, el uso de incentivos positivos y de amenazas para alinear las acciones alrededor de los objetivos de los accionistas queda muy reducido, dejando sólo como instrumento de gobernabilidad un sistema de control basado en el monitoreo que, a su vez, enfrenta algunas dificultades particulares de empresas estatales en el establecimiento de metas y en la medición de los resultados. Es más difícil definir metas y evaluar los resultados cuando las medidas de valor del propietario incluyen factores que no siempre pasan por los precios de mercado, y cuyos objetivos, en el caso del sector eléctrico, tiene necesariamente que tomar en cuenta factores como la importancia del suministro de electricidad como un prerrequisito mismo de la inserción de los individuos en la sociedad moderna.

Mientras que las empresas privadas, en la búsqueda de valor para sus accionistas, tiene como referencia los precios de mercado y el flujo de caja derivado de sus actividades, en las empresas de gobierno, las externalidades (tales como asociados a impactos ambientales y sociales, aunque no previstos por sus obligaciones legales) que no pasan por el mercado se deben considerar, ya que es de interés directo de sus controladores.

Además de estas dificultades en establecerse objetivos y estándares de mensuración y, además de las trabas legales creadas por la necesidad de fiscalizar las acciones de sus gestores, estas empresas enfrentan otros problemas específicos en la construcción de sus sistemas de control interno.

Entre estos últimos, cabe mencionar que en un ambiente de propiedad difusa y sin medidas claras de desempeño, las dificultades en el establecimiento de un sistema eficiente de gobernabilidad corporativa comienzan, con mucho más énfasis que en las empresas en general, en la elección de sus administradores – consejeros y directores – y en la estructuración de las jerarquías a ellos subordinados. Los amplios y complejos juegos de interés involucrados en la

actividad política, y en la composición de los gobiernos, hacen que estas influencias se reflejen en la composición de los cuadros gestores de las estatales, lo que transforma estas mismas empresas en locales donde se reproducen las dificultades de composición de intereses en el gobierno del país.

En la gobernabilidad de subsidiarias, se puede montar un esquema de monitoreo con el apoyo del cuadro técnico de la empresa *holding*. Para que este sistema pueda resultar eficaz, las acciones de control señaladas necesitan contar con la participación de consejeros que se apoyen en estos equipos y que puedan actuar directamente en los Consejos. Así, superar las dificultades en la selección de consejeros adecuados y la correspondiente creación de una dinámica positiva en los Consejos, punto crucial señalado por diversos autores como Charam (2005) y Sonnenfeld (2002), y aun más relevante en el caso de las empresas estatales

Corresponde señalar que la preocupación con el enfrentamiento de estos problemas en el montaje de los mecanismos de gobernabilidad de las empresas estatales es relativamente reciente y mientras que la evolución de las empresas privadas a lo largo de la segunda mitad del Siglo XX quedó marcada por los esfuerzos en el sentido de la resolución de las fallas de sus mecanismos de control interno y de la superación de la separación entre su propiedad y su control, el sector estatal viene pasando a lo largo de toda esta evolución. Se cree que estas empresas tendrán también que reformular sus sistemas de gobernabilidad en los años futuros, aunque se reconozcan todas las dificultades involucradas.

3.3 Las Funciones Gobierno y Empresa

La opción por empresas estatales tiene generalmente, en su origen, la necesidad de la producción de bienes y servicios cuyos costos no pueden ser suficientemente cubiertos por mecanismos de mercado y/o requiere el enfrentamiento riesgos que hacen que los costos de capital sean prohibitivos para el sector privado y su actuación involucra la ejecución de lo que podemos conceptuar como funciones de gobierno, apoyadas en sistemas de financiación colectiva, habitualmente mezcladas a la ejecución de funciones nítidamente empresariales. Esta convivencia de funciones crea dificultades significativas para la evaluación del desempeño y para la gobernabilidad de las empresas estatales.

