



RGC, São Paulo, v. 3, n.1, art.1, pp. 1-23, set. 2016.  
ISSN 2359-313X

**Abertura de capital e Governança Corporativa no setor portuário brasileiro**

***Public offerings (IPOs) and Corporate Governance in the brazilian port sector***

Carlos Henrique Rocha\*

E-mail: [chrocha@unb.br](mailto:chrocha@unb.br)

Universidade de Brasília – UnB

Departamento de Engenharia de Produção

Campus Universitário Darcy Ribeiro, Brasília - DF, 70910-900

Paulo Augusto P. de Britto\*\*

E-mail: [pdebritto@gmail.com](mailto:pdebritto@gmail.com)

Universidade de Brasília - UnB

Programa de Pós-graduação em Ciências Contábeis - PPGCONT/UnB

Campus Universitário Darcy Ribeiro, Brasília - DF, 70910-900

Simone Uderman

E-mail: [simoneuderman@gmail.com](mailto:simoneuderman@gmail.com)

Universidade do Estado da Bahia - UNEB

Departamento de Ciências Humanas

Rua Silveira Martins, 2.555, Salvador - Bahia, 41150-000

**Recebido em 28 de fevereiro de 2016**

**Aceito em: 02 de setembro de 2016**

**Publicado online em 21 de outubro de 2016**

---

\* Carlos Henrique Rocha agradece o apoio financeiro do Conselho Nacional de Desenvolvimento Científico e Tecnológico (CNPq).

\*\* Paulo Augusto P. de Britto agradece o apoio financeiro da Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior (CAPES).

## RESUMO

O modelo societário atual dos principais portos nacionais é o de sociedade por ações não negociadas, sendo o governo federal o único acionista. Pesquisa recente demonstrou que a venda de ações ao público é uma fonte de financiamento viável do ponto de vista dos portos brasileiros. Este artigo argumenta, sob uma perspectiva teórico-exploratória, que uma governança corporativa eficiente é condição para o sucesso de operações de abertura de capital dos portos brasileiros. Identificam-se assim, ao menos cinco fragilidades de governança nos portos brasileiros: (i) as receitas portuárias não são relacionadas aos custos portuários, incluindo investimentos, evidenciando ausência de preocupação da direção executiva dos portos com o resultado financeiro; (ii) a competência do Conselho de Autoridade Portuária (CAP), órgão que desempenha funções típicas de conselhos de administração em empresas, não tem autoridade para decidir sobre as importantes questões do negócio; (iii) o CAP é desprovido de comitês de assessoramento, inclusive na matéria de auditoria; (iv) a composição do CAP impõe conflitos entre a autoridade portuária, trabalhadores portuários, usuários do porto e operadores portuários, induzindo o problema de agência; (v) a transparência de informações não é praticada de forma ampla e irrestrita pelos portos. Por fim, o artigo avança ao propor ações para o aprimoramento da governança dos portos brasileiros.

**Palavras-chave:** Portos marítimos brasileiros; Financiamento das atividades portuárias; Abertura de capital; Governança corporativa.

## ABSTRACT

The current corporate model associated to the major Brazilian ports is one of companies with non negotiable stock. Recent surveys have shown that the sale of shares to the public is a viable source of long term financing for Brazilian ports. This article argues from a theoretical standpoint that public share offer operations tend to fail because of the flawed governance installed. The five main flaws identified are: (i) port revenues are disassociated from port costs, including investments, indicating that

there is no overall concern for financial results; (ii) the power of the Port Authority Boards is undermined because they do not have the authority to make any decisions on important port affairs; (iii) the Port Authority Boards are not provided with any advisory committees, not even auditing committees; (iv) the Boards' composition leads to conflicts between the port authorities and port workers, port users and port operators constituting the problem of agency; and (v) unrestricted transparency of information is not widely practiced. At the end, this article points out measures to improve governance in the Brazilian port sector.

**Keywords:** Brazilian seaports; Financing of port activities; IPO; Corporate governance.

## INTRODUÇÃO

A necessidade de assegurar investimentos na construção, melhoria e ampliação da infraestrutura portuária, bem como para definir as condições gerais de operação e utilização dos portos, coloca a questão do financiamento em posição de grande destaque. O desenho institucional do sistema portuário brasileiro, que envolve decisões acerca das formas de participação pública e privada, é um elemento central para a definição de novas fontes de recursos e para a tomada de decisões sobre novos aportes.

No final de 2012, o governo federal anunciou importantes alterações no sistema portuário brasileiro com o objetivo de promover a competitividade por meio da eliminação de barreiras à entrada e, conseqüentemente, do estímulo à expansão dos investimentos privados (Lei n. 12.815, 2013). Como resultado, o governo federal prevê investimentos totais, somando-se recursos orçamentários e novos investimentos em concessões, arrendamentos e terminais privativos, da ordem de R\$ 54,2 bilhões até 2017 (BRASIL, 2012). Antes do anúncio do Programa de Investimentos em Logística dos Portos – PIL, os investimentos públicos previstos para o setor com recursos do Programa de Aceleração do Crescimento – PAC era de R\$ 5,1 bilhões.

O PIL deixa evidente que o governo não dispõe dos recursos para bancar as necessidades dos portos e, com efeito, conta com o aporte de recursos privados para obter maior competitividade do sistema portuário nacional. Para tanto, além de buscar dirimir as lacunas regulatórias e as deficiências de planejamento, estabeleceu crédito via Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) à taxa de juros TJLP, acrescida de até 2,5% ao ano, carência de até 3 anos e prazo de amortização de até 20 anos.

O modelo societário atual dos principais portos nacionais é o de sociedade por ações não negociadas, sendo o governo federal o único acionista. Assim como as empresas de capital aberto, cujos investimentos devem ser financiados por meio de dívidas, ações e outros valores mobiliários que possui em circulação, os portos podem, também, ser organizados como sociedades de capital aberto. Dessa forma, podem levantar fundos para empreender seus investimentos via venda de ações ao público.

