

# Mudanças nas configurações de governança corporativa e relações de agência: uma análise longitudinal em empresa de capital fechado

FABRICIO BOMTEMPO OLIVEIRA<sup>1</sup>JOAQUIM RUBENS FONTES FILHO<sup>1</sup><sup>1</sup> FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS (FGV EBAPE) / ESCOLA BRASILEIRA DE ADMINISTRAÇÃO PÚBLICA E DE EMPRESAS, RIO DE JANEIRO – RJ, BRASIL

## Resumo

Este artigo tem como objetivo identificar as mudanças na governança corporativa associadas a ao ciclo de vida das empresas, orientado pelo problema de pesquisa de compreender quais efeitos a maturidade do negócio produz na sua estrutura de propriedade, relações societárias e outras configurações de governança. Como procedimento metodológico foi realizada análise longitudinal das mudanças ocorridas na Transportadora Brasileira Gasoduto Bolívia-Brasil SA (TBG), empresa de capital fechado controlada pela Petrobras Logística de Gás, com a participação de vários parceiros estatais e privados. As informações foram coletadas a partir de análise documental e entrevistas com executivos que participaram de sua administração. Como resultado, foi possível identificar a relação dos estágios do negócio às características dos investidores, variando desde um momento inicial construído em torno de empresas de energia especializadas no negócio, à fase de maturidade, quando o investimento se tornou interessante a sócios capitalistas, mais interessados nos resultados financeiros. Além disso, o planejamento antes da consolidação de capital, a existência de uma estrutura de financiamento, de critérios claros para selecionar os parceiros e a presença de um segundo acionista relevante, mitigando eventuais problemas de abuso de poder ou não observância a regras estabelecidas, contribuíram para preservar a relação entre os sócios ao longo do tempo e a sustentabilidade dos acordos societários. Com a abordagem longitudinal utilizada, o estudo visa contribuir para uma nova perspectiva de análise das práticas de governança corporativa, considerando suas mudanças e adaptações necessárias ao longo do tempo, e reflexos sobre as estruturas societárias e prioridades dos atores da governança.

**Palavras-chave:** Relações de agência. Governança corporativa. Estrutura de propriedade. Análise longitudinal. Ciclo de vida da empresa.

## *Changes in the configurations of corporate governance and agency relationship: a longitudinal analysis in a privately held company*

### Abstract

This article aims to identify the changes in corporate governance associated with the life cycle of companies. It is guided by the research problem of understanding what effects the maturity of the business has on its ownership structure, corporate relations, and other governance configurations. The study used longitudinal analysis of the changes that occurred in Transportadora Brasileira Gasoduto Bolívia-Brasil SA (TBG), a privately held company controlled by Petrobras Logística de Gás, with the participation of several state and private partners. The data were collected through document analysis and interviews with executives. The results identified the relationship between the stages of the business and the characteristics of the investors, ranging from an initial moment built around energy companies specialized in the business to the maturity phase when the investment became interesting to capitalist partners interested in financial results. In addition, planning before capital consolidation, the existence of a financing structure, clear criteria for selecting partners, and the presence of a second relevant shareholder, mitigates any problems of abuse of power or non-compliance with established rules, contributing to preserving the relationship between shareholders over time and the sustainability of corporate agreements. The study contributes to a new perspective on the analysis of corporate governance, considering necessary changes and adaptations over time and reflections on the corporate structures and priorities of the governance actors.

**Keywords:** Agency relations. Corporate governance. Ownership structure. Longitudinal analysis. Company life cycle.

## *Cambios en las configuraciones de gobierno corporativo y relación de agencia: un análisis longitudinal en una empresa de capital cerrado*

### Resumen

Este artículo tiene como objetivo identificar los cambios en el gobierno corporativo asociados con el ciclo de vida de las empresas, guiado por el problema de investigación de comprender qué efectos tiene la madurez del negocio en su estructura de propiedad, relaciones societarias y otras configuraciones de gobierno. El estudio utilizó, como procedimiento metodológico, un análisis longitudinal de los cambios ocurridos en Transportadora Brasileira Gasoduto Bolívia-Brasil SA (TBG), empresa privada controlada por Petrobras Logística de Gás, con la participación de varios socios estatales y privados. La información fue recolectada a través del análisis de documentos y entrevistas con ejecutivos que participaron en su gestión. Como resultado, fue posible identificar la relación entre las etapas del negocio y las características de los inversionistas. Los análisis permitieron relacionar las etapas del negocio con las características de los inversores, que van desde un momento inicial, construido alrededor de empresas energéticas especializadas en el negocio, hasta la fase de madurez, cuando la inversión se vuelve interesante para los socios capitalistas, más interesados en los resultados financieros. Además, la planificación previa a la consolidación de capital, la existencia de una estructura de financiación, de criterios claros de selección de socios y la presencia de un segundo accionista relevante, para mitigar eventuales problemas de abuso de poder o incumplimiento de las reglas establecidas, contribuyeron a preservar la relación entre socios a lo largo del tiempo y la sostenibilidad de los acuerdos societarios. Con el enfoque longitudinal utilizado, el estudio se propone contribuir a una nueva perspectiva de análisis de las prácticas de gobierno corporativo, considerando sus cambios y adaptaciones necesarias con el tiempo, y reflexiones sobre las estructuras corporativas y prioridades de los actores del gobierno corporativo.

**Palabras clave:** Relaciones de agencia. Gobierno corporativo. Estructura de propiedad. Análisis longitudinal. Ciclo de vida de la empresa.

Artigo submetido em 17 de maio de 2020 e aceito para publicação em 08 de dezembro de 2020.

[Versão traduzida]

DOI: <http://dx.doi.org/10.1590/1679-395120200107>

## INTRODUÇÃO

---

O desenvolvimento da governança corporativa tem sido marcado pela busca pela minimização de conflitos entre acionistas e executivos. Desde o trabalho seminal de Berle e Means (1932), discutindo a separação entre propriedade e controle nas empresas americanas, a tensão entre esses dois grupos de stakeholders que formam o típico problema de agência (tipo I) tem levado estudos e modelos de governança a operarem com vistas a reduzir a expropriação gerencial e criar incentivos adequados para atingir a maximização do retorno do negócio.

Um caso que representa um marco no conflito entre acionistas e interesses dos gestores é dado pela negociação da Texaco, em 1984. Os administradores da empresa, sabendo que um grupo de investidores se dispunha a adquirir ações para aumentar sua participação e assumir o controle do negócio, decidiram usar recursos da própria empresa para adquirir ações desses investidores, pagando prêmio de US\$ 137 milhões sobre o preço de mercado, opção que não foi concedida aos demais acionistas. Os administradores evitavam, com isso, perder o controle da empresa, sem, contudo, envolver os demais acionistas na tomada e custos dessa decisão (Monks & Minow, 2011). Este caso mostrou que os administradores estavam mais preocupados em manter seus cargos do que com os interesses dos acionistas.

No entanto, a magnitude dos conflitos principal-agente varia de forma transversal entre as empresas de acordo com a capacidade dos administradores e acionistas de exercerem suas preferências, da complexidade da empresa, e das várias características da indústria. Portanto, os problemas de agência são diferentes em cada empresa e requerem diferentes estruturas de governança (Dey, 2008). Especialmente em contextos onde a relação principal-principal é predominante (por causa da propriedade concentrada com um acionista individual ou grupo, onde os conflitos se movem para a relação entre os acionistas controladores e minoritários), as idiossincrasias das empresas e as diferentes relações entre os acionistas controladores, acionistas minoritários e administradores resultam em configurações de governança distintas que não podem ser compreendidas por modelagem transversal.