Al actuar a través de empresas de naturaleza jurídica privada, pero de propiedad del sector público, o sea, a través de empresas estatales, se debe entonces buscar separar las acciones típicamente empresariales, a ser evaluadas por una óptica de valor generado para sus accionistas, de aquellas que requieren fuentes de recursos públicos no siempre disponibles, pero cuya importancia para la sociedad las vuelven prioritarias para los gobiernos. Esta separación es un prerrequisito básico para que se pueda gobernar y gestionar de forma eficiente una empresa estatal que actúa en ambiente con carencias, como las del caso aquí discutido.

Infelizmente en el mundo real esta separación no siempre se hace de manera clara generando una permanente tensión sobre el ejercicio de control de las empresas de esta naturaleza. En particular, las fuentes de recursos para acciones que deberían tener financiación, total o

parcialmente colectiva no siempre son explicitadas, con fuertes impactos negativos sobre la salud financiera de las empresas así afectadas.

No obstante, es posible que algunas de estas ambigüedades se originen exactamente en indefiniciones del cuadro institucional, y que con su evolución puedan ser eliminadas. Además, esta separación no es estática y cambios sociales y/o tecnológicos suelen alterar este cuadro original, requiriendo un casi permanente esfuerzo de reformulación institucional, de modo de buscar una clara separación entre las diferentes fuentes de recursos y sus usos.

En este proceso evolutivo, la búsqueda por un perfeccionamiento del diseño institucional, separando las funciones empresarial y gobierno, y operando sobre los modos de financiación de estas actividades, puede llevar a una simplificación de las dualidades y complejidades de las situaciones enfrentadas por estas empresas, permitiendo que métricas de desempeño privado puedan aplicarse sobre las mismas, y haciendo posible su transferencia de control para el sector privado. Sin embargo, en aquellas actividades cuya ejecución deba continuar a cargo del sector público por su naturaleza, queda el reto de buscar mejorar los mecanismos de monitoreo y de alineamiento de intereses en este tipo de empresa.

Explicitadas las funciones gobierno, aunque no se consiga separarlas totalmente, o no se considere conveniente, por su naturaleza y por las responsabilidades involucradas, transferirlas para una gestión privada, aunque con financiación pública, la transparencia obtenida por la evolución institucional que propicie esta separación de funciones con la definición de los fondos adecuados para las tareas públicas, hará que la empresa estatal que permanezca tenga sus resultados mucho más fácilmente medidos y evaluados y, con esto, resultará mucho más fácilmente “controlable”.

Nótese que, incluso con la separación nítida entre gobierno y empresa, el reto de definir objetivos, medir y controlar el desempeño de las actividades de carácter público financiadas colectivamente continúa, ya sean ejecutadas por el Estado o delegadas a agentes privados. De cualquier modo, su aclaración y correcta contabilización en separado, dando la necesaria transparencia a su ejecución, son premisas mínimas para su control por parte de la sociedad.

4. El caso de la gobernabilidad de las Empresas Federales de Distribución

En la segunda mitad los noventa, las dificultades financieras de diversas empresas distribuidoras estatales de energía eléctrica en Brasil limitaban su capacidad de realizar las inversiones que necesitaban, afectando la calidad de los servicios prestados, y usualmente las hacían incumplir sus compromisos. Entre ellas estaban: Companhia Energética de Alagoas - Ceal, Companhia Energética do Amazonas - Ceam, Centrais Elétricas de Rondônia S.A. - Ceron, Companhia Energética do Piauí - Cepisa, Companhia de Eletricidade do Acre – Eletroacre, que eran controladas por los gobiernos de sus respectivos Estados, además de cerca de treinta otras empresas que fueron posteriormente privatizadas.

A finales de la década de los noventa, Electrobrás, entonces acreedora y accionista minoritaria de las mismas, negoció la adquisición de parte de las acciones ordinarias,

estableciéndose, inicialmente, un proceso de gestión compartida, y posteriormente, la adquisición de su control, tendiendo en vista su futura privatización.

