



## MONOPÓLIOS PÚBLICOS VS MONOPÓLIOS PRIVADOS: EFICIÊNCIA PRODUTIVA EM *PUBLIC UTILITIES*\*

*Pedro Verga Matos*

Departamento de Gestão, Instituto Superior de Economia e Gestão (ISEG) – Universidade Técnica de Lisboa (pvmatos@iseg.utl.pt)

*Eduardo Cardadeiro*

Departamento de Economia, Área Departamental de Ciências Económicas e Empresariais – Universidade de Évora (emc@uevora.pt)

---

### Resumo

As empresas privadas são apresentadas pela teoria económica como sendo superiores às públicas, relativamente à sua eficiência produtiva, mas estas últimas com a vantagem de, em mercados não concorrenciais, gerarem maior eficiência de afectação. Ao percorrermos as razões apontadas, com base numa formulação da Teoria da Agência entre Accionistas e Gestores, para a maior eficiência produtiva das empresas privadas, parece-nos legítimo considerar que grande parte delas têm uma eficácia questionável no quadro de um monopólio natural e/ou que não são intrínsecas à natureza da empresa privada, pelo que são factores de estímulo à eficiência produtiva replicáveis para as empresas públicas. Neste caso o diferencial de eficiência produtiva entre um monopólio privado regulado e um monopólio público será consideravelmente menor do que é habitualmente assumido pela literatura.

**Palavras-chave:** Empresas Públicas, Regulação, Eficiência, *Public Utilities*

---

### 1. A EFICIÊNCIA E A PROPRIEDADE

Nos casos em que a sociedade (em sentido lato) entende que a performance que resultaria do livre funcionamento de um mercado não é aceitável e, por isso, é necessário intervir nesse mercado no sentido de aproximar o seu desempenho para parâmetros mais compatíveis com as valorizações sociais, existem basicamente

---

\* As opiniões expressas neste trabalho são da exclusiva responsabilidade dos autores e não reflectem necessariamente as posições das suas universidades.

duas alternativas: (1) deixar que os agentes sejam privados mas impor restrições ao seu comportamento; ou (2) o Estado assumir a propriedade dos agentes produtivos e enquanto proprietário procurar controlar o seu comportamento.

Não pretendemos discutir aqui as razões da intervenção do Estado nem as diversas formas de o regular (Noll, 1989 e Barron, 1989), pelo que, por simplicidade e por forma a concentrarmos a atenção na propriedade, consideremos o caso de um monopólio natural em que o Estado pretende intervir, sendo as duas alternativas clássicas um monopólio privado regulado ou um monopólio público (Braeutigam, 1989). Sendo assim, temos

- por um lado, uma empresa privada regulada, ou seja com o comportamento limitado, opção que reflecte a convicção de que, sendo a empresa privada, assegurará uma maior eficiência produtiva, sendo necessário regular o comportamento, para assegurar uma maior eficiência na afectação (tendo por isso os custos associados a essa regulação);
- por outro, uma empresa pública, onde, por isso, o controlo do comportamento é feito através da propriedade estatal dos activos e da respectiva nomeação dos gestores, não havendo por isso os custos do processo regulatório, mas podendo haver uma menor eficiência produtiva como contrapartida de uma melhor afectação. Aqui é ao accionista que cabe a responsabilidade de assegurar ambos os níveis de eficiência.

A diferença central entre ambas é a propriedade do capital, no primeiro caso privada e no segundo pública (empresa de capitais públicos, que passaremos a designar por empresa pública)<sup>1</sup>, pois as condições da procura, tecnológicas, características do produto e até mesmo o enquadramento legal no que diz respeito às regras gerais da actividade económica e parâmetros operacionais, são conceptualmente iguais.

A questão que se levanta, então, é a de saber em qual das opções se tem condições para gerar soluções mais eficientes, mantendo todas as outras variáveis relevantes constantes, coisa que na maior parte das vezes não é feita na literatura económica quer teórica quer empírica. Nesta última surgem muitas vezes estudos que procuram comparar a eficiência de empresas públicas e privadas mas em mercados diferentes tornando muito difícil captar o efeito específico da propriedade do capital; outros procuram comparar mercados semelhantes mas em países diferentes, com enquadramentos legais e regulatórios totalmente distintos, etc. (para um *survey* veja-se por exemplo Bozec, 2002).