Além disso, os estudos entre firmas reduzem ou mesmo desconsideram as singularidades das empresas e seus relacionamentos externos e internos, bem como as tensões entre os stakeholders e os jogos de poder mais amplos que caracterizam a governança corporativa (Licht, 2011). Assim, a perspectiva estática que predomina nos estudos da governança nem sempre é compatível com as transformações e ajustes por que passam as empresas nos processos de reorganização dos negócios, mudanças na estrutura acionária, ou na compreensão de como a governança evolui ao longo do ciclo de vida empresarial (O'Connor & Byrne, 2015a). Esta perspectiva não permite compreender o efeito que mecanismos endógenos ou exógenos, ou condições como a propensão ao risco dos atores envolvidos na governança e disponibilidade de informações podem introduzir ao longo do tempo na dinâmica de governança da empresa, insuficiência que pode agravar problemas de decisão coletiva, carona (*free rider*), assimetrias de informação ou risco moral. Nesse sentido, Filatotchev, Toms e Wright (2006, p. 257) afirmam que “Muita atenção tem sido dada às maiores empresas maduras listadas em bolsa de valores, concentrando-se na teorização estática da perspectiva do agente principal. Menos atenção tem sido dedicada aos processos de mudança na governança e às variações na relação principal-agente ao longo de todo o ciclo de vida da empresa, desde sua concepção à maturidade”.

Com o tempo, uma mudança na estrutura acionária, por exemplo, acarreta novos conflitos, principalmente devido à mudança de expectativas ou interesses entre as partes, o que pode afetar a qualidade das decisões dos acionistas ou do conselho de administração e contribuir para agravar o problema principal-principal. A teoria da agência não aborda os efeitos dessas mudanças na natureza ou características do principal nos problemas de agência, principalmente por três razões: a) por não trazer uma visão dinâmica da relação principal-agente; b) por considerar o principal como um único ator ou conjunto homogêneo alinhado em torno da meta, única, de maximização do valor das empresas; e c) por apresentar suas proposições principalmente para evitar ou mitigar os riscos associados ao comportamento do agente.

Mesmo que a estrutura acionária de uma empresa permaneça a mesma por longo período de tempo, os interesses dos acionistas podem mudar, o que é um evento significativo principalmente em contextos de propriedade concentrada, devido à maior influência das escolhas e opções dos controladores. Esses interesses podem mudar em várias situações, por exemplo, quando um investidor precisa aumentar o recebimento de dividendos e impõe uma estratégia de desinvestimento; quando uma controladora está em posição de controle e muda sua estratégia no portfólio de negócios em que a investida está inserida; quando o Estado controla a empresa e ocorre uma mudança de governo; bem como inúmeras outras possibilidades.

No entanto, apesar desse reconhecimento quanto à variação dos conflitos de agência ao longo do tempo, são raros os estudos sobre esses conflitos e suas soluções, internamente nas empresas, numa perspectiva temporal e longitudinal (O'Connor & Byrne, 2015a).

Este estudo visa contribuir com a literatura atual sobre o tema buscando, como problema de pesquisa, compreender as relações entre as mudanças no ciclo de vida de empresas que influenciam suas configurações e estruturas societárias, seus arranjos de governança e a forma como os problemas de agência e principal-principal são tratados. Tem como objetivo descrever como os diversos conflitos inerentes à governança mudam ao longo do tempo, particularmente com a mudança no grupo de acionistas relevantes, ou a mudança nos interesses dos acionistas em relação aos objetivos e resultados do negócio. Seguindo a premissa de que a expectativa de maximizar o valor da empresa não é hegemônica para todos os acionistas (Jensen, 2010), os investidores podem direcionar investimentos para uma empresa para acessar recursos críticos ou realizar sinergias, para aumentar o poder de mercado ou ainda para aproveitar oportunidades para melhorar a eficiência da empresa e resultados, gerando receita adicional (Weitzen & McCarthy, 2011).

A fim de ampliar a compreensão de como são construídas as relações entre os acionistas e seu efeito sobre a governança, este estudo identifica a evolução dessas relações e seus efeitos na governança ao longo do tempo. Como metodologia, é adotada uma análise longitudinal das transformações nas estruturas de propriedade e governança de uma empresa, sociedade anônima, de capital fechado. A empresa estudada apresenta as principais características buscadas para a realização da análise, tais como mudanças de propriedade ao longo do período, participação do Estado como acionista controlador, alterações na natureza do negócio e nas expectativas de desempenho, além de estar menos sujeita a pressões exógenas do mercado. A empresa observada é a Transportadora Brasileira Gasoduto Bolívia-Brasil (TBG), controlada pela Petrobras Logística de Gás S.A. A TBG foi criada em 1997 para transportar gás da Bolívia para os mercados consumidores brasileiros, envolvendo parceiros privados e estatais. A TBG é proprietária e opera a parte localizada em território brasileiro do Gasoduto Bolívia-Brasil. As diversas mudanças societárias e reconfigurações estratégicas pelas quais passou a TBG nos anos seguintes à sua fundação motivaram a escolha desta empresa para o estudo.

Nesse sentido, adaptando a linha seguida em estudo anterior de Thomsen (2004), examinamos particularmente as mudanças ao longo do ciclo de vida da empresa com foco em três mecanismos de governança: sua estrutura de propriedade, a composição do conselho e a influência dos acionistas.

## REFERENCIAL TEÓRICO

---

A teoria da agência discute os problemas resultantes da separação entre propriedade e gestão (problemas de agência) e é a perspectiva teórica dominante aplicada aos estudos de governança corporativa. A premissa básica é que se ambas as partes em uma relação principal-agente buscam maximizar sua função de utilidade, o agente nem sempre agirá no melhor interesse do principal. O principal pode limitar as divergências de seus interesses estabelecendo incentivos para o agente e incorrendo em custos de monitoramento para limitar as atividades aberrantes do agente (Jensen & Meckling, 1976).

Apesar da predominância da análise de contextos estáticos e do uso de dados transversais, uma quantidade cada vez maior da literatura discute as limitações desta modelagem porque não refletem interdependências relacionadas ao tempo e apresentam limitações severas nos problemas de endogeneidade e causalidade (Filatotchev & Wright, 2017).

Estudos anteriores sobre o tema observaram que a cultura organizacional difere de acordo com o estágio do ciclo de vida da empresa (Belak, 2016), que os parâmetros de governança corporativa estão ligados a “limiaries” estratégicos ou estágios de transição ao longo do ciclo de vida da empresa (Filatotchev & Wright, 2006). As empresas maduras tendem a praticar melhor governança corporativa geral, principalmente pelo fortalecimento da disciplina e independência, enquanto as empresas jovens tendem a ser mais transparentes e responsáveis (O'Connor & Byrne, 2015a), embora a governança crie mais valor para as empresas jovens ou “imaturas” do que para os “maduros” (O'Connor & Byrne, 2015b).

Outros fatores, como mudanças na propensão dos atores ao risco (Cuevas-Rodríguez, Gomez-Mejia & Wiseman, 2012), a evolução das relações internas entre acionistas, e o controle do oportunismo gerencial (Shen, 2003), ou as mudanças trazidas pelas políticas de desregulamentação, que reduzem os incentivos para que os acionistas monitorem os gestores ao introduzir

o poder disciplinar das agências governamentais (Bongjin, 2002; Walsh & Seward, 1990), também impõem requisitos para a revisão das estruturas e práticas de governança ao longo do tempo.