A doutrina sobre sociedade por ações e as normas de direitos de propriedade e de cumprimento de contratos ensina que, *ceteris paribus*, a ausência de um código de governança corporativa pautado em boas práticas limitará a capacidade de uma empresa em levantar recursos via emissão de ações. O mesmo pode ser dito para o caso do setor portuário, em que o mercado provavelmente não terá a necessária segurança para mobilizar recursos para investimentos em face de frágil governança que este artigo demonstra estar presente nos portos nacionais.

Esse artigo consiste, assim, de um esforço teórico e exploratório apoiado na doutrina sobre sociedades por ações e as normas de direitos de propriedade e de cumprimento de contratos aplicados ao conjunto de normas legais que regulam o setor portuário nacional. Com base nessa metodologia, argumenta que a abertura de capital dos portos constitui uma alternativa importante a ser considerada no sentido de alavancar investimentos privados e aprimoramento da gestão no setor. O artigo avança, ainda, no sentido de identificar fragilidades associadas à governança corporativa dos portos brasileiros que devem ser endereçadas para o sucesso de uma eventual abertura de capital.

## **METODOLOGIA**

Neste artigo, caracterizado como teórico e exploratório, assume-se uma perspectiva crítica de análise sobre o tema da governança corporativa no setor portuário brasileiro. Nesse contexto, entende-se que é possível avançar em direção a uma base conceitual que ofereça subsídios iniciais para demais discussões que se espera ocorrer no futuro, seja no meio acadêmico, seja nos meios regulatório e empresarial.

Metodologicamente, esse artigo visa analisar, com apoio na literatura e relatórios sobre o tema, os problemas de governança nos portos brasileiros que inviabilizariam investimentos em expansão de capacidade física, bem como de sua eficiência operacional, além de propor medidas capazes de dirimir tais problemas. A análise parte de preceitos desenvolvidos pela teoria da governança corporativa, identificando problemas de agência na gestão portuária. Trata-se, portanto, de um artigo teórico que toma por base a pesquisa bibliográfica em trabalhos acadêmicos, doutrina e legislação, revisando abordagens presentes na literatura. As fontes

secundárias são a base da pesquisa bibliográfica para a formação do marco referencial teórico base das discussões sobre o tema em estudo.

Além disso, a presente análise pode ser considerada exploratória, pois objetiva contribuir para a formação de uma base de conhecimento destinada a suportar pesquisas e discussões futuras acerca de questões relacionadas ao tema estudado. Por fim, cabe ressaltar que a pesquisa teórica, em que pese não implicar em imediata intervenção na realidade, pode ter papel decisivo na criação de condições para a intervenção – e esse é um objetivo desse estudo.

### **GOVERNANÇA CORPORATIVA: REFERENCIAL TEÓRICO**

Governança corporativa é um conceito relativamente recente (MONKS; MINOW, 2011; CLAESSENS; YOUTOGLU, 2012). Em linhas gerais e independentemente do setor da atividade econômica um modelo de governança identifica objetivos estratégicos e indica a repartição de riscos, além de definir o conjunto particular de princípios operacionais e o grau de transparência requerido para a atuação de uma corporação (BROOKS; PALLIS, 2012). Dessa maneira, a governança corporativa pode contribuir para a construção de um ambiente mais estável e seguro para a realização de investimentos. Pode-se dizer que o desenvolvimento dessa matéria, bem como a construção e a implantação de códigos de conduta empresarial mundo afora, tem sido muito motivado pelo entendimento do chamado problema de agência.

De fato, pesquisas acadêmicas sobre governança corporativa ganharam corpo nos últimos anos, na esteira dos escândalos envolvendo a companhia italiana Parmalat e as norte-americanas Enron, World.com e Tyco, entre outras. A crise financeira mundial de 2008, ampliando os riscos empresariais, e os movimentos de abertura de capital de empresas públicas têm motivado, também, novos estudos nessa área do conhecimento. Silveira (2010) destaca a importância dos códigos de governança corporativa sugeridos pela Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), além dos códigos americano e europeu, que estabelecem normas e diretrizes da política de governança. No Brasil, o documento de referência é o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do

Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), cuja última revisão data de 2009.

Compre destacar, ainda, que entendendo a governança corporativa como o sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os relacionamentos entre acionistas, Conselho de Administração, Diretoria e órgãos de controle, as boas práticas convertem princípios em recomendações objetivas. Com isso, códigos voluntários podem evoluir para normas jurídicas obrigatórias como forma de dirimir os impactos de eventuais problemas de agência.

### **Problema de agência**

O problema de agência está bem documentado por autores como Coase (1937), Ross (1973) e Jensen e Meckling (1976). Decorre de situações onde a assimetria de informações e o conflito de interesses entre o principal (investidor) e o agente (gestor) abrem espaço para maiores riscos. A separação entre propriedade e gestão que caracteriza as modernas corporações, com efeito, cria a necessidade de que se estabeleçam mecanismos de governança para assegurar que o agente atue de acordo com os interesses do investidor.

Um problema de agência típico refere-se à relação entre acionistas e administradores, uma vez que esses últimos nem sempre têm como objetivo fazer com que a empresa seja a mais lucrativa possível. Os administradores têm preferências pessoais que podem levar a decisões que não priorizam os interesses dos acionistas. Como carregam apenas parte do ônus financeiro de suas decisões, ao tempo que podem ser demitidos e perder suas remunerações, não é difícil, por exemplo, que optem por ganhos de curto prazo que impliquem menores retornos futuros das organizações que administram. O monitoramento das atividades dos administradores é uma atividade pouco trivial, que implica o que a literatura econômica denomina de custo de agência ou custo de monitoramento das atividades dos agentes (ROSS, 1973; JENSEN, 1986).