---

<sup>1</sup> Se nada for dito em contrário vamos assumir uma empresa com 100% de capitais públicos, mesmo que juridicamente esteja instituída como sociedade anónima.

Em termos teóricos a modelização que tem sido feita em torno da comparação da eficiência entre empresas públicas e privadas não reguladas pode ser explicada de forma muito clara e simples da seguinte forma (Vickers e Yarrow (1987))<sup>2</sup>:

Numa empresa privada, devido aos problemas de agência resultantes da divergência de objectivos entre o gestor e o accionista e da assimetria de informação favorável ao primeiro (que trataremos no capítulo seguinte), o gestor não beneficia totalmente dos resultados do seu esforço (para reduzir custos, por exemplo), pelo que vai:

$$MAX A(q, x) = \pi(q, x) - (a-1)x = [p - c(x)]q - a.x$$

em que  $q$  é o output,  $x$  o custo de actividades para reduzir custos,  $p$  o preço,  $c(x)$  o custo unitário e  $a$  o custo do esforço do gestor relativamente ao seu benefício de obter mais lucro. Naturalmente que se o sistema de incentivos entre os accionista e o gestor fosse perfeito  $a$  seria igual a 1 e ele teria todo o incentivo a actuar como se do accionista se tratasse, maximizando o lucro. Mas havendo imperfeições nesse sistema de incentivo  $a > 1$ , pelo que o nível de esforço em actividade que reduzam custo será menor do que o eficiente.

Numa empresa pública em que o accionista Estado tenha por objectivo maximizar o bem-estar social (entendido como a soma do excedente do consumidor (S) e o lucro do produtor) mas em que também existam os mesmos problemas de agência que fazem com que o gestor não tenha os incentivos perfeitos para agir completamente na prossecução dos objectivos do principal, o gestor vai:

$$MAX B(q, x) = S(q, x) + \pi(q, x) - (b-1)x = V(q) - c(x)q - b.x$$

em que  $q$  é o output,  $x$  o custo de actividades para reduzir custos,  $p$  o preço,  $c(x)$  o custo unitário e  $b$  o custo do esforço do gestor público relativamente ao seu benefício de obter mais bem-estar social. À semelhança do que se passa com o caso anterior, o sistema de incentivos não é perfeito e  $b > 1$ . Se  $a=b$  os sistemas de incentivos dos gestores seriam igualmente eficazes (mesmo que não perfeitos porque  $>1$ ) mas a literatura tem assumido que o privado é melhor, pelo que  $a < b$  (ainda que  $a > 1$ ).

Os resultados são bastante intuitivos. Na eventualidade de  $a \geq b$  o monopólio público seria em tudo superior – preço mais baixo, quantidade maior, maior esforço

<sup>2</sup> Em Bös (1991) pode ver-se este tipo de modelo de forma mais aprofundada.

de redução de custos, menor custo unitário e maior nível global de bem-estar social. Mas com  $a < b$  teremos o monopólio público a gerar melhor eficiência de afectação mas menor eficiência produtiva. Então, se  $a$  for muito menor do que  $b$  o monopólio privado pode gerar uma solução socialmente melhor do que o monopólio público, pois não só o diferencial de eficiência produtiva é maior como a partir de certa momento a ineficiência produtiva do monopólio público impossibilita-o de apresentar melhores resultados até na eficiência de afectação.

Ou seja, mesmo a partir desta versão simplificada do modelo, pode concluir-se que para que o monopólio privado seja superior ao monopólio público é necessário que o sistema de incentivos dos seus gestores seja significativamente melhor do que o dos gestores públicos (Vickers e Yarrow (1987)), ou, mais genericamente, é necessário que o monopólio privado seja significativamente mais eficiente em termos produtivos.

Foi precisamente a partir daqui que procurámos desenvolver a nossa análise – ainda em fase tentativa – com o objectivo de encontrar as razões que pudessem justificar a superioridade do monopólio privado quanto à sua eficiência produtiva, que implícita ou explicitamente constitui um dos pressupostos quando se opta pela solução de monopólio privado regulado em vez de monopólio público.

Tentámos, por isso, sumariar os principais factores apontados pela teoria económica como determinantes da eficiência produtiva por via dos sistemas de incentivos aos gestores de empresas privadas e confronta-los quer com as suas próprias limitações (relatadas na literatura), quer com a especificidade de estarmos a lidar com um monopólio natural em que o Estado pretende intervir.