Aguilera, Florackis e Kim (2016) propõem uma nova agenda de pesquisa sobre o assunto, incorporando, além do agente-principal, a ideia de conflito principal-principal. Os autores reconhecem que diferentes proprietários podem ter diferentes preferências e horizontes de tempo, resultando em diferentes conflitos de interesse. A pesquisa sobre conflitos principal-principal tem aumentado recentemente, acumulando conhecimento e apresentando novas propostas.

Ao focar nas associações entre o principal e o agente outras questões emergem, à medida que os relacionamentos e as identidades são analisados de acordo com suas mudanças ao longo do tempo. Licht (2011) propõe uma perspectiva diferente sobre os problemas de governança corporativa, além da relação principal-agente. Para o autor, a governança corporativa é, antes de tudo, uma questão de poder e de como ele é alocado na empresa. Essa perspectiva expande as inúmeras simplificações trazidas pela teoria da agência, que considera o principal como uma entidade única, homogênea e contínua, e não observa outros atores influentes na configuração das estratégias das empresas.

O'Connor e Byrne (2015a) estudaram empresas em 21 economias emergentes, observando a relação entre o ciclo de vida das empresas e suas práticas de governança corporativa. Os autores descobriram que empresas maduras tendem a seguir as melhores práticas de governança, mas as empresas tendem a ser mais responsáveis quando são mais jovens. Seus resultados indicam que as funções de estratégia, monitoramento e controle têm uma relevância distinta conforme o ciclo de vida das empresas.

Filatotchev et al. (2006) identificaram diferentes papéis da governança corporativa conforme os momentos do ciclo de vida das empresas, apontando que uma mudança adequada de estágio é seguida por um reequilíbrio na estrutura de governança e papéis dos atores.

Olhando para as estruturas mais amplas de governança em modelos de franquia, Mitsuhashi, Shane e Sine (2008) observam que as explicações estáticas para a forma organizacional são insuficientes para justificar adequadamente as escolhas para tipos específicos de estruturas de governança. Segundo os autores, isso ocorre porque a estrutura organizacional é dependente do caminho (*path dependence*), ou seja, mostra-se vinculada a experiências e ações anteriores e, portanto, quando os primeiros movimentos e ações levam as organizações em uma direção, é difícil mudar esse caminho. Os autores apontam que a forma de governança organizacional é moldada por processos históricos dinâmicos, como o momentum organizacional. Resumindo, “a história importa!” (Mitsuhashi et al., 2008, p. 1135).

No entanto, a busca pelo alinhamento entre os acionistas das empresas fechadas apresenta desafios específicos, muitas vezes diferentes dos observados nas companhias abertas, em virtude da ausência de liquidez das ações, do menor controle externo dos agentes de mercado e da menor transparência na divulgação das informações. Estas questões manifestam-se sobretudo nas situações em que a empresa é parcialmente detida por outras sociedades e está sujeita aos seus interesses, operando à semelhança de uma *joint venture*.

Moll (2005) destaca que a busca pelo alinhamento entre os acionistas nas empresas fechadas apresenta desafios específicos, tais como o pequeno número de sócios ou participantes, pela falta de mercado para negociação das ações e pela participação acionária em geral significativa na gestão da empresa. Os problemas típicos dessas empresas - diferentemente do que se observa nas companhias abertas - são observados em geral pela presença de condições que permitem a expropriação ou opressão dos acionistas minoritários pela ausência de direito de saída; pelas regras de governança corporativa baseadas na vontade e interesses da maioria no controle; o respeito e deferência à função inerente de julgamento de negócios e às decisões dos gestores; e a falta de planejamento adequado.

Os direitos de saída do acionista, principalmente quando associados à existência de um mercado para negociar ações, são úteis em dois aspectos principais. Primeiro, esses direitos permitem que os acionistas liquidem seu investimento e recuperem o valor do capital investido. Em segundo lugar, a ameaça de saída de investidores em grande número tende a restringir os gestores a tomarem medidas que desvirtuem os interesses dos acionistas. A ausência de direitos de saída pode levar a uma conduta opressora, como a apropriação do investimento dos acionistas minoritários. Essa ausência em companhias de capital fechado se manifesta de várias formas à medida que os minoritários se veem incapazes de venderem suas ações, demandarem a compra por parte de outro sócio ou causarem a dissolução da companhia.

Moll (2005) argumenta que mesmo na ausência de direitos de saída a opressão não ocorreria se os acionistas minoritários pudessem bloquear as ações dos controladores que possam colocar em risco seus interesses, ou seja, se a minoria tiver poder de veto nas decisões que afetam seus interesses. Normalmente, o acionista controlador tem o poder de eleger a maioria dos representantes para o Conselho de Administração, e há uma tendência de os conselheiros atenderem aos desejos daqueles que os indicaram. Se as decisões do conselho são tomadas por maioria simples, os acionistas minoritários não podem evitar condutas opressoras mesmo que consigam indicar membros do conselho. Um mecanismo que a minoria tem, para evitar o princípio da “regra da maioria”, é exigir que os processos de tomada de decisão do conselho considerem, em casos específicos, um sistema de votação que demande votos além da maioria, ou voto qualificado ou de supermaioria.

Por fim, a falta de planejamento antes do comprometimento do capital é um dos principais problemas no relacionamento dos acionistas das empresas fechadas, afetando principalmente os direitos dos minoritários. As cláusulas de salvaguarda, como maioria absoluta, acordos de compra e venda e contratos de trabalho, podem ser negociadas com os acionistas controladores como pré-condições para a constituição da empresa. No entanto, os investidores em empresas fechadas geralmente deixam de exigir esses tipos de proteção por razões que vão desde a existência de relações pessoais ou uma atmosfera inicial de confiança mútua, ou ao fato de os acionistas muitas vezes não terem sofisticação em termos jurídicos e comerciais (Moll, 2005).

## METODOLOGIA

---

Para compreender a evolução das relações entre acionistas e seus efeitos nas práticas e estruturas de governança, a pesquisa adotou como metodologia a análise longitudinal (Miller & Friesen, 1984; Thomsen, 2004) baseada em estudo exploratório realizado na TBG, sociedade fechada controlada pela Petrobras Logística de Gás S.A. mas constituída com diversos sócios em sua estrutura acionária. A TBG foi escolhida devido à intensa reconfiguração da estrutura acionária ao longo de sua história, decorrente da evolução do ambiente de negócios no Brasil e na Bolívia, bem como no reposicionamento estratégico dos acionistas.

O estudo foi realizado em três etapas. Primeiramente, foi realizada pesquisa documental coletando e analisando materiais divulgados publicamente pela empresa, descrevendo seus processos e considerações de acionistas, outros governos e organizações internacionais como o Banco Mundial para entender as mudanças ocorridas no ambiente de negócios, nos objetivos estratégicos dos acionistas, na estrutura societária e nos mecanismos de governança implementados pela TBG. Em seguida, foi realizada pesquisa de campo, apoiada em entrevistas semiestruturadas com gestores que vivenciaram a governança da empresa em diferentes momentos de sua história, com base nas questões levantadas no referencial teórico. Por fim, foram analisados os resultados, observados à luz do enquadramento teórico, apresentando um relatório com análises e conclusões.