Para Jensen e Meckling (1976), os custos de agência equivalem ao somatório dos seguintes custos:

- a) Custos de montagem de contratos entre o principal e o agente.

- b) Custos de esquemas de monitoramento das decisões e atividades dos gestores.
- c) Custos incorridos pelo agente para mostrar para o principal que seus atos não o prejudicam.
- d) Perdas de lucros futuros para o principal decorrentes de decisões subótimas tomadas pelo agente.

Outro problema de agência decorre da relação entre acionistas majoritários e minoritários nas empresas privadas ou de economia mista (SHLEIFER; VISHNY, 1997; YOUNG et al. 2008). Conforme ressaltam Dutra e Saito (2002) e Leal e Oliveira (2002), os acionistas majoritários desejam fazer valer seus interesses, pois exercem poder quase total sobre os administradores. Essa dominância de interesses é chamada efeito entrincheiramento (SHLEIFER; VISHNY, 1997). Estudo econométrico realizado por Silveira (2006) para o caso brasileiro indica uma relação negativa estatisticamente significativa entre o excesso de direito de voto decorrente da concentração da propriedade das ações um grupo controlador, o acionista majoritário, e a qualidade da governança.

Problemas de agência ocorrem, também, entre acionistas e credores que empregam capital na empresa por meio de empréstimos diretos ou aquisição de títulos de dívida. Em casos de excesso de capital dos credores, os acionistas tendem a escolher projetos altamente arriscados para a empresa. Se os projetos fracassarem, levando a empresa ao fracasso, o capital aportado pelos credores não será recuperado, porque a empresa tornar-se-á incapaz de honrar seus compromissos. Os acionistas, cuja remuneração consiste do lucro líquido não se importam de correr esse risco, uma vez que não compartilham boa parte do eventual prejuízo. Dessa forma, quanto maior for a rentabilidade obtida pela empresa a partir os projetos arriscados, maior será o benefício capturado pelos acionistas em relação ao montante por eles investido, não havendo alteração na rentabilidade inicialmente contratada pelos credores, a taxa de juros. Nesses casos, o risco do projeto é assumido quase que exclusivamente pelos credores da empresa.

Mesmo as empresas de capital fechado, como a maioria das empresas familiares, estão sujeitas ao problema de agência. Por vezes, esse tipo de problema é até mais severo nessas empresas do que nas de capital aberto, como observa

Bornholdt (2005). De fato, é comum presenciar nas empresas familiares problemas sucessórios, casos de nepotismo e mecanismos informais nas avaliações de desempenho. Não raramente as intrigas familiares são levadas para o ambiente da empresa e muitas vezes os interesses dos acionistas que não pertencem à família são negligenciados.

Por fim, identificam-se, também problemas de agência entre os acionistas, representados pela empresa, e a sociedade, pois grande parte das decisões da empresa tem consequências sociais. Empresas que criam altos custos sociais deveriam pagar por isso, arcando com custos decorrentes de imposições legais e sendo oneradas pela perda de receitas brutas em função do recuo de investidores e clientes, para maior qualidade da governança corporativa.

Os modelos de governança corporativa incluem, entre os seus objetivos, a minimização de problemas de agência. Pautando condutas e estabelecendo regras e limites a serem respeitados, esses modelos regulam comportamentos, contribuindo para um ambiente mais seguro e atrativo para os investidores.

### **Principais modelos de governança corporativa**

Identificam-se dois modelos principais de governança corporativa: o que dá primazia aos interesses dos acionistas e o que não pondera de forma diferente os interesses de acionistas, trabalhadores, fornecedores, credores, governo e, algumas vezes, até mesmo os consumidores dos produtos e serviços ofertados pela empresa.

O modelo que não distingue os interesses de acionistas e dos demais agentes, conhecido como teoria dos *stakeholders*, tem recebido fortes críticas desde os trabalhos de Sternberg (1999), Jensen (2001) e Tirole (2006), sobretudo por demandar que os acionistas repartam com os demais agentes o poder de decisão acerca de seu próprio patrimônio investido na empresa. Pensando dessa forma, os críticos da teoria dos *stakeholders* baseiam sua argumentação na defesa do objetivo da maximização da riqueza dos acionistas e, por conseguinte, advogam que deve prevalecer nas organizações a lógica que prioriza os interesses dos agentes que correm relativamente mais riscos e que têm somente direitos residuais sobre o fluxo de caixa da empresa após todos os outros compromissos (pagamento de salários, juros e fornecedores, amortização de dívida e recolhimento de impostos).

Alguns autores têm argumentado a favor de um modelo de maximização da riqueza dos acionistas com restrições que proteja os interesses dos credores, assegurando maior fluxo de empréstimos. Tal modelo constituiria um meio termo entre os dois mencionados, em que são considerados todos os interesses envolvidos, mas com maior peso aos interesses dos acionistas. Além de uma política de dividendos adequada a esse propósito e de mecanismos destinados a limitar investimentos de maior risco, esse modelo inclui a possibilidade de venda de títulos lastreados, considerando a necessidade de evitar a geração de custos sociais (DAMODARAN, 2004).

Como consequência das estratégias de maximização da riqueza dos acionistas, o mercado de ações ocupa, sem surpresa, papel de destaque como financiador de investimentos produtivos de empresas privadas em países cujo modelo de governança prioriza os interesses dos acionistas, seja por meio de severas normas legais ou de autorregulação. Por outro lado, o mercado de crédito público e privado assume função primordial como financiados em países cujo modelo de governança é do tipo *stakeholder* (SILVEIRA, 2010).

Se os administradores de uma empresa não agirem no melhor interesse dos *shareholders*, surge o problema de agência, que tende a se agravar quando as ações estão pulverizadas. Pior ainda se não houver proteção legal contra os atos de expropriação do patrimônio privado praticados pelos administradores. Nesse caso, o agente sente-se livre de impedimentos para maximizar suas preferências, em detrimento de outros interesses em jogo (SHLEIFER; VISHNY, 1997). A capacidade de comportamento discricionário do agente diminui, entretanto, quando existe mercado para aquisições hostis, conforme documentam Gibbs (1993) e Shleifer e Vishny (1997). Nessas situações, em geral, os administradores tendem a trabalhar para os acionistas com receio de perderem seus empregos.