## 2. A ABORDAGEM DA TEORIA DA AGÊNCIA ÀS QUESTÕES DA EFICIÊNCIA PRODUTIVA

### A relação de agência - contexto

A separação entre a propriedade da empresa e a sua gestão é actualmente a situação modal nas economias desenvolvidas, provocada sobretudo (Helm, 1989) pelo facto das empresas por acções (“joint stock company”) permitirem uma maior dispersão do risco entre investidores e, desta forma, uma maior captação de fundos para investir, pelo crescimento das empresas, provocado até por questões tecnológicas, ter levantado problemas de coordenação, exigindo uma delegação da autoridade e por se ter verificado um acentuado aumento do «know-how» associado à gestão empresarial, que teve de se profissionalizar.

Este fenómeno teve um forte desenvolvimento no final do sec. XIX, e levantou todo um conjunto de questões decorrentes da (eventual) diferença de objectivos entre os gestores e os accionistas. O trabalho seminal de Berle e Means (1932),

considerava desde logo que "Given diffuse share ownership by large number of shareholders who delegate control to professional managers, but who lack the means or the individual incentives actively to monitor their actions, management has great power and considerable discretion to pursue activities which are beneficial to them at the expense of shareholders' interests.", questão essa que já tinha sido afluada quase dois séculos antes por Adam Smith (1775).

Esta separação entre a gestão/controlo da empresa e a sua propriedade fez surgir uma relação de agência entre os accionistas e os gestores<sup>3</sup>, potenciadora de conflitos pois (Jensen e Meckling (1976:308)) "If both parties to the relationship are utility maximizers, there is good reason to believe that the agent will not always act in the best interest of the principal.", porque têm objectivos conflituantes.

Com efeito, para além dos (eventuais) diferentes objectivos dos accionistas e dos gestores, existe um conjunto de aspectos/restrições que, na realidade, limitam fortemente a capacidade de orientar a acção dos gestores (agentes) no sentido do interesse dos accionistas (principais):

- a maior dispersão do capital pelos accionistas, mais frequente no Reino Unido e nos EUA, dificultando a sua articulação e a criação de grupos coesos;
- a maior complexidade das decisões a tomar pelos gestores, em resultado da globalização das economias e dos mercados, acompanhada por um incremento nos custos de monitorização da sua actividade e dos mercados onde a empresa actua, por parte dos accionistas;
- o acesso privilegiado dos gestores a informações não (facilmente) disponíveis para terceiros, que se solicitadas e fornecidas podem ser envoltas numa "roupagem" de difícil tradução;
- a dificuldade em estabelecer critérios gerais e universalmente aceites para uma gestão eficiente/adequada, tornando difícil distinguir o que são actos de gestão que maximizam o valor da empresa dos actos que maximizam o valor do gestor para a empresa.

Estes factores, permitiram que Singh (1991:6), concluísse que, "(...) the managers inevitably have a great deal of discretion. This discretion can, and often is, used by managers to pursue their own ends (eg perks, empire building) rather than those of the shareholders."

<sup>3</sup> Definida por Jensen e Meckling (1976:308) como "(...) a contract under which one or more persons (the principal(s)) engage another person (the agent) to perform some service on their behalf which involves delegating some decision making authority to the agent."

## As dificuldades da relação de agência

Uma *relação de agência* surge sempre que um indivíduo ou grupo, denominado *agente*, actua em nome e por conta de outro (o *principal*), detentor de um determinado activo, cujo valor quer ver aumentado; o facto de terem diferentes interesses e de existir uma assimetria de informação entre ambos pode levar a que a actuação dos primeiros não seja, total ou parcialmente, no interesse dos segundos levando ao surgimento de conflitos e a custos ao nível da eficiência produtiva.

Para Ross (1973: 134) a relação de agência existe entre duas partes "(...)when one, designated as the agent, acts for, on behalf of, or as representative for the other, designed the principal, in a particular domain of decision problems.". Jensen e Meckling (1976, 309) relativamente aos custos desta relação ("agency costs") consideram que "(...) arise in any situation involving cooperative effort (such as the co-authoring of this paper) by two or more people even though there is no clear cut principal-agent relationship.". Esta explicitação de Jensen e Meckling (1976), alargando o âmbito da relação de agência e dos seus custos às diversas formas de cooperação, permitiu a aplicação da teoria da agência a múltiplas questões, ultrapassando o problema da identificação do agente e do principal<sup>4</sup>, tendo apenas como condição a existência, num contexto de incerteza, de interesses divergentes entre interlocutores.