Boa Vista Energia S.A. - Bovesa, y Manaus Energia S.A - Mesa⁸, que forman parte también del conjunto de EFD, se formaron en 1998, en un proceso histórico de otra naturaleza, a partir de la reestructuración societaria de Centrais Elétricas do Norte do Brasil S.A. – Eletronorte⁹, de la cual son subsidiarias integrales, y fueron incluidas en aquel mismo año en el Programa Nacional de Desestatización.

Las EFD, por actuar en regiones con carencias y/o con costos de generación más elevados, y principalmente las que incluyen sistemas aislados (usinas térmicas distribuidas) en su área de concesión, viven, aún hoy, una situación financiera bastante difícil, lo que ocasiona perjuicios al cumplimiento de las obligaciones asumidas en sus contratos de concesión, así como, exigen un permanente apoyo de recursos por parte de su accionista controlador, Eletrobrás, con impactos negativos sobre su valor de mercado.

El proceso de compra y saneamiento de concesionarias de distribución involucró un elevado gasto de recursos por parte de Eletrobrás y un gran esfuerzo gerencial apuntando a preservar el abastecimiento eléctrico a las poblaciones involucradas, a pesar del desequilibrio económico financiero de las concesiones. Sin embargo, aún con la implementación de diversas acciones que apunten a la promoción de la eficiencia empresarial y al ajuste de la situación económica financiera de esas concesionarias, incluyendo la regularización de sus débitos intrasectoriales y con entidades de gobierno, éstas continuarán en su mayor parte presentando resultados precarios, o incluso perjuicios.

Los problemas de las EFD pueden clasificarse como estructurales y conyunturales. Los primeros, relacionados con los costos de la energía comprada (o generada), aunque en parte internalizados sin cobertura tarifaria por parte de Eletronorte en la región Norte, y/o con la naturaleza de los mercados, tienden a situarse fuera del alcance de las acciones directas de las empresas, exigiendo para su solución que se complete la reformulación en curso en la última década del modelo institucional del sector eléctrico brasileño, sumándose el aspecto de los sistemas aislados.

En el Norte de Brasil los problemas estructurales citados están asociados a las características del aislamiento eléctrico: elevado costo de la generación, generación termoeléctrica distribuida en base a derivados de petróleo y un mercado, en general, enrarecido. Tanto en el Norte como en el Noreste, esas empresas sufren además problemas vinculados a la atención de regiones carenciadas, con una fuerte participación de consumidores residenciales caracterizados como

8 Posteriormente, en Marzo de 2008, Manaus incorporó a CEAM y, hoy, forman una única empresa.

9 Subsidiaria de Eletrobrás especializada en generación y transmisión de energía eléctrica que actúa en la Región Norte de Brasil.

baja rentay, en la mayoría de los casos, un consumo promedio per capita reducido, aliado a una elevada dispersión geográfica de las poblaciones que habitan el interior de los estados.

Entre los problemas que se pueden clasificar como coyunturales, aunque no estén disociados de los estructurales, se destacan las elevadas pérdidas técnicas y comerciales, morosidad elevada, y alto costo de explotación. De una manera general, reflejan deficiencias gerenciales, fruto, en gran parte, de una gobernabilidad corporativa precaria, víctima de las presiones de los intereses y necesidades locales muchas veces conflictivas con los intereses empresariales de sus accionistas.

Debe señalarse que la situación económica financiera de estas empresas y el pasaje de su control para Eletrobrás puede ser vista en parte como fruto de una transición incompleta del cuadro institucional del sector eléctrico, debido tanto a aspectos de redistribución cuyo tratamiento quedó pendiente en la evolución del modelo del sector en las últimas décadas, como a una relativa indefinición de las fronteras entre lo público y lo privado en el sector eléctrico.