Quinze entrevistas pessoais foram realizadas com os gerentes atuais e anteriores da TBG, e duas entrevistas com gerentes da empresa controladora que desempenhavam funções importantes para os negócios da TBG. Todas as entrevistas foram realizadas durante o segundo semestre de 2014. A amostra obtida foi considerada suficiente, uma vez que incluiu quase a totalidade dos principais executivos (Diretores Superintendentes) e um número considerável de Diretores de diferentes períodos da história da empresa. Além disso, foi possível observar saturação nas respostas (Fusch & Ness, 2015; Thiry-Cherques, 2009).

### A trajetória da Transportadora Brasileira Gasoduto Bolívia-Brasil (TBG)

A construção de um gasoduto trazendo gás natural boliviano para atendimento ao mercado brasileiro representou a convergência de dois interesses distintos. Para o Brasil, o gasoduto significou o acesso a uma nova fonte de energia e a possibilidade de diversificar sua matriz energética, enquanto para a Bolívia foi a concretização da única oportunidade de crescimento econômico sustentado de sua economia, ao permitir que suas reservas de gás natural se conectassem a um grande mercado consumidor potencial (Torres, 2002). No entanto, o alinhamento de atores (investidores) com capacidades financeiras significativamente desequilibradas e diferentes projetos nacionais em torno de um projeto de investimento de longo prazo trouxe desafios de governança únicos, que se tornaram mais complexos com a inclusão de outros parceiros e seus interesses específicos no negócio.

Nos primeiros anos das negociações que resultaram na constituição da TBG, entre 1994 e 1997, os sócios e futuros acionistas buscaram harmonizar seus interesses e alinhar-se à meta de viabilizar a construção do gasoduto para importação de gás natural da Bolívia. Inicialmente, as negociações foram realizadas entre as empresas YPFB (Yacimientos Petrolíferos Fiscales Bolivianos) e a Petrobras, está representando o interesse do governo brasileiro de se engajar no aumento da participação do gás na matriz energética nacional.

A intenção original do governo federal brasileiro e do Banco Mundial (um dos principais financiadores do projeto) era que os investimentos no gasoduto fossem em sua maioria privados. No entanto, as incertezas associadas ao projeto, especialmente sobre a disponibilidade de reservas de gás na Bolívia, a existência de mercado consumidor do lado brasileiro e as incertezas regulatórias inibiram empresas privadas de assumirem a liderança no projeto de transporte de gás natural. Esse contexto impulsionou a Petrobras a assumir a liderança e apresentar as garantias para o negócio, com o apoio e incentivo do Governo Federal Brasileiro.

Os representantes do governo federal brasileiro na época, contrários ao controle estatal do projeto, estavam convencidos de que não haveria outra alternativa para viabilizá-lo. A decisão de liderar a construção de um projeto de duto de 3.000 km foi muito criticada por setores da sociedade e áreas internas da Petrobras, devido aos enormes riscos envolvidos.

O processo de seleção dos sócios resultou na assinatura de um Memorando de Entendimento (MOU) em 1994 com o Grupo BTB, formado pela australiana BHP - Broken Hill Proprietary, a americana Tenneco, e a BG - British Gas. Segundo um dos entrevistados, a francesa Total e a americana Enron também participaram do processo seletivo.

Segundo relatório do Banco Mundial (Law & De Franco, 1998), os acionistas tiveram um papel importante na viabilização do financiamento, devido ao seu porte e reputação. A Tenneco, em especial, por sua experiência em grandes projetos de transporte de gás natural nos Estados Unidos, proporcionou conhecimento relevante na discussão e elaboração de contratos de transporte de gás natural, algo que a Petrobras ainda não possuía naquele momento.

É importante lembrar que até 1997 existia o monopólio estatal das atividades da indústria de óleo e gás no Brasil. A partir desse ano, com a promulgação da chamada Lei do Petróleo, as empresas estrangeiras puderam se instalar no Brasil e se dedicar à exploração, produção, transporte, importação e comercialização de óleo e gás. Portanto, embora houvesse alto risco regulatório, pois não era permitida a atuação de empresas estrangeiras neste setor no Brasil, a relevância do mercado nacional e seu potencial de crescimento aliado à possibilidade de associação a um player dominante, no caso, a Petrobras, pareciam atrativos aos olhos de grandes grupos internacionais.

Durante as primeiras negociações, a concepção inicial dos contratos teve importância fundamental no relacionamento entre os parceiros e futuros sócios. Vários respondentes comentaram que as cláusulas dos acordos de acionistas e contratos de transporte foram amplamente discutidas, com discussões complexas que duraram cerca de um ano. Cada empresa tinha uma perspectiva específica, trazendo para o ambiente de negociações experiências com base nas legislações de seus respectivos países. Na opinião de um dos participantes dessas reuniões e que posteriormente esteve na posição de diretor da TBG, “construir um acordo de acionistas que atendessem aos interesses de todas essas partes foi algo como elaborar uma obra de arte”.

Segundo relatos de três entrevistados, diversas salvaguardas foram incluídas no acordo de acionistas com o objetivo de preservar os direitos das partes, resultando em documento robusto e complexo na visão deles. Foi comentado sobre a elaboração de dois acordos de acionistas, um acordo envolvendo todos os acionistas, na época Gaspetro (subsidiária da Petrobras) (51%), BBPP (anteriormente denominado BTB) (29%), Transredes (16%), Shell (2%) e Enron (2%); e um acordo bilateral envolvendo apenas os dois maiores parceiros, Gaspetro e grupo BBPP. Esse modelo de composição com pelo menos um acionista relevante, além do controlador está alinhado ao recomendado por Pagano e Roell (1998), como medida para facilitar o monitoramento do controlador, reduzindo assim os custos de agência. Na opinião de seis entrevistados, o papel de monitoramento desempenhado pelo segundo maior acionista, neste caso, o grupo BBPP (29%), contribuiu significativamente para aprofundar as discussões no Conselho de Administração.

Dentre os temas mais discutidos, os entrevistados destacaram as cláusulas referentes às garantias de confiabilidade quanto à operação do gasoduto, respeitando um padrão internacional, além de regras internacionais de estrutura societária, requisitos de transparência e de divulgação de informações. Relatou-se haver grande preocupação e cuidado das empresas com relação às suas marcas e o temor de que falhas operacionais ou eventos negativos relacionados à TBG pudessem impactar a imagem das matrizes.

Cada acionista teve sua motivação para participar do projeto e enxergaram no empreendimento uma oportunidade para garantir receita de longo prazo e firmar uma posição que de alguma forma ajudaria o crescimento de suas atividades no Brasil, um mercado com grande potencial de crescimento. No caso das grandes multinacionais, muito mais pelo segundo motivo do que pelo primeiro por causa de suas pequenas participações e receitas (se comparadas aos seus tamanhos). Algumas destas empresas estavam associadas ao grupo BBPP (29%), o que foi uma estratégia interessante porque permitiu, por um lado, exercer poder na aprovação de matérias relevantes e, por outro, partilhar os custos de monitoramento.

A intensidade e profundidade das discussões e negociações prévias, como afirmado anteriormente, resultou em contratos robustos que se mostraram de grande importância em eventos ao longo da história da empresa. Por já existir àquela altura um contrato de fornecimento de gás firmado com a Bolívia cuja materialização dependia da construção do gasoduto, na opinião de um dos entrevistados, a Petrobras teve um papel importante para evitar perda de foco nas negociações e extensões desnecessárias dos prazos.