Como veremos, as soluções propostas pela teoria económica para limitar estes custos de agência são diversas mas centram-se sobretudo no aumento da informação existente e na criação de incentivos que alinhem o interesse de ambas as partes.

## As soluções apresentadas e sua análise crítica

### A. A contractualização dos objectivos

#### Abordagem teórica

Segundo Besanko, Dranove e Shanley (1996: 615), a relação de agência deve ser regulada através de um contrato (explícito e formalizado ou apenas implícito), onde são estabelecidas as contrapartidas a serem pagas pelo principal

---

<sup>4</sup> Charreaux (1987:24), por exemplo, aplica este problema à relação laboral : "De façon traditionnelle, le salarié apparaît être l'agent de l'employeur. En revanche, la relation apparaît inversée si on considère qu'un employé loue son capital humain à un employeur qui se trouve alors dans la situation du locataire par rapport au louer, c'est-à-dire en situation d'agent.", concluindo que "Les termes de relation d'agence (...) apparaissent donc réducteurs et il serait préférable de parler soit de relation contractuelle et de théorie des contrats, soit encore de relation de coopération et de théorie de la coopération".

ao agente pela boa prestação dos serviços deste, associada, por exemplo, à obtenção de determinados resultados. Para que este contrato seja aceite pelo agente é necessário que se verifiquem duas condições: por um lado que a remuneração que lhe está associada seja pelo menos igual ao custo de oportunidade do agente pois, em caso contrário, o agente preferirá trabalhar para a melhor alternativa possível. Para além disso, é necessário que o agente esteja disposto a actuar de acordo com o proposto pelo principal e, nomeadamente, que as acções a desencadear sejam compatíveis com os incentivos propostos.

No caso mais geral, uma vez que se admite que o objectivo dos accionistas (principal) é a maximização da sua riqueza, o contrato a estabelecer com os gestores (agentes) deverá privilegiar comportamentos que visem a prossecução da eficiência, entendida aqui como a maximização do lucro económico. Neste contexto, e seguindo a abordagem de Rasmusen (1991: cap.8.6), o que teríamos era o principal a querer maximizar o valor de determinado activo, em função da performance (X) e do salário (W) pago ao agente, podendo ambas as variáveis ser função do esforço do agente (e). Sendo assim, o problema poderia ser formulado da seguinte forma:

$$\text{Max } V [ X (e) - W (e) ]$$

$$\text{s.a. } U[e, W(e)] \geq U^*$$

sendo  $U^*$  o custo de oportunidade do agente, abaixo do qual ele não aceitaria o contrato. Do lado do agente, o objectivo é maximizar a sua função utilidade, só aceitando o contrato quando a utilidade que obtém é superior à que obteria na melhor alternativa proposta, condição que Arrow (1991: 44) designa por "participation constraint".

Acrescente-se que teoricamente é necessário que se verifiquem três condições para que seja possível desenhar contratos eficientes para o principal: (1) impossibilidade do agente reter informação, o que permite ao principal saber exactamente o que é uma acção eficiente e que resultados se pode dela esperar; (2) informação plena das acções e dos resultados por parte do principal, sendo que ambos têm de ser observáveis; e (3) que o risco para os agentes seja relativamente reduzido para permitir que eles obtenham a remuneração combinada caso cumpram as acções pré estabelecidas.

### Limitações do mecanismo

Todavia, a realidade empresarial está bem longe destes três factores, potenciando o surgimento de problemas na relação entre o accionista e o gestor e fazendo com que os contratos, na prática, como foi destacado por Klein (1983: 367), não sejam completos (devido a não preverem todas as situações possíveis

dada a incerteza associada aos comportamentos e os elevados custos em que se incorreria para a previsão do universo de resultados possíveis). Com efeito, e mesmo omitindo o terceiro factor, Ross (1973: 135) lembrava que "(...) the *raison d'être* for an agency relationship is that the agent (or the principal) may possess different (better or finer) information about the states of the world than the principal (agent).".