En este segmento de actuación de Eletrobrás se mezclan aspectos empresariales con el ejercicio de la función gobierno, ya que no toda atención a las áreas de concesión de las EFD, puede realizarse con rentabilidad adecuada en función de características estructurales, lo que es agravado por las deficiencias gerenciales que suelen ser rehenes de las influencias políticas locales.

El caso de las EFD en examen destaca, además, algunas de las ventajas y problemas del control de empresas estatales por sus accionistas a través de un *holding*. Se puede decir que esta estructuración presenta ganancias de monitoreo y mayores posibilidades de actuación ante las empresas controladas y de aprovechamiento de sinergias, pero que encuentra un sinnúmero de dificultades específicas en el ejercicio de las acciones de control de esas empresas.

5. La gobernabilidad de los Grupos Empresariales Estatales

A los problemas usuales en el ejercicio del control de empresas, por parte de sus accionistas, se unen, en los casos tratados aquí, tres tipos de especificidades y problemas. Aunque fueron planteadas a partir del caso de las EFD, gran parte de las cuestiones involucradas afectan a los grupos empresariales estatales, en general, y pueden ser generalizadas para éstos.

El primero, vinculado al contorno institucional formal que involucra a las empresas estatales y abarca: (i) los conflictos entre objetivos públicos y privados, (ii) la convivencia en estas empresas de las funciones de gobernabilidad y de la empresa, y (iii) las limitaciones de naturaleza gerencial sufridas por las empresas estatales. En el caso específico de las EFD, la raíz de la convivencia de funciones de diferente naturaleza está en el hecho de que el diseño del sistema eléctrico brasileño aún es incompleto.

El segundo tipo, debido a la forma de organización en grupo empresarial, característico del Sistema Eletrobrás – éste es un grupo empresarial de hecho -, con una empresa *holding*, donde la gobernabilidad se efectúa a través de una cadena de consejos de administración y directorios,

separando por una etapa más, a los propietarios finales (de la *holding*) del cuerpo gerencial de las empresas objetivo (en este caso, de las distribuidoras federales). Este modelo organizacional genera, como se indicó, tanto problemas legales relativos a los límites de actuación de sus consejos y directorios, como problemas internos relativos a la estructuración de su gobernabilidad.

El tercero, función de las ideas y valores, es fruto también de la naturaleza estatal de las empresas involucradas y de los mecanismos de composición política en la definición de sus cuadros directivos. En el caso de grupos de empresas la situación se vuelve aún más difícil de enfrentar debido a los diversos intereses, muchas veces conflictivos, que terminan atrincherándose en los centros de comando de las diversas unidades.

Las cuestiones del primer grupo, aunque de difícil solución plena para empresas que actúan en áreas difusas entre las actividades típicamente gubernamentales y las típicamente privadas, por lo menos pueden ser mitigadas. Los objetivos de cada empresa pueden, y deben ser, cada vez mejor definidos por sus accionistas. Las fronteras y los límites entre la búsqueda de los objetivos públicos y los privados deben ser claramente explicitados y pactados.

La separación entre las funciones gobierno y empresas debe ser buscada, y ello involucra, normalmente, la redefinición del cuadro institucional con la especificación de las fuentes de recursos para la ejecución de las actividades consideradas de gobierno. La reducción de las limitaciones gerenciales, poco comunes aún, puede buscarse progresivamente. Sería recomendable, aunque difícil de viabilizar por la naturaleza estatal de las empresas involucradas, la introducción de un sistema de gratificaciones y remuneración variable que reforzara el alineamiento de los intereses con los accionistas del *holding*.

Entonces, haciendo abstracción de este primer tipo de cuestiones, que superan el ámbito de decisión de las empresas, para que se pueda obtener éxito en la gestión de grupos empresariales estatales, es indispensable que los dos otros grupos de problemas indicados enfrenten, de mejor manera, el aspecto de la gobernabilidad, el que es crucial para la eficiencia de estas empresas.