Nos primeiros anos da empresa (1998-2001), uma questão delicada de governança e relacionamento entre acionistas era a dívida da TBG com a Petrobras, referente à construção de dutos. Em julho de 1998, a Petrobras e a TBG firmaram um “Contrato de Transferência e Gestão de Obras”, segundo o qual a Petrobras assumiu as obras com seus recursos para posterior ressarcimento pela TBG. A contratação da Petrobras para execução das obras iniciadas em 1997 foi a forma encontrada pelos acionistas para garantir a conclusão das obras dentro do prazo estabelecido no Contrato de Fornecimento de Gás (GSA), uma vez que a espera de financiamento para conclusão da obra certamente impactaria o cronograma. Vale destacar dois pontos considerados para decisão de antecipação das obras: a complexidade do trabalho, envolvendo o relacionamento com órgãos ambientais de cinco estados brasileiros para obtenção de licenças e o fato de a TBG ser recém-criada e não ter corpo técnico próprio para condução dessas atividades.

Na visão de um dos entrevistados, a associação com grandes petroleiras internacionais tornou o processo de tomada de decisão na subsidiária TBG diferente do então praticado, em geral, na Petrobras. Tópicos relacionados a custos e investimentos exigiram análises minuciosas aprofundadas por parte dos conselheiros. Frequentemente, foram solicitados esclarecimentos adicionais e temas foram extraídos da agenda das reuniões para que as premissas e resultados pudessem ser analisados em detalhes.

No caso do investimento realizado no gasoduto, por tratar-se de um assunto envolvendo um dos acionistas, ou seja, uma transação com parte relacionada, muitos esclarecimentos foram solicitados pelos conselheiros. Devido à natureza do Acordo de Acionistas, a decisão foi discutida no Conselho de Administração, que apresentou proposta de deliberação para Assembleia Geral de Acionistas. De acordo com o estatuto social da TBG, transações entre partes relacionadas requerem a aprovação de pelo menos 81% dos votos em Assembleia Geral. Como a Gaspetro detinha 51% e o grupo BBPP, 29%, além da concordância desses dois acionistas, era necessária a aceitação de pelo menos um dos demais acionistas minoritários. Portanto, a exigência de obter 81% dos votos em assuntos envolvendo partes relacionadas foi uma salvaguarda eficaz para prevenir a exclusão dos minoritários em matérias relevantes.

Segundo um dos entrevistados, os primeiros anos da TBG, período em que houve a quitação da maior parte da dívida com a Petrobras, foram os de maiores divergências entre os acionistas. De um lado, os acionistas minoritários exigiram dados e informações detalhadas sobre os custos das obras de infraestrutura. Por outro lado, como na época em questão ainda não era comum a Petrobras associar-se a entes privados para viabilizar empreendimentos, havia um acionista controlador pouco habituado ao escrutínio de acionistas minoritários. Os esclarecimentos sobre os investimentos em carteira foram prestados, analisados e os pagamentos aprovados. De acordo com os dados recolhidos nas entrevistas, os primeiros anos assistiram a um processo de construção de confiança entre as partes.

Os primeiros três anos de existência da TBG foram os momentos em que os acionistas minoritários puderam exercer mais influência, por exemplo, através da nomeação de executivos que muito contribuíram para o amadurecimento da gestão da empresa, segundo vários entrevistados. Um entrevistado relatou que, nos primeiros anos, era frequente a presença de funcionários de acionistas minoritários que buscavam explicações detalhadas sobre as operações. Na opinião do entrevistado, essa frequência foi reduzida à medida que esses representantes perceberam que a empresa operava dentro dos padrões de excelência esperados.

Houve mudanças involuntárias e voluntárias na estrutura acionária da TBG, conforme mostrado no Quadro 1. No primeiro caso, os acionistas foram substituídos devido à falência da Enron e à nacionalização da Transredes, como consequência do decreto de nacionalização dos hidrocarbonetos na Bolívia em 2006.

No caso de mudanças voluntárias, os acionistas venderam suas ações por motivos estratégicos. Na opinião de todos os entrevistados, as mudanças na estrutura acionária ao longo do tempo não impactaram a governança da empresa, pelo fato das regras que regem o relacionamento entre os acionistas terem sido muito bem estabelecidas no estatuto e no acordo de acionistas da TBG.

**Quadro 1**  
**TBG: mudanças na estrutura societária**

Ano	Acionistas	Evento
1994	BTB, BG, Tenneco, BHP	Seleção do Grupo BTB, formado por BHP, Tenneco e BG como sócio da Petrobras.
1996	BTB, Tenneco, El Paso	Fusão entre Tenneco Energy e El Paso Energy. El Paso adquire posição da Tenneco no Grupo BTB. O Grupo BTB torna-se BBPP Holdings Ltda.
1997	Transredes, Enron, Shell e Fundos de Pensão Bolivianos	A empresa privada boliviana Transredes é criada para operar por 40 anos o monopólio do transporte de hidrocarbonetos na Bolívia. A estrutura acionária da Transredes era: Shell (25%), Enron (25%) e fundos de pensão bolivianos (50%).
1997	TBG	Criação da TBG, com a seguinte estrutura acionária: Gaspetro (51%), BBPP (29%), Transredes (29%), Enron (4%) e Shell (4%).
2001	BBPP, BHP e Total	Total adquire 100% das ações da BHP na BBPP, o que representa 1/3 da holding.
2001	Enron	Falência da Enron.
2003	Enron, Prisma Energy	Criação da Prisma Energy, quem adquire as ações da Enron.
2006	Prisma Energy, Ashmore Energy International	Ashmore Energy International Ltda compra Prisma Energy.
2006	Transredes, Ashmore Energy International, Shell	O governo boliviano nacionaliza a Transredes.
2007	Ashmore Energy International, Shell	Ashmore adquire participação de 4% da Shell na TBG.
2008	Transredes, Shell e Ashmore	Shell e Ashmore assinam acordo com governo boliviano para transferência de suas participações na Transredes via empresa estatal YPFB.
2012	Shell, BearGás Participações Ltda	Ações da Shell são transferidas para sua subsidiária BearGás Participações Ltda.
2012	Ashmore Energy International, BearGás Participações Ltda	BearGás Participações Ltda adquire ações da Ashmore na TBG.
2012	BearGás Participações Ltda, GTB-TBG Holding SARL, EIG Global Partners	Bear Gás Participações Ltda vende sua participação para o grupo GTB-TBG Holdings S.A.R.L., companhia de propriedade do grupo EIG – Global Energy Partners.
2013	BG, El Paso, BBPP, EIG Global Partners	BG e EL Paso vendem suas participações na BBPP para o grupo GTB-TBG Holdings S.A.R.L.

Fonte: Elaborado pelos autores.

Na percepção dos entrevistados, os acionistas tinham expectativas e perspectivas diferentes, tanto em relação ao horizonte de tempo quanto ao foco das operações. Essas divergências foram particularmente expressivas nos estágios iniciais da sociedade, quando muitos conflitos de interesse surgiram. Com isso, essas diferenças e tentativas de alinhamento configuraram-se como uma das principais pautas das reuniões do Conselho de Administração da companhia, refletindo o papel do órgão além das típicas funções de estratégia e controle. Assim, na opinião dos entrevistados, nos primeiros anos de existência da empresa, a diretoria atuou para mediar muitos conflitos societários, papel que consideraram eficaz e capaz de permitir e promover discussões de alto nível, sem coação dos acionistas relevantes. A busca por sinergias com outros negócios, característica importante nas grandes petroleiras, provocou debates públicos entre os acionistas, que foram mediados pelo órgão regulador brasileiro, a Agência Nacional do Petróleo (ANP), de 2000 a 2002. Nesse período, os volumes transportados foram inferiores

aos contratados pela Petrobras, empresa contratante e portanto quem remunera a TBG pelos serviços de transporte. Logo, havia capacidade contratada e não utilizada no gasoduto. Os acionistas BG e Enron tinham conhecimento da existência dessa capacidade operacionalmente disponível e tinham interesse em contratá-la. Como consequência das negociações e da mediação da ANP, a TBG assinou um contrato de curto prazo com a Enron e a BG, respectivamente.