Dado que, como já referimos, por um lado o agente e o principal têm diferentes objectivos e, por outro, os contratos têm sempre limitações quanto à capacidade de associar as acções do agente com os objectivos do principal, existe a possibilidade de surgirem comportamentos incorrectos do agente que não podiam estar nem estavam previstos nos contratos, e que são designados na literatura como *moral hazard*. Estes comportamentos são sobretudo potenciados pela existência de acções que não podem ser observadas ou verificadas (*hidden action*) – fazendo com que o principal não possa detectar eventuais comportamentos fraudulentos e, por isso, não possa usar o contrato para regular ou penalizar essas acções. Outra fonte de comportamentos enquadráveis no âmbito do *moral hazard* resultam do acesso do agente a informações privilegiadas e não divulgadas ao principal (*hidden information*), que, sendo relevantes para determinar as melhores decisões, como não são divulgadas ou são-o só parcialmente, permitem convencer o principal de que o agente está a actuar no seu interesse, não podendo ser detectados os comportamentos incorrectos.

Para além destes problemas, a capacidade de estabelecer um contrato adequado é também função da posição do agente face ao risco. Numa situação de neutralidade face ao risco<sup>5</sup>, a análise dos resultados para o agente é realizada apenas com base no valor esperado associado a cada decisão; já perante uma preferência ou aversão ao risco é necessário entrar em linha de conta com a utilidade do valor esperado de cada decisão, tornando mais complexa a definição dos contratos entre o agente e o principal, nomeadamente quando se estabelece uma relação entre a performance e a remuneração do agente.

Com efeito, quando e se, o principal não identifica as causas de uma fraca performance (nomeadamente não conseguindo distinguir entre as exógenas ao comportamento do agente e as que decorrem desse comportamento), o associar a remuneração do agente ao resultado, num contexto em que ele é avesso ao risco (o que é a situação mais frequente), faz com que ele exija o pagamento de um prémio para aceitar o contrato, recebendo, portanto, um valor superior ao seu custo de oportunidade.

Para além disso, na actividade de uma empresa é difícil, analisando os indicadores globais, determinar a contribuição de cada agente para esse resultado, potenciando situações de "boleia". Baker, Jensen e Murphy (1988: 597), distinguindo entre indicadores de performance objectivos e subjectivos, lembram

<sup>5</sup> Isto é, quando o agente é indiferente a ter uma remuneração certa ou a ter, em função dos diferentes resultados possíveis das suas acções, um conjunto de remunerações possíveis, mas com o mesmo valor esperado.



que "While some jobs, such as sales, lend themselves to objective measurement, performance in most jobs cannot be measured objectively because joint production and observability mean that individual output is not readily quantifiable.". O resultado da empresa é, na realidade, função de múltiplos recursos, propriedade de vários agentes económicos e mesmo a análise do seu funcionamento agregando os detentores do capital como "principal" e os do trabalho como "agentes" é uma forte simplificação, que omite a diversidade de objectivos de cada um deles.

#### No caso das empresas públicas e dos monopólios naturais...

A contratualização dos objectivos como forma de atenuar os problemas de agência e assim estimular a eficiência produtiva é um mecanismo que embora se deva procurar utilizar o mais possível no caso dos monopólios públicos, enfrenta à partida algumas dificuldades adicionais relativamente às empresas privadas.

Em primeiro lugar, mesmo assumindo que o objectivo do accionista Estado é a maximização do bem-estar social na sua expressão mais simples de somatório dos excedentes do consumidor e do produtor (sem entrar, por isso, em toda a problemática do conceito), não é fácil (para não dizer impossível) medir e quantificar essa função objectivo, por forma a utilizar essa informação como variável do contrato (Bös, 1991). Isto obriga a recorrer a variáveis *proxy*, que estejam o mais possível correlacionadas com o bem-estar social e que sejam mais facilmente mesuráveis, como por exemplo as que resultam da definição de um padrão de qualidade/ serviço, os preços ou variáveis relacionadas com um plano de investimento pré-definido, etc. Surge assim a dificuldade adicional de conjugar essas diversas variáveis para contratualizar a função objectivo do principal.