Necesitan implementarse soluciones de alineación de intereses y de reducción de conflictos entre intereses globales y específicos (o federales y locales, como en el caso de las EFD), así como de una mayor profesionalización gerencial.

En los grupos, a causa de las inevitables presiones de interés, específicas y locales que, a su vez, encuentran caminos políticos propios para expresarse, fuera del ámbito estricto de gestión empresarial, es necesario buscar aislar las líneas de comando interno de la influencia de este tipo de conflicto.

La mejor opción en estos casos es conseguir implementar un sistema de reglas que concentren las decisiones más relevantes en el Consejo de Administración del *holding*, al mismo tiempo que se implementen sistemas gerenciales de informaciones integrados y se promueva la integración de los cuadros técnicos de las diversas empresas con los del *holding*. Para que este diseño funcione, por otra parte, es necesario que la cultura de los órganos

directivos de las diversas empresas no transforme las reglas establecidas en ese sentido en letra muerta y que los canales de integración no sean un mero ritual.

En caso de que no sea posible, es decir, insuficiente, pero aún buscando aproximarse al modelo clásico de las multidivisionales, una posible solución, un poco más radical, que se defiende aquí para los grupos estatales, mejor que la simple integración de todas las empresas en una empresa única, es que se indiquen los mismo consejeros para todos los Consejos de Administración, así como los mismos directores para todos los Directorios.

Se deja así en un único nivel – en la cúspide del grupo organizacional – la resolución de los diversos intereses y presiones, así como la definición de la orientación estratégica que deberá ser seguida por el conjunto de las empresas, delegando la gestión operacional para los gerentes de carrera de las propias empresas.

Esta solución busca preservar en el contexto estatal las ventajas de las estructuras multidivisionales, con la concentración estratégica en la cúpula de la organización, y busca mantener, dentro de lo posible, la descentralización operacional. Una pérdida inevitable resultante de una mayor participación de la alta administración con los aspectos operacionales, reduciendo su foco estratégico, aun así es considerada menor que las consecuencias de los conflictos y la falta de dirección resultante del encadenamiento de los órganos de dirección, sin sintonía y muchas veces marcados por profundos conflictos de interés.

En síntesis, independientemente de la adopción de la solución indicada anteriormente, para que los grupos empresariales estatales puedan actuar con eficiencia, es necesario tener una clara conciencia de los problemas inherentes a este tipo de opción empresarial que oriente un continuo esfuerzo de mitigación de los mismos. En particular, además del tratamiento adecuado de su contorno institucional, sus sistemas de gobernabilidad han de ser perfeccionados de forma significativa, lo que no pasa solamente por la elección adecuada de sus administradores, sino también por un cuidadoso proceso que permita la unificación de su orientación estratégica y la minimización de los conflictos de intereses globales y locales en el interior de la corporación.