Em se tratando de portos, em que há forte presença do poder público na gestão das instituições, se verificam outras formas de manifestação do problema de agência, todas relacionadas com o papel dos entes políticos nas administrações portuárias. No caso de empresas estatais, o político tem incentivo em exercer o controle de forma a maximizar sua chance de reeleição, deixando de lado os interesses do público em geral que consistem da prestação contínua e eficiente do serviço, a preços módicos (SHAPIRO; WILLIG, 1990; SHLEIFER; VISHNY, 1997).

## O conselho de administração: composição e atuação

Outro importante mecanismo de controle de conduta é o Conselho de Administração, que supervisiona a administração de uma empresa de capital aberto com o dever de assegurar que os administradores sirvam aos interesses dos acionistas. A norma das sociedades anônimas define que o Conselho de Administração tipicamente como órgão de fiscalização e de consulta, podendo, conforme dispuser o estatuto da empresa, participar da administração juntamente com a Diretoria. Dispondo de assessoramento técnico e autoridade para disciplinar a ação dos agentes, esse colegiado é peça fundamental para a redução de riscos e a percepção de maior segurança dos *shareholders*.

A composição do Conselho de Administração das empresas é peça-chave para a adoção de boas práticas de governança. Como regra geral, recomenda-se que os administradores das empresas não ocupem a presidência do Conselho de Administração. Essa recomendação encontra amparo empírico em diversas pesquisas que mostram que a separação entre presidência do conselho e direção da empresa produz resultados relativamente superiores em termos de rentabilidade (BHAGAT; BLACK, 2002; SILVEIRA et al., 2003; LIU, 2011).

Dessa forma, importa ressaltar que sem mecanismos eficazes de separação entre Conselho de Administração e Diretoria da empresa, o problema de agência mencionado não será minorado com a simples abertura de capital. Exemplos dessa situação são as empresas de economia mistas em que membros do Conselho e Diretores são indicados pelos mesmos agentes políticos e, com efeito, possuem preferências alinhadas entre si.

Os Conselhos de Administração compostos por representantes de todos os *stakeholders* da empresa raramente cumprem o papel de tomar decisões imparciais visando o melhor resultado de longo prazo da empresa (JENSEN, 2001; SILVEIRA et al., 2005). Na verdade, quase todos os códigos de governança adotados mundo afora apregoam que a maioria dos membros dos Conselhos de Administração deve ter origem externa (independente) à organização (CHHAOCHHARIA; GRINSTEIN, 2007). No caso do Brasil, o código do IBGC, em sua seção 2.16, tipifica o conselheiro independente (SILVEIRA, 2010).

Atualmente, tem se difundido, na literatura, a posição de que deve existir um único membro interno à empresa (o Diretor Executivo) no Conselho de Administração, de modo a evitar intermináveis debates e discordâncias entre os ocupantes da direção da empresa nas sessões. Tem se generalizado, também, a defesa de um Conselho de Administração enxuto, composto por no máximo seis membros, uma vez que os conselhos superpovoados estão mais sujeitos a serem capturados pelo Diretor Executivo da empresa.

Especialistas em todo o mundo têm recomendado fortemente que seja criado, no âmbito dos Conselhos de Administração, um comitê de auditoria que cumpra ao menos o propósito de verificar a adoção das melhores práticas de governança (SILVEIRA, 2010). Subjacente à questão da composição do Conselho de Administração está uma complexa discussão sobre o comportamento e a conduta dos conselheiros. Em geral, defende-se que os membros dos conselhos sejam ativos e se comportem como acionistas. MacAvoy e Millstein (1999) já comprovaram empiricamente que empresas com conselheiros atuantes têm conseguido retornos sobre o capital bem mais altos do que os obtidos por empresas com conselheiros menos ativos. Brooks e Pallis (2012), por sua vez, observam que, à medida que o Conselho de Administração da empresa é efetivo, reduzem-se as probabilidades de clientelismo político, preservando-se decisões mais técnicas que resultam, no longo prazo, em maiores ganhos para os acionistas, as empresas e a sociedade.

### **Comentários adicionais**

A adoção de códigos de governança pautados nas boas práticas e na doutrina tende a reduzir o custo de captação de recursos, gerando oportunidades de crescimento para as corporações (KLAPPER; LOVE, 2002). De fato, o movimento de queda dos custos do capital próprio e de terceiros possibilita a realização de novos projetos e aumenta a rentabilidade dos projetos existentes, tornando as empresas mais competitivas e valorizadas (SHLEIFER; VISHNY, 1997; LEAL; OLIVEIRA, 2002). Essa proposição encontra amplo suporte empírico, inclusive para o caso do Brasil, conforme documentado em Silveira (2006).