Mas os problemas com a função objectivo do principal iniciam-se ainda a montante da dificuldade de a medir, uma vez que a relação de agência tipicamente é mais complexa no caso das empresas públicas, complexidade essa que surge porque essa relação de agência se estende verticalmente – do gestor ao funcionário representante do Estado accionista, ao governante e aos eleitores (Vickers e Yarrow, 1987)– e horizontalmente – surgindo um problema de tutelas políticas múltiplas (Santos, 1998)– sendo a verdadeira função objectivo a que resulta da complexa interacção de todo este conjunto de agentes. Por vezes, essa função objectivo nem é clara, e para cada um dos agentes envolvidos essa função apresenta contornos diferentes. Obviamente que esta indefinição, ou pelo menos, complexidade da função objectivo do principal dificulta muito o mecanismo da contratualização desses objectivos.

Mas mesmo deixando de lado os dois problemas anteriores, a contratualização dos objectivos também está condicionada nas empresas públicas na medida em que estas não costumam gozar de tantos graus de liberdade legais para se poderem desenhar contratos com os gestores como as empresas privadas (Bös, 1991), o

que poderá levar à exclusão de alguns tipos de contratos com sistemas de incentivos mais eficientes.

Porém, parece-nos que há que distinguir aquelas dificuldades que resultam de aspectos intrínsecos às empresas públicas, das que são causadas por praticas passadas e presentes mas que poderão ser alteradas. No primeiro caso poderão procurar-se formas de atenuar o problema sem nunca o eliminar, ao passo que no segundo bastará criar condições a uma alteração de comportamentos para ultrapassar o problema.

## **B. Melhoria do nível e da qualidade da informação**

### Abordagem teórica

Uma das formas de limitar os enviesamentos entre o comportamento desejado (e esperado pelo principal) para o agente e o seu comportamento efectivo, é tentar aumentar o nível de informação e observabilidade da relação entre ambos, de forma a tornar possível a análise do grau de execução e correcção das acções tomadas pelo agente e por esta via eliminar (ou reduzir) uma das condições para a existência de um conflito de agência (a assimetria de informação entre o agente e o principal). A definição de resultados quantificáveis – por exemplo, lucros por acção, taxa de crescimento das vendas, número de operações realizadas ou quota de mercado – pode facilitar este acompanhamento das acções do agente<sup>6</sup>.

### Limitações do mecanismo

Na prática, esta solução apresenta diversas dificuldades de aplicação. Desde logo porque, muitas vezes, não é possível uma clara definição dos resultados quantificáveis, sendo necessário o recurso a variáveis *proxy* para obter os resultados desejados<sup>7</sup> Por outro lado, uma maior focalização em indicadores quantificáveis – por exemplo indexar a remuneração ao output produzido em determinada unidade de tempo – pode também ter efeitos indesejáveis, nomeadamente ao nível da qualidade da produção<sup>8</sup> ou da veracidade da informação fornecida ao principal, podendo incentivar comportamentos estratégicos por parte do gestor, a que Pratt e Zeckhauser (1991a, x) aludem quando concluíam que “(...) in an effort to show their distant shareholders they are doing a good job, managers will concentrate on

<sup>6</sup> Neste contexto tem também relevância a criação de órgãos de controlo interno e externo que permitem um melhor acompanhamento da gestão.

<sup>7</sup> Por exemplo, utilizar o nº de reclamações dos clientes ou a duração média do tempo de espera num balcão como variáveis *proxy* para a qualidade do serviço prestado pela empresa.

<sup>8</sup> A definição de um salário pago “à peça” (por exemplo, numa linha de pintura manual de peças de porcelana) cria um incentivo para uma quebra na qualidade produzida – comportamento enquadrável no *moral hazard* que resulta da observabilidade das acções dos agentes não ser completa.

measurable quantities, say quarterly earnings, and neglect variables that are potentially more important but difficult to observe or document such as employee training or research and development activity.”

Como o principal não tem pleno conhecimento das condições de mercado e/ou de produção em que actua o agente terá sempre que recorrer a:

- informações do agente, que podem ser enviesadas (por exemplo através de manipulações contabilísticas) permitindo o estabelecimento de objectivos facilmente atingíveis. Como Baker, Jensen e Murphy (1988: 598) lembram “The principal knows, in general terms, what he wants the agent to do, but the range of possible actions that the agent can take, and the range of possible outcomes, is enormous.”, mas “(...)they [agents] have superior specific knowledge the job they are doing.”;
- resultados passados, que podem não ser replicáveis no futuro, mesmo assumindo o melhor esforço do agente. Neste caso, se o agente perceber que as suas performances presentes ultrapassam o exigido pelo principal e serão usadas no futuro para o estabelecimento de objectivos, tenderá a reduzir esses resultados, de modo a permitir mais facilmente atingir os valores orçamentados para o futuro, o que limita, como é óbvio, a possibilidade de utilizar as performances passadas para o estabelecimento de padrões no futuro,

pelo que ao dar muito enfoque a esta informação reforça os incentivos do agente a comportamentos estratégicos contraproducentes.