Referencias Bibliográficas

- Berle, A. A. y G. C. Means. 1932. *The Modern Corporation and Private Property*, New York: Commerce Clearing House.
- Chandler A. D. 1977. *The Visible Hand, The Managerial Revolution in American Business*. Cambridge: Harvard University Press.
- Charan, R. 2005. *Governança Corporativa que Produz Resultados*. Rio de Janeiro: Editora Campus, Eseevier.
- Demsetz, H. 1995. *The Economics of the Business Firm, Seven Critical Commentaries*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Donahue, J. D. 1992. *Privatização, Fins Públicos, Meios Privados*. Rio de Janeiro: Zahar.
- Fama E.F. y M.C. Jensen. 1983a. Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics* 26 (2): 301-325.
- , 1983b. Agency Problems and Residual Claims. *Journal of Law and Economics* 26 (2): 327-349.
- Furubotn, E. G. y R. Richter. 2000. *Institutions and Economic Theory - The Contribution of the New Institutional Economics*. Ann Arbor: The University of Michigan Press.
- Gama, S. Z. y R. F. Pimentel. 2005. A Governança das Empresas Federais de Distribuição de Energia Elétrica no Brasil. Ponencia presentada al X Congresso Internacional del CLAD sobre Reforma del Estado y la Administración Pública, 18-21 de Octubre de 2005, Santiago. Chile.
- Jensen, M.C. 1993. The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems. *The Journal of Finance* 48 (3):831-880.
- Lima, J.L. 1995. *Políticas de Governo e Desenvolvimento do Setor de Energia Elétrica do Código de Águas à Crise dos Anos 80 (1934-1984)*. Rio do Janeiro: Centro da Memória da Eletricidade no Brasil.
- Medeiros, R.A. 1993. *O Capital Privado na Reestruturação do Setor Elétrico Brasileiro*. Tesis de Maestria, COPPE, UFRJ, Rio de Janeiro, Brasil.
- Pereira, L.P.C. 2005. Conflito de Interesses em Deliberação de Assembléia Geral: a Aplicação do Parágrafo 1º do Art. 115 da Lei 6.404/76 ao caso de conflito de interesses, proveniente do voto de acionista controlador em Deliberação de Assembléia Geral, para aprovar contrato bilateral entre a companhia e o próprio controlador. *Monografias do curso de pós-graduação em Regulação do Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro: IE - UFRJ – CVM.
- Pimentel, R.F. 2008. Condicionantes Institucionais e Cenários Alternativos para a Eletrobrás, Mimeo.
- , 2006. Setor Elétrico Brasileiro: Fronteiras entre as Atuações Pública e Privada. Ponencia presentada al XI Congresso Internacional del CLAD sobre Reforma del Estado y la Administración Pública, 7 - 10 de Noviembre de 2006, Guatemala.
- , 2003. Preço e Competição no Setor Elétrico Brasileiro em Transição: Regulamentação e Mercado. *Seminários DIMAC* 91. Brasília: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada, IPEA.
- Posner, E. 2000. Agency Models In Law and Economics. *John M. Olin Law and Economics Working Paper* 92. Chicago: University of Chicago Law School.
- Prado, V.M. 2006. *Conflitos de Interesse nos Grupos Societários*. São Paulo: Editora Quartier Latin.
- Ross, S. 1973. The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem. *American Economic Review* 63 (2): 134-139.
- Sá, G. 2001. *O Valor das Empresas*. Rio de Janeiro: Editora Expressão e Cultura.

Siffert Filho, N. 1998. Governança Corporativa: Padrões Internacionais e Evidências Empíricas no Brasil nos Anos 90. *Revista do BNDES* (9): 1-23.

Sonnenfeld, J. A. 2002. What Makes Great Boards Great. *Harvard Business Review* 80 (9): 106-113.

Williamson, O.E. 1975. *Markets and Hierarchies; Analysis and Antitrust Implications*. New York: The Free Press, MacMillan.

----- . 1996. *The Mechanisms of Governance*. New York: Oxford University Press.

Rudérico F. Pimentel es Profesor de la Universidad Federal Fluminense e Investigador en la Fundación Getúlio Vargas (Río de Janeiro), Brasil. Es PhD en Programación Matemática, por la London School of Economics, Maestro en Ingeniería Eléctrica, por la Pontificia Universidad Católica de Río de Janeiro e Ingeniero Eléctrico, por el Instituto Tecnológico de Aeronáutica.
E-Mail: rfpimentel@uol.com.br

Sinval Z. Gama es Coordinador General de la Presidencia de Centrais Elétricas Brasileiras S.A. (Eletrobrás), Brasil. Es Doctor en Ingeniería por la Pontificia Universidad Católica de Río de Janeiro e Ingeniero Eléctrico por la Universidad Federal de Pernambuco.
E-Mail: sinvalgama@electrobras.com