Os entrevistados mencionaram que esse episódio gerou tensões no Conselho de Administração da TBG, com separação de votos e confronto de pareceres jurídicos. Provavelmente os acionistas consideraram suas posições no negócio como uma forma de diversificar suas atividades e identificar oportunidades em um mercado que carecia de regulamentação. O negócio de transporte de gás natural de forma isolada, embora lucrativo, não representava valor para as estratégias dos acionistas, uma vez que, como grandes petroleiras, possuem um portfólio de ativos a serem administrados.

É possível observar um amadurecimento na governança da empresa após as dificuldades dos primeiros anos. Os maiores investimentos já haviam sido realizados, os acionistas minoritários não tinham mais interesse em contratar transporte e a TBG não tinha interesse em aumentar a capacidade de transporte. A partir desse momento, houve um alinhamento dos acionistas em torno da perspectiva financeira.

De fato, com a saída da Shell, Enron e El Paso, os demais acionistas tinham um perfil mais financeiro do que operacional. Para um dos entrevistados: “os acionistas com expertise no negócio foram importantes no início das operações, com sugestões técnicas que resultaram em economia. No estágio seguinte, como a empresa já estava consolidada (estruturalmente organizada; processos e tecnologia definidos e dominados; corpo técnico qualificado; programa robusto de manutenção preventiva), a mudança do perfil dos acionistas não impactou a gestão.”

A análise dos eventos identificados no estudo não evidenciou a ocorrência dos problemas típicos de governança observados nas empresas fechadas, causados por práticas de opressão dos acionistas minoritários. No entanto, houve intensa movimentação societária sendo que, dentre os acionistas originais, o único remanescente foi a controladora Gaspetro, que transferiu suas ações para a Petrobras Logística S.A em 2015.

## DISCUSSÃO E ANÁLISE

---

No caso da TBG, por ter sido criada com base em “Project Finance” aprovado por agências de financiamento como o BID e o BIRD, a transparência em relação aos papéis dos acionistas, os limites das responsabilidades dos gestores e o funcionamento dos mecanismos de governança foram definidos em sua origem. Essa característica diferencia a TBG da maioria das empresas fechadas, que buscam implementar boas práticas de governança ao longo da sua existência, visto que há um interesse crescente na profissionalização da gestão e no acesso ao mercado de capitais. No caso da TBG, a pesquisa identificou alta aderência às recomendações do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), publicadas em 2014 para orientar as empresas fechadas.

O estudo longitudinal mostrou que os contratos mais importantes para a operação da empresa (Acordos de Acionistas e Contratos de Transporte de Gás) foram construídos a partir de uma ampla negociação entre os acionistas. Os recursos utilizados para a discussão das cláusulas e salvaguardas constantes desses documentos visaram mitigar os riscos para as partes envolvidas e foram fundamentais para a preservação dos interesses dos acionistas e financiadores dos projetos nos eventos posteriores.

Essas negociações prévias mostraram-se fundamentais para a estabilidade do negócio, considerando a preocupação dos acionistas com os possíveis riscos para suas marcas diante de falhas operacionais ou outros eventos negativos, que também impactariam a situação de suas controladoras. Como Sabatino e Wolf (2010) argumentam em sua análise sobre os riscos que as empresas correm por causa do desempenho de suas subsidiárias, é fundamental que o sistema de governança da subsidiária seja baseado em princípios claros e consistentes com a estratégia global de longo prazo dos acionistas. Como resultado, cada acionista traz sua preocupação particular para o acordo, aumentando a necessidade de alinhamento prévio adequado

Para Moll (2005), grande parte dos conflitos entre acionistas em empresas fechadas é causada pela falta de planejamento adequado antes da criação da empresa, pela falta de sofisticação jurídica e pela dificuldade em prever situações futuras. No caso da TBG, por envolver grandes empresas multinacionais, com departamentos jurídicos especializados e contratos amplamente discutidos, é possível que conflitos maiores tenham sido evitados nos eventos apresentados no Quadro 2.

Um fator importante a ser considerado como mecanismo de *enforcement* foi a estrutura de financiamento. Por ter sido viabilizado através de *project finance*, as garantias eram os recebíveis do projeto, que estavam previstos nos contratos de transporte de gás (única fonte de receita da empresa).

Do ponto de vista dos acionistas minoritários, as transações envolvendo a TBG exigiam estrita proteção contratual por diversos motivos. Em primeiro lugar, pelas incertezas relacionadas ao desenvolvimento do mercado e sua regulamentação. Em segundo lugar, pela presença de um acionista controlador integrado à cadeia operacional e com posição dominante. Portanto, o risco de manipulação nas assimetrias de informação estava presente. Terceiro, a especificidade do ativo cria um vínculo de longo prazo entre o provedor de serviços, TBG, e sua contratante, Petrobras. Nesse caso, a contratante detinha 100% das ações do acionista controlador da TBG (Gaspetro). Segundo a teoria dos custos de transação, a combinação desses três fatores cria um ambiente propício ao comportamento oportunista, o que não foi identificado na pesquisa. Possivelmente, o rigor na elaboração dos contratos ajudou a evitar esse tipo de situação. Conforme recomendado por Bennedsen e Wolfenzon (2000), a existência de um segundo acionista com participação relevante, em linha com o preconizado por Pagano e Roell (1998), tem se mostrado uma prática eficaz para preservar os interesses dos acionistas minoritários.

Segundo os entrevistados, não houve indícios de desrespeito a regras ou práticas opressoras por parte do acionista controlador. Apesar de várias mudanças na configuração dos acionistas ao longo do tempo. A conclusão é que a motivação para o abandono do negócio foi externa à empresa, portanto, não está relacionada à sua governança. Razões como o posicionamento do portfólio para se alinhar às estratégias globais, a evolução do ambiente político na Bolívia e regulatório no Brasil foram decisivas para as mudanças na estrutura acionária ao longo do tempo.

Hetherington e Dooley (1977) argumentam que a falta de liquidez das ações minoritárias é uma condição potencial para uma postura opressora do acionista controlador. Pelo número de transações envolvendo acionistas minoritários, no entanto, é possível afirmar que as ações da TBG apresentavam bastante liquidez. Pela intensa movimentação societária, pode-se deduzir não haver sido difícil encontrar investidores interessados em participar do empreendimento. Mesmo sem ter acesso ao Acordo de Acionistas da TBG, é possível presumir que os termos da venda das ações e direitos de saída tenham sido bem definidos.

É interessante notar a importância de um controlador bem definido no caso de subsidiárias criadas para cumprir um propósito específico (Baek, 2003), considerando as tentativas de diversificação da empresa e as tensões observadas no Conselho de Administração. Em ambas as situações, as ações da controladora para evitar a diversificação de atividades e a celebração de contratos não previstos no desenho inicial do modelo de negócios, contribuíram para que a TBG permanecesse fiel ao propósito para o qual foi criada, honrando suas dívidas e sendo rentável para os investidores.

O Quadro 2 retoma os elementos críticos elencados no referencial teórico e compara as origens dos principais problemas de governança e a situação observada no estudo longitudinal da TBG.