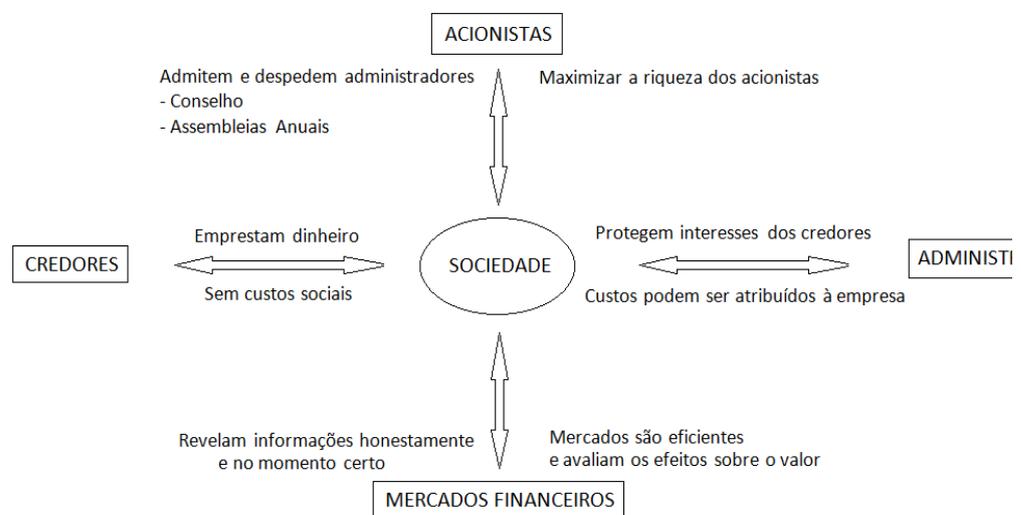
Como o desenvolvimento dos mercados de capitais está associado às boas práticas de governança, a governança corporativa tem implicações positivas também

sobre o desenvolvimento das nações. No mundo real, inexistente a possibilidade de previsão antecipada de todas as contingências empresariais futuras que devem ser incluídas num contrato. Assim, os códigos de governança cumprem o papel de atenuar os riscos assumidos pelos investidores responsáveis por aportar recursos nas empresas privadas, inclusive nas empresas familiares e de economia mista. Isso não exclui, evidentemente, a necessidade de proteção legal aos investidores e de normas de direitos de propriedade e garantia de cumprimento de contratos. Trata-se de uma proteção adicional que fortalece a estabilidade das relações entre as partes e cria expectativas positivas quanto aos retornos dos investimentos realizados, contribuindo para um ambiente propício ao crescimento da economia e ao desenvolvimento nacional.

Deve ser dito, por fim, que a literatura de governança corporativa recomenda que as informações históricas e futuras acerca da situação das empresas sejam amplamente divulgadas na mídia especializada, de modo que os investidores possam acessá-las e avaliá-las com tranquilidade. Essa recomendação também fortalece um ambiente seguro e atrativo para os investidores, que podem tirar suas próprias conclusões e apostar ou não nas empresas e projetos disponíveis.

Com efeito, a Figura 1 sintetiza o modelo de governança corporativa que maximiza a riqueza dos acionistas.

Figura 1 - Modelo de maximização da riqueza dos acionistas



Fonte: Adaptado de Damodaran (2004: 40).

## **SISTEMA PORTUÁRIO BRASILEIRO: UM PANORAMA INSTITUCIONAL**

Até a publicação da Lei dos Portos de 1993, o setor portuário brasileiro era caracterizado por um modelo de gestão estatal instituído em 1934 (GOULARTI FILHO, 2007). De acordo com aquele sistema legal, cada porto detinha o monopólio do embarque e desembarque de mercadorias em uma dada área de jurisdição, ou hinterlândia. Assim, mercadorias provenientes da, ou para, a área de jurisdição de um porto teriam obrigatoriamente de transitar pelas instalações daquele porto. A única forma de fugir ao monopólio de um porto era a construção e operação de instalação portuária de uso próprio, definidos pelo Decreto-Lei nº 5/66.

No modelo estatal pré-1993, as tarifas portuárias eram fixadas pelo governo, com base nos custos portuários. As relações trabalhistas não obedeciam à dinâmica de mercado, sendo as fainas e serviços, bem como a remuneração dos trabalhadores, fixadas através de Resoluções editadas pela Superintendência Nacional da Marinha Mercante (SUNAMAM) e sujeitas às pressões políticas e interesses corporativos sindicais.

Em 1993, a promulgação da Lei 8.630 (1993) (“Lei dos Portos”) representou uma completa reforma no modelo portuário brasileiro. Os portos deixaram de ser monopolistas em sua hinterlândia e regras para a participação privada foram instituídas. Em seu Artigo 1º, a Lei dos Portos dispunha sobre o regime jurídico da exploração dos portos e das instalações portuárias, estabelecendo caber “à União explorar, diretamente ou mediante concessão, os portos públicos organizados” (Lei n. 8.630, 1993). Com efeito, agentes privados passaram a gerir terminais arrendados (prestadores de serviço público sob delegação) e terminais de uso privativo (TOVAR; FERREIRA, 2006).

Ante a implementação do novo modelo, bem como da necessidade de acelerar o processo de modernização portuária, criou-se já em 1995 o Grupo Executivo para a Modernização dos Portos – GEMPO (Decreto n. 1.467, 1995), com vistas ao cumprimento dos seguintes objetivos:

- atualizar e simplificar a legislação portuária vigente, baseada nas normas estabelecidas ainda na década de 1930;

- modernizar o gerenciamento portuário;
- incentivar a participação dos usuários, fortalecendo as entidades representativas de classes empresariais;
  - ampliar a participação da iniciativa privada na prestação de serviços portuários e promover uma atuação mais eficaz dos portos, estimulando o regime de livre concorrência;
  - simplificar a estrutura tarifária;
  - reduzir o domínio de algumas categorias de sindicatos de trabalhadores avulsos, criando o Órgão Gestor de Mão-de-Obra (OGMO), com a função de intermediar a contratação de trabalhadores sem vínculo no porto organizado;
  - criar condições operacionais e financeiras capazes de viabilizar a elevação dos índices de produtividade dos portos e terminais nacionais;
  - implantar os Conselhos de Autoridade Portuária (CAP), representados por todos os segmentos econômicos interessados na atividade portuária, para atuar como organismos normatizadores e reguladores dos portos.