#### No caso das empresas públicas e dos monopólios naturais...

A eficácia dos mecanismos de controlo interno nas empresas públicas levanta alguma polémica na literatura, pois os argumentos vão desde uma eficácia pior do que a dos mecanismos das empresas privadas devido à complexidade de relações a que já nos referimos (Bös (1991)) a autores que defendem que em determinadas condições o estado pode criar elevada competência na monitorização de indústrias específicas (Shapiro e Willig, 1990), o que nos leva a crer que a haver alguma desvantagem das empresas públicas ela não resulta de nenhum factor intrínseco e que por isso pode ser ultrapassada.

Mas, por outro lado, uma vez que o Estado tem muitas outras relações com a empresa para além da relação de accionista, no caso das empresas públicas, é conceptualmente admissível que nesta última qualidade venha a fazer uso de informação a que teve acesso por via das outras relações com a empresa. A ser assim, o estado accionista veria o seu problema de assimetria de informação favorável ao gestor atenuado por um mecanismo não disponível a um accionista privado.

Finalmente, e ainda nesta linha de argumentação, dado estarmos a tratar de um monopólio natural, regulado no caso de uma empresa privada, podemos ter no mercado um outro agente com especiais poderes de recolha de informação, o regulador. No caso de um monopólio privado regulado, a informação recolhida pelo regulador e que não seja tornada pública de nada serve ao accionista para controlar o gestor, mas na eventualidade desse regulador persistir com o monopólio público, então essa informação passa a ser utilizável, ajudando a resolver o problema de agência.

### C. A indexação da remuneração à performance

#### Abordagem teórica

A realidade empresarial, onde o controlo das acções do agente por parte do principal não é completo, torna útil a definição de contratos onde a compensação do agente está associada à sua performance (entendida esta como o seu contributo para a função objectivo do principal). Simplificando, podemos considerar que a remuneração total do agente ( $W$ ) pode ser uma função linear da sua performance, do tipo:

$$W = \alpha + \beta X$$

em que  $\alpha$  é a componente fixa da remuneração,  $\beta$  a remuneração marginal da performance (acréscimo na remuneração total resultante do aumento em uma unidade da sua performance, e que funciona como um incentivo à remuneração do agente no sentido desejado pelo principal) e  $X$  a medida de performance (volume de produção, lucro, cash-flow, qualidade, quota de mercado etc.).

O resultado deste tipo de abordagem está, contudo, muito dependente da atitude (em especial) do agente face ao risco. Se o agente for avesso ao risco, e a sua utilidade esperada for uma função da sua remuneração total esperada [ $E(W)$ ], da variabilidade dessa remuneração [ $V(W)$ ] e do esforço que ele realiza ( $e$ ), então a análise dos contratos em que se estabelecem objectivos quantificáveis passa a ser mais complexa. Efectivamente:

$$E(U) = f(E(W), V(W), e)$$

em que  $dE(U)/dE(W) > 0$ ,  $dE(U)/dV(W) < 0$  (aversão ao risco do agente, tanto maior quanto maior um determinado parâmetro  $\delta$ ) e  $dE(U)/de < 0$  (quanto maior o esforço menor a utilidade esperada). Se a performance  $X$  for uma variável função, não apenas do esforço do agente, mas também de um resíduo aleatório  $\xi$  (por exemplo,  $X = \eta e + \xi$ , com  $E(\xi) = 0$ ,  $V(\xi) = \sigma_e^2$  e  $cov(e, \xi) = 0$ ), a performance deixa de

dependem em exclusivo do agente e, por esse facto, também a remuneração passa a ter uma componente aleatória<sup>9</sup>.