**Quadro 2**  
**Associação entre elementos críticos de acordo com referencial teórico e situações observadas no estudo longitudinal da TBG**

Autor	Origens dos problemas de governança	Descrição	Situação observada
Moll (2005)	Ausência de planejamento prévio.	A falta de conhecimento sobre a legislação e o negócio pode levar a contratos desequilibrados. Recomenda-se prever eventos que possam gerar conflitos e elaborar salvaguardas para proteger os acionistas minoritários.	A discussão exaustiva dos Acordos de Acionistas e contratos, além do porte e sofisticação dos acionistas, provavelmente evitou conflitos e opressão minoritária.
Moll (2005)	Indefinições quanto aos direitos de saída dos acionistas minoritários.	A falta de definição clara dos direitos de saída no Acordo de Acionistas pode levar a um comportamento opressor do acionista controlador.	O elevado número de mudanças dos acionistas minoritários indica que as condições de saída eram claras.
Nagar, Petroni e Wolfenzon (2009); Bennedsen e Wolfenzon (2000)	A prevalência da ‘regra da maioria’.	Para evitar que o acionista controlador tome decisões com base no interesse próprio, é recomendável que os acionistas minoritários tenham poder de veto em assuntos que afetem seus interesses.	Questões mais importantes como transações entre partes relacionadas eram decididas na Assembleia de Acionistas, onde os acionistas minoritários tinham poder de veto.
Baek (2003)	Falta de alinhamento entre a empresa matriz e a subsidiária.	No caso das subsidiárias em que não existe controlador definido, o risco de a subsidiária se desviar do objetivo para o qual foi criada é maior.	A existência de controlador definido evitou que a subsidiária se desviasse do objetivo para o qual foi criada.

Fonte: Elaborado pelos autores.

Ainda que as sinergias esperadas pelos acionistas minoritários não tenham sido plenamente realizadas, por outros motivos não investigados neste estudo, é possível verificar que a posição de investimento na TBG representou uma porta de entrada para empresas estrangeiras no setor de petróleo e gás brasileiro. As entrevistas realizadas indicam que, sob a ótica da Petrobras, a associação com grandes grupos estrangeiros e decisão compartilhada proporcionou maturidade à empresa no que diz respeito à governança e ao relacionamento com os acionistas.

As entrevistas permitiram concluir que a TBG ganhou uma identidade própria, construída a partir da experiência dos acionistas, das qualidades que trouxeram dos negócios privados (agilidade, eficiência, controle de custos, discussão de orçamentos à exaustão), e expertise do acionista majoritário, principalmente no que se refere ao conhecimento do mercado brasileiro, relacionamento com órgãos e instituições governamentais, compreensão da diversidade cultural regional e capacidade de mobilização.

Considerando o universo das empresas brasileiras fechadas e as características da TBG, como clareza dos papéis dos acionistas e da administração; maturidade dos mecanismos de controle; e grau de transparência, é possível dizer que a TBG está em uma organização de nível superior em termos de governança, o que também é reconhecido pela Associação Brasileira das Companhias Abertas (Abrasca). Durante sete anos, a ABRASCA considerou o Relatório Anual da TBG o melhor do Brasil na categoria empresa fechada. Em 2010, pela quarta vez, a TBG foi agraciada com o “Troféu Transparência” pela melhor publicação de demonstração contábil no grupo de empresas fechadas concedido pela *Associação Nacional dos Executivos de Finanças, Administração e Contabilidade (ANEFAC)*.

## CONCLUSÕES

---

Este estudo teve como objetivo contribuir para uma nova perspectiva de análise das práticas de governo societário, com base em estudos longitudinais, tendo como referência o papel desempenhado pelos sócios nas mudanças de propriedade e seus reflexos nas atribuições do conselho de administração. A perspectiva analítica utilizada permitiu observar que não apenas as soluções e configurações de governança para lidar com os problemas de agência devem ser reavaliadas, mas também a natureza dos interesses do principal e sua relação na estrutura de propriedade. Assim como no estudo de Filatotchev et al. (2006), é possível observar diferentes fases da história da governança da empresa e identificar os principais problemas em cada uma delas.

Em linha com estudos anteriores que seguiram, de forma semelhante, uma abordagem longitudinal para analisar as mudanças na governança da empresa em seu ciclo de vida (Esqueda & O'Connor, 2020; Filatotchev et al., 2006; O'Connor & Byrne, 2015a) foram observadas diferentes prioridades na história de governança da empresa, associadas a distintos problemas em cada estágio. Se inicialmente, o controlador é apoiado por deliberações aprofundadas para alinhar interesses dos investidores, ao longo do tempo, com a chegada e saída de outros acionistas, a natureza e motivação principal da propriedade (estratégico ou financeiro) tornam-se mais evidentes. Nesse ponto, a construção tácita de confiança se mostrou um diferencial na sustentabilidade da joint venture.

Os resultados do estudo apontam para uma variação temporal do problema de agência, seja um problema de agência do tipo I - entre os acionistas e administradores – ou do tipo II – entre os acionistas. Essa é o contexto predominante na situação analisada, difundido nos países emergentes. Além disso, por ser uma empresa fechada, a TBG foi menos influenciada por mecanismos de controle externo, especialmente a pressão dos mercados de capitais, tornando mais pronunciados os conflitos internos e dos interesses dos sócios ao longo do tempo.

Conforme mostrado no estudo da TBG, a variável ‘poder’ também pode ser destacada como influenciadora da configuração do negócio, conforme discutido por Licht (2011). Os vários acionistas tinham interesses distintos, a maioria não relacionados com a maximização do valor do negócio, trazendo complexidade aos acordos que visavam definir as estratégias e prioridades da empresa e exacerbando o potencial de conflitos entre os principais. A metodologia, baseada em um estudo longitudinal, possibilitou evidenciar como os interesses dos acionistas e os arranjos de governança mudam, indicando a necessidade de novos estudos que considerem essas variações ao longo do tempo. Os resultados também sugerem a necessidade de novas propostas de diretrizes de governança corporativa que considerem que o problema de agência, a natureza e os objetivos dos acionistas e administradores, a propensão ao risco e as assimetrias de informação entre as partes estão sujeitas a variações ao longo do tempo.

Deve-se considerar, como possível limitação do estudo, que a escolha da TBG para análise trouxe o viés implícito da participação de um acionista majoritário estatal com capacidade de arriscar os riscos iniciais do empreendimento e de oferecer demanda. Nesse sentido, a presença da Petrobras como acionista controladora da TBG pode ter alterado a atratividade do negócio e os parâmetros de participação na composição acionária dos acionistas minoritários, embora a presença de um controlador possa trazer risco adicional de desapropriação e tunelamento (*tunneling*) dos minoritários. Porém, como mostra o exemplo de investimento semelhante em outras empresas, essa garantia não significa ausência de contestação ou segurança nos resultados. O caso da Sete Brasil, empresa criada em 2010 pela Petrobras e parceiros públicos e privados para viabilizar a produção de plataformas de petróleo (Gradilone & Galembeck, 2016), exemplifica que o controle do Estado e o comprometimento com a demanda não diminuem a importância da qualidade das práticas de governança da empresa. Conforme argumentado por Young, Peng, Ahlstrom e Bruton (2002, p. E-5), “Nas economias emergentes, a propriedade estatal e o controle dos ativos corporativos estão positivamente associados a um aumento na propensão e magnitude da relação principal-principal”.