Em 2001, a Lei 10.233 instituiu a Agência Nacional de Transportes Aquaviários (ANTAQ), que visava assegurar a implementação das políticas formuladas pelo Ministério dos Transportes e pelo Conselho Nacional de Integração de Políticas de Transporte (CONIT), também criado na ocasião (Lei n. 10.233, 2001). Com as atribuições de regular e fiscalizar as atividades de prestação de serviços e de exploração da infraestrutura portuária e aquaviária executadas por terceiros, arbitrar conflitos e evitar situações de competição imperfeita ou infração contra a ordem econômica, a ANTAQ procura garantir o atendimento de “padrões de eficiência, segurança, pontualidade e modicidade em fretes e tarifas” (SINELLI, 2010, p. 32). A instituição da Secretaria Especial de Portos da Presidência da República (SEP/PR), em 2007, constituiu um novo passo na construção do novo modelo de gestão do setor portuário. Dentre as funções da Secretaria, inclui-se a formulação de políticas e diretrizes para o fomento setorial, além da execução de medidas, programas e projetos de apoio ao desenvolvimento da infraestrutura portuária. Compete ainda à SEP/PR a participação no planejamento estratégico e a aprovação dos planos de

outorgas, de modo a assegurar segurança e eficiência ao transporte aquaviário no país.

Além de cumprirem a função de estimular a competitividade, as reformas institucionais e administrativas, prevendo efeitos positivos sobre os níveis de produtividade e acumulação de capital no setor portuário, visavam desonerar o governo federal dos investimentos em infraestrutura e equipamentos, que deveriam ser gradativamente assumidos pela iniciativa privada (GEIPOT, 2001). A redução da dependência de aportes financeiros do estado e a canalização de novos recursos para obras portuárias seriam formas de solucionar a crônica falta de investimentos que transformou, ao longo do tempo, o sistema portuário nacional em um dos grandes ícones do chamado “custo Brasil” (OLIVEIRA; MATTOS, 1998).

Uma das grandes apostas para a atração de capitais privados era precisamente a implantação dos Conselhos de Autoridade Portuária, que se configurariam no principal fórum colegiado já criado nos portos de uso público no Brasil. Contando com a participação de toda a comunidade portuária (operadores, prestadores de serviço, usuários, trabalhadores e governos federal, estaduais e municipais), o CAP era tido como peça importante para garantir boas práticas de governança e ampliar a confiança dos investidores. Funcionando como uma espécie de conselho administrativo, contribuiria, em tese, para a tomada de decisões ajustadas aos interesses do negócio, articulando conflitos em torno de interesses comuns. Conforme será visto adiante, uma série de razões explica o fracasso desse fórum para assegurar a tomada de decisões pautadas nas boas práticas empresariais, ampliando a segurança e o interesse de investidores privados.

Desde a promulgação da Lei dos Portos, todavia, os investimentos realizados passam longe das necessidades gigantescas da estrutura portuária nacional.

Com efeito, em junho de 2013 entrou em vigor a Lei 12.815 (2013) com significativas alterações introduzidas na legislação portuária nacional com o objetivo de trazer maior segurança jurídica para a participação da iniciativa privada na operação dos terminais portuários (SILVA; OLIVEIRA, 2013). Dentre as alterações destacam-se: a introdução do contrato de concessão à administração portuária e a adequação dos terminais privativos dentro de áreas de portos públicos para terminais arrendados. A nova lei facilita, por outro lado, a constituição de portos privados fora de áreas de portos organizados, quebrando o monopólio das atuais Administrações

Portuárias. Por fim, a nova lei dos portos retira autonomia dos Conselhos de Autoridade Portuária (CAP), tornando-os órgãos meramente consultivos, além de remeter à regulamentação futura a definição de sua composição.

## **PROBLEMAS DE GOVERNANÇA NOS PORTOS BRASILEIROS: A SITUAÇÃO ATUAL**

Esta pesquisa sugere a existência de cinco principais fragilidades de governança nos portos nacionais com impactos negativos sobre as possibilidades de realização de operações de abertura do capital dos portos. Argumenta-se que se tratadas adequadamente, sua correção pode auxiliar na atração de capitais e gestão privada ao setor, implicando em expansão da capacidade de movimentação de cargas no sistema portuário nacional e em ganhos de eficiência. As fragilidades observadas são descritas a seguir.

*Primeira fragilidade:* um problema típico de ausência de boas práticas de governança nos portos nacionais nos dias de hoje é a dissociação entre receitas (tarifas e arrendamentos ou alugueis) e custos portuários, inclusive investimentos. Mesmo em uma empresa 100% estatal, uma vez que participante de uma economia de mercado, não se pode admitir a prática de não relacionar receitas e custos. Essa dissociação afasta a condição de lucratividade do negócio, afugentando investidores, na medida em que evidencia a não preocupação com a maximização do valor econômico do negócio.

*Segunda fragilidade:* a Lei 12.815/2013 definiu, em seu Art. 20, *caput*, os Conselhos de Autoridades Portuárias (CAP) como órgãos consultivos das administrações de cada um dos portos nacionais. Vale lembrar que de acordo com o ordenamento anterior, a Lei 8.630/93, o CAP tinha como atribuição decidir, e não apenas opinar, sobre os investimentos, as formas de financiamento e a destinação de resultados. Com efeito, de acordo com a nova lei dos portos, os CAP passam, em última análise, a atuar como um Conselho de Administração, representando um retrocesso na questão da governança em um horizonte de eventuais aberturas de capital dos portos brasileiros.