Repare-se que:

$$E(W) = \alpha + \beta E(X) = \alpha + \beta \eta E(e)$$

$$V(W) = \beta^2 V(X) = \beta^2 \sigma_e^2$$

Uma vez que  $dE(U)/dV(W)$  é negativo, o parâmetro  $\beta$  (remuneração marginal da performance que, por um lado aumenta a remuneração esperada, com efeito positivo na utilidade do agente mas por outro aumenta a dispersão da remuneração, diminuindo, por esta via a utilidade esperada) pode ter um efeito global negativo na utilidade esperada, tudo dependendo da especificação particular da função utilidade do agente. Ou seja, para um agente avesso ao risco, o associar a remuneração à performance, pode reduzir a sua utilidade esperada (sendo tanto maior essa redução quanto maior a sensibilidade da utilidade esperada ao risco -  $|dE(U)/dV(W)|$  - e a variância do resíduo aleatório  $\xi$ ), pelo que, como já tínhamos referido, irá exigir um prémio de risco mais elevado.

Note-se que ao indexar a remuneração dos agentes à performance (premiando até resultados acima dos esperados) é legítimo também penalizar as performances insuficientes, fazendo com que o agente, neste caso, tenha uma remuneração total inferior ao seu custo de oportunidade. No limite, o agente poderia ter mesmo de indemnizar o principal, situação que é sujeita a restrições de carácter legal, nomeadamente relacionadas com a figura da "responsabilidade limitada".

Já se o agente for neutro ao risco passa ser possível implementar um outro tipo de contrato em que se pode resolver o problema do incentivo à eficiência produtiva por redução de custos (identificado no primeiro capítulo). O contrato óptimo teórico será o que prevê que o gestor pague aos accionistas um montante fixo e fique para si com o lucro restante (Bös, 1991).

### Limitações do mecanismo

Para além deste mecanismo de estímulo à eficiência estar muito dependente da atitude dos agentes face ao risco e da mensurabilidade da função objectivo do principal e/ou dos indicadores de performance dos gestores, há outros aspectos que reforçam as dúvidas sobre a sua efectiva eficácia. Desde logo, o estabelecimento

<sup>9</sup> E neste caso Rasmusen (1991: 180) levanta o problema de se remunerar o agente devido a factores aleatórios e não ao seu esforço: "If the principal pays more simply because output is higher, he is rewarding Nature, not the agent. People usually believe that higher pay for higher output is «fair», but (...) this ethical view is too simple. Higher effort usually leads to higher output, so higher pay is usually a good incentive, but this is not invariably true."

de um pacote remuneratório (salário, prémio de performance, acções e opções) que leve os gestores a visar a maximização do lucro é um problema extremamente complexo. Começa por, excepto talvez ao mais alto nível, a actuação de cada gestor se reflectir em aspectos particulares da actividade da empresa sendo que a maximização do lucro não resulta necessariamente da obtenção do máximo esforço de cada um deles, mas antes de uma adequada interacção entre todos, o que gera dificuldades na selecção dos indicadores de performance a considerar na determinação da remuneração de cada um.

Depois, a generalidade dos indicadores de performance disponíveis correspondem a uma análise de curto prazo, quando, do ponto de vista dos accionistas, o objectivo da maximização do lucro deve ser entendido numa óptica de longo prazo<sup>10</sup>. Também, porque existe uma assimetria de informação entre os accionistas e gestores<sup>11</sup>, dispondo os segundos de mais informação quer no que respeita à performance da empresa quer no que respeita ao seu próprio desempenho no exercício das suas funções<sup>12</sup>. E, por fim, porque ainda que os accionistas pudessem conhecer com exactidão a performance da empresa, dado o contexto de incerteza em que esta actua, não existe uma relação estrita entre performance da empresa e nível de desempenho dos gestores.

Apesar destas limitações, é importante referir que um dos efeitos que se verificam quando a remuneração dos gestores não é dependente dos resultados da empresa (ou estes têm pouco peso no cálculo da remuneração), é de que eles tenderão a minimizar o risco de modo a não pôr em causa o seu rendimento (quase) certo e fixo, em vez de, como postula a teoria económica, maximizar o lucro. Brenner e Shapira (1983:54) consideram que "(...) the decision makers (e.g., management) will choose a level of expected profits and minimize uncertainty subject to this constraint.", o que "(...) dictates a combination of both [risk and return] which is usually lower than the owners of such a company would desire."

<sup>10</sup> Aggarwal (1991:82) lembra que "If the company does not have any established measures for long-term performance, then «stonewalling» and false data may be rewarded", alertando para o facto de que "Any rewards based on annual growth