Outras limitações que podem ter influenciado o estudo remetem à possibilidade que a utilização de uma pesquisa qualitativa baseada em revisão bibliográfica e seu desdobramento na pesquisa de campo eventualmente não terem esgotado os possíveis tipos de questões que resultam em problemas de governança em empresas fechadas, além da construção da amostra de respondentes focada em ex-gestores indicados pela acionista controladora. Dos 17 entrevistados, apenas três foram indicados pelos acionistas minoritários, restrição decorrente do fato de o acionista controlador ser responsável por indicar os três membros da Diretoria e a maioria dos representantes do Conselho de Administração. Embora a análise tenha sido conduzida com o máximo de imparcialidade possível, essa superioridade numérica pode ter influenciado a análise. Apesar dessas limitações, ao avançar em um caminho pouco explorado nos estudos sobre governança com ênfase na história das configurações e pactos, espera-se que esta pesquisa contribua e estimule uma nova dimensão de análise das questões de governança.

## REFERÊNCIAS

- Aguilera, R. V., Florackis, C., & Kim, H. (2016). Advancing the corporate governance research agenda. *Corporate Governance: An International Review*, 24(3), 172-180.
- Aguilera, R. V., & Jackson, G. (2003). The cross-national diversity of corporate governance: Dimensions and determinants. *Academy of management Review*, 28(3), 447-465.
- Baek, H. Y. (2003). Parent-Affiliate Agency Conflicts and Foreign Entry Mode Choice. *Multinational Business Review*, 11(2), 75-98.
- Belak, J. (2016). Management and governance: organizational culture in relation to enterprise life cycle. *Kybernetes*, 45(4), 680-698.
- Bennedson, M., & Wolfenzon, D. (2000). The balance of power in closely held corporations. *Journal of financial economics*, 58(1-2), 113-139.
- Bongjin, K. (2002, Agosto). Adaptation of governance mechanisms to deregulation: a longitudinal study of the US banking industry. *Academy of Management Proceedings*, 2002(1), D1-D6.
- Costa, A. C. (2012). Sete Brasil, a nova empresa da Petrobras. *Revista Exame*. Recuperado de <https://exame.com/negocios/sete-brasil-a-nova-empresa-da-petrobras/>
- Cuevas-Rodríguez, G., Gomez-Mejia, L. R., & Wiseman, R. M. (2012). Has agency theory run its course? Making the theory more flexible to inform the management of reward systems. *Corporate Governance: An International Review*, 20(6), 526-546.
- Esqueda, O. A., & O'Connor, T. (2020). Corporate governance and life cycles in emerging markets. *Research in International Business and Finance*, 51, 101077.
- Filatotchev, I., Toms, S., & Wright, M. (2006). The firm's strategic dynamics and corporate governance life-cycle. *International Journal of Managerial Finance*, 2(4), 256-279.
- Filatotchev, I., & Wright, M. (2017). Methodological issues in governance research: An editor's perspective. *Corporate Governance: An International Review*, 25(6), 454-460.
- Fusch, P. I., & Ness, L. R. (2015). Are we there yet? Data saturation in qualitative research. *The qualitative report*, 20(9), 1408-1416.
- Gradilone, C.; Galembeck, F. (2016). Impacto profundo. *Isto é Dinheiro*. Recuperado de <https://www.istoedinheiro.com.br/noticias/financas/20160506/impacto-profundo/370206>
- Hetherington, J. A., & Dooley, M. P. (1977). Illiquidity and exploitation: A proposed statutory solution to the remaining close corporation problem. *Virginia Law Review*, 63(1), 1-75.
- Huse, M. (Ed.). (2008). *The value creating board: Corporate governance and organizational behaviour*. Abingdon, UK: Routledge.
- Jensen, M. C. (2010). Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function. *Journal of applied corporate finance*, 22(1), 32-42.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.
- Law, P. L., & De Franco, N. (1998). *International Gas Trade: The Bolivia-Brazil Gas Pipeline*. Recuperado de [http://www-wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/WDS/IB/1999/08/15/000009265\\_3980901110022/Rendered/PDF/multi0page.pdf](http://www-wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/WDS/IB/1999/08/15/000009265_3980901110022/Rendered/PDF/multi0page.pdf)
- Licht, A. N. (2011). Corporate Governance. In G. Caprio (Ed.), *Encyclopedia of Financial Globalization*. Oxford, UK: Elsevier.
- Miller, D., & Friesen, P. H. (1984). A longitudinal study of the corporate life cycle. *Management science*, 30(10), 1161-1183.
- Mitsuhashi, H., Shane, S., & Sine, W. D. (2008). Organization governance form in franchising: efficient contracting or organizational momentum?. *Strategic Management Journal*, 29(10), 1127-1136.
- Moll, D. K. (2005). Minority Oppression & (and) the Limited Liability Company: Learning (Or Not) from Close Corporation History. *Wake Forest L. Rev.*, 40, 883.
- Nagar, V., Petroni, K., & Wolfenzon, D. (2009). *Governance problems in close corporations*. New York, NY: University Stern School of Business. Recuperado de <http://www.insead.edu/facultyresearch/areas/accounting/events/documents/GovernanceProblemsinCloseCorporations.pdf>
- O'Connor, T., & Byrne, J. (2015a). Governance and the corporate life-cycle. *International Journal of Managerial Finance*, 11(1), 23-43.
- O'Connor, T., & Byrne, J. (2015b). When does corporate governance matter? Evidence from across the corporate life-cycle. *Managerial Finance*, 41(7), 673-691.
- Pagano, M., & Röell, A. (1998). The choice of stock ownership structure: Agency costs, monitoring, and the decision to go public. *The Quarterly Journal of Economics*, 113(1), 187-225.
- Sabatino, T. J., & Wol, S. E. (2010). Subsidiary Governance: What It Is, Why It Matters and How to Build a Good System. *The Corporate Governance Advisor*, 18(3), 5-9.
- Shen, W. (2003). The dynamics of the CEO-board relationship: An evolutionary perspective. *Academy of Management Review*, 28(3), 466-476.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The journal of finance*, 52(2), 737-783.
- Thiry-Cherques, H. R. (2009). Saturação em pesquisa qualitativa: estimativa empírica de dimensionamento. *Revista PMKT*, 3(2), 20-27.
- Thomsen, S. (2004). Corporate values and corporate governance. *Corporate Governance: The international journal of business in society*, 4(4), 29-46.
- Torres, E. T., Filho. (2002). O gasoduto Brasil-Bolívia: impactos econômicos e desafios de mercado. *Revista do BDNES*, 9(17), 99-116.
- Walsh, J. P., & Seward, J. K. (1990). On the efficiency of internal and external corporate control mechanisms. *Academy of management review*, 15(3), 421-458.
- Weitzel, U., & McCarthy, K. J. (2011). Theory and evidence on mergers and acquisitions by small and medium enterprises. *International Journal of Entrepreneurship and Innovation Management*, 14(2-3), 248-275.
- Young, M., Peng, M. W., Ahlstrom, D., & Bruton, G. (2002). Governing the corporation in emerging economies: a principal-principal agency perspective. *Academy of Management Best Papers Proceedings*, 2002(1), E1-E6.

Fabricio Bomtempo Oliveira

ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-2785-2903>

Mestre em Administração pela Fundação Getulio Vargas (FGV). E-mail: [f.bomtempo@hotmail.com](mailto:f.bomtempo@hotmail.com)

Joaquim Rubens Fontes Filho

ORCID: <https://orcid.org/0000-0001-6377-1185>

Doutor em Administração pela Fundação Getulio Vargas (FGV); Professor adjunto sênior na FGV EBAPE. E-mail: [Joaquim.rubens@fgv.br](mailto:Joaquim.rubens@fgv.br)