*Terceira fragilidade:* segundo a Lei 12.815/2013 (Art. 20, § 2º) o CAP será composto por representantes do poder público e das classes empresarial e dos trabalhadores. A distribuição das vagas no Conselho deverá observar a seguinte proporção: 50% (cinquenta por cento) de representantes do poder público, 25% (vinte e cinco por cento) de representantes da classe empresarial e 25% (vinte e cinco por cento) de representantes da classe trabalhadora. Demais questões pertinentes ao funcionamento dos CAP serão objeto de regulamentação futura. Contudo, independente disso, é fácil perceber forte influência da teoria dos *stakeholders* (DONALDSON; PRESTON, 1995) para a definição da composição dos Conselhos, que se apresenta nitidamente superpovoado, ao contrário do que prescreve a literatura mais atual sobre o tema mencionada anteriormente. A presença de vários representantes para cada *stakeholder* portuário no CAP reforça o caráter público de sua atuação, em prejuízo à sua eficiência econômico-financeira (a capacidade de ajustar os preços dos serviços prestados pelo porto, por exemplo, fica reduzida em função dos fortes conflitos de interesses). A composição do CAP nos moldes da teoria dos *stakeholders*, assim, contribui para aumentar o risco do negócio, motivando um problema de agência, à medida que induz conflitos entre os membros do conselho.

*Quarta fragilidade:* não foram previstos na Lei dos Portos os comitês de assessoramento do CAP, sequer um comitê de auditoria. A esse respeito, cabe destacar que a Lei 12.815/2013 (Art. 17, §1º, inciso XIII) estabelece apenas que cabe à administração do porto prestar apoio técnico e administrativo ao CAP. Contrariam-se, assim, mais uma vez, as recomendações dos especialistas, que se preocupam em garantir, a partir da atuação desses comitês, a adoção de melhores práticas de governança e a ampliação da segurança dos investidores. Dessa forma, a introdução de tais comitês de auditoria contribuiria para o sucesso da abertura de capital dos portos.

*Quinta fragilidade:* outro problema de governança nos portos brasileiros diz respeito à qualidade e divulgação de informações. Contata-se que os portos nacionais não têm o hábito ou não estão tecnologicamente preparados para apurar e divulgar estatísticas portuárias com periodicidade inferior a um ano, impedindo que sejam

feitas análises do tipo sazonal. Tanto os demonstrativos contábeis e financeiros, como os índices de desempenho financeiro, não são publicados amplamente na mídia especializada, tampouco no próprio *website* do porto. Não é comum encontrar estatísticas de acidentes pessoais, materiais e ambientais nos portos, muito menos dispor de relatórios sobre as causas e consequências desses acidentes. O chamado Plano de Desenvolvimento e Zoneamento (PDZ) dos portos, onde devem constar os planos de expansão, os planos de modificação do *layout* do porto, as projeções de movimentação de cargas, a descrição do espaço doméstico de alcance do porto, os tipos de navios que frequentam o porto e uma descrição dos acessos marítimos e terrestres, entre outras informações relevantes, raramente se encontra atualizado. Essa ausência de divulgação de informações regulares, periódicas e atualizadas das atividades do porto afasta-se das boas práticas de governança corporativa, dificultando a tarefa de monitoramento e de controle do Conselho de Administração, além de inibir a participação de potenciais investidores privados, individuais ou institucionais.

## **CONSIDERAÇÕES FINAIS**

Entendendo a governança corporativa como o conjunto de mecanismos que visam aumentar a probabilidade de os investidores garantirem para si o retorno sobre os aportes de recursos feitos nas empresas e considerando a possibilidade de abertura de capital como uma forma de financiamento relevante, este artigo tem por objetivo iniciar o debate acadêmico e técnico sobre governança corporativa nos portos nacionais.

Os portos brasileiros são constituídos, atualmente, como sociedades por ações, com 100% dos títulos detidos pelo governo. A nova Lei dos Portos, de 2013, permite que essa situação mude na medida em que permite a abertura de capital dos portos. Nesse caso, contudo, uma boa governança corporativa é fundamental.

Neste trabalho, sob uma perspectiva teórico-empírica e exploratória, apoiada nos preceitos da teoria da governança corporativa e da teoria da agência, identificam-se cinco fragilidades de governança nos portos brasileiros, que concorrem para o insucesso de operações de abertura do capital. Além de fragilidades que resultam da lei de modernização dos portos promulgada em 1993, existem também debilidades

que parecem decorrer do fato de que atividades empresariais que requerem maior flexibilidade e condições gerenciais específicas têm sido exercidas pelo governo.

As cinco fragilidades apontadas no trabalho são: (i) as receitas portuárias estão desvinculadas dos custos portuários, inclusive dos investimentos, o que sinaliza ausência de preocupação com o resultado financeiro do porto; (ii) a competência do Conselho de Administração Portuária encontra-se desvirtuada, sobretudo porque o Conselho não tem autoridade para tomar decisões sobre as importantes questões do negócio; (iii) o Conselho de Administração do porto é desprovido de comitês de assessoramento, inclusive na matéria de auditoria; (iv) a composição do Conselho de Administração Portuária impõe conflitos entre os *stakeholders* (autoridade portuária, trabalhadores portuários, usuários do porto e operadores portuários), induzindo o denominado problema de agência; e (v) a transparência de informações não é praticada de forma ampla e irrestrita.

Nesse contexto recomendam-se, a partir das discussões sistematizadas neste trabalho, algumas sugestões para a elaboração de um e código de governança dos portos. Primeiramente, recomenda-se que o Conselho de Administração Portuária deva ser composto somente por acionistas ou seus representantes, pois o debate acadêmico e as evidências empíricas mostram que essa medida reduz o risco do negócio. Além disso, recomenda-se que: a participação do governo deva restringir-se à presidência do Conselho de Administração Portuária, cabendo aos demais acionistas a indicação dos gestores portuários: diretor-geral, diretor técnico e diretor administrativo-financeiro; que o Conselho de Administração não deva ter um número de membros superior ao recomendado pelas pesquisas teóricas e empíricas; que os portos devam trabalhar com o objetivo de maximização da riqueza dos acionistas, sem, contudo, praticar preços de monopólio; e, por fim, que os portos devam adotar sistemas de informação que integrem todos os dados e processos da organização, proporcionando maior transparência e uniformização da informação. Tais medidas, com efeito, tendem a contribuir para um ambiente mais seguro, induzindo maiores níveis de investimentos.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BHAGAT, S.; BLACK, B. (2001). Board independence and long term firm performance. *Journal of Corporation Law*, 27 (1), 231-274.

BORNHOLDT, W. (2005). *Governança na empresa familiar*. Porto Alegre: Bookman.

BRASIL. (2012). *Programa de Investimentos em Logística: Portos*. Brasília: Governo Federal.

BROOKS, M. R.; PALLIS, A. (2012). Port governance. In: W. K. Talley (Ed.), *The Blackwell Companion to Maritime Economics*. Nova York: Wiley-Blackwell.

CHHAOCHHARIA, V.; GRINSTEIN, Y. (2007). The changing structure of US corporate boards 1997-2003. *Corporate Governance*, 15 (6), 1.215-1.223.

CLAESSENS, S.; YOUTOGLU, B. (2012). Corporate governance and development: an update [Global Corporate Governance Forum Focus 10]. *International Finance Corporation (IFC)*, Washington, DC, United States of America.

COASE, R. (1937). The nature of the firm. *Economica*, 4, 386-405.

DAMODARAN, A. (2004). *Finanças corporativas: teoria e prática*. Porto Alegre: Bookman.

*Decreto nº 1.467, de 27 de abril de 1995* (1995). Cria o Grupo Executivo para Modernização dos Portos. Brasília: Diário Oficial da União.

DONALDSON, T.; PRESTON, L. (1995). The stakeholder theory of the corporation: concepts, evidence and implications. *Academy of Management Review*, 20, 65-91.

DUTRA, M. G. L.; SAITO, R. (2002). Conselhos de administração: análise de sua composição em um conjunto de companhias abertas brasileiras. *Revista de Administração Contemporânea*, 6 (2), 9-27.

GIBBS, P. A. (1993). Determinants of corporate restructuring: the relative importance of corporate governance, takeover threat, and free cash flow. *Strategic Management Journal*, 14 (1), 51-68.

GOULARTI FILHO, A. (2007). Melhoramentos, reaparelhamentos e modernização dos portos brasileiros: a longa e constante espera. *Economia e Sociedade*, 16 (3), 455-489.

JENSEN, M. (2001). Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function. *Journal of Applied Corporate Finance*, 14 (3), 8-21.

JENSEN, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76 (2), 323-329.

JENSEN, M.; MECKLING, W. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.

KLAPPER, L.; LOVE, I. (2002). Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets [Working Papers Series n. 2818]. *The World Bank*, Washington, DC, United States of America.

LEAL, R. P. C.; OLIVEIRA, C. L. T. (2002). An evaluation of board practices in Brazil. *Corporate Governance*, 2 (3), 21-25.

*Lei nº 10.233, de 5 de junho de 2001* (2001). Dispõe sobre a reestruturação dos transportes aquaviário e terrestre, cria o Conselho Nacional de Integração de Políticas de Transporte, a Agência Nacional de Transportes Terrestres, a Agência Nacional de Transportes Aquaviários e o Departamento Nacional de Infra-Estrutura de Transportes, e dá outras providências. Brasília: Diário Oficial da União.

*Lei nº 12.815, de 5 de junho de 2013* (2013). Dispõe sobre a exploração direta e indireta, pela União, de portos e instalações portuárias e sobre as atividades desempenhadas pelos operadores portuários, e dá outras providências. Brasília: Diário Oficial da União.

*Lei nº 8.630, de 25 de fevereiro de 1993* (1993). Dispõe sobre o regime jurídico da exploração dos portos organizados e das instalações portuárias e dá outras providências. (LEI DOS PORTOS). Brasília: Diário Oficial da União.

LIU, W. (2011). *Board Independence and Long-Term Firm Performance: The Initial Quest of Effective Board Paradigm - A Survey Based on Nonlinear Regression Equation Modeling*. Master Thesis, University of Amsterdam, Amsterdam, The Netherlands.

MACAVOY, J. R.; MILLSTEIN, I. M. (1999). The active board of directors and its effect on the performance of large publicly traded companies. *Journal of Applied Corporate Finance*, 11 (4), 8-20.

MONKS, R. A. G.; MINOW, N. (2011). *Corporate Governance*. West Sussex, England: John Wiley & Sons.

OLIVEIRA, G.; MATTOS, C. (1998). Defesa da concorrência nos portos. *Revista de Administração de Empresas*, 39 (2) 64-76.

ROSS, S. (1973). The economic theory of agency: the principal's problem. *American Economic Review*, 63, 134-139.

SHAPIRO, C.; WILLIG, R. D. (1990). Economic Rationales for the Scope of Privatization. In E.N. Suleiman e J. Waterbury (Eds.) *The Political Economy of Public Sector Reform and Privatization*. London: Westview Press.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, 52 (2), 737-783.

SILVA, C.; OLIVEIRA JR., D. (2013). *Nota Descritiva: Media Provisória n. 595, de 2012* [mimeo] Consultoria Legislativa da Câmara dos Deputados, Brasília, DF.

SILVEIRA, A. M. (2006). *Governança corporativa e estrutura de propriedade*. São Paulo: Saint Paul.

SILVEIRA, A. M. (2010). *Governança corporativa no Brasil e no mundo: teoria e prática*. Rio de Janeiro: Campus.

SINELLI, M. (2010). Um porto livre de amarras. *Revista Custo Brasil*, 5 (27), 31-35.

TIROLE, J. (2006). *The theory of corporate finance*. New Jersey: Princeton University Press.

TOVAR, A.; FERREIRA, G. (2006). A Infra-Estrutura Portuária Brasileira: O Modelo Atual e Perspectivas para seu Desenvolvimento Sustentado. *Revista do BNDES*, 13 (25), 209-230.

YOUNG, M. N.; PENG, M. W.; AHLSTROM, D.; BRUTON, G. D.; JIANG, Y. (2008). Corporate governance in emerging economies: a review of the principal-principal perspective. *Journal of Management Studies*, 45 (1), 196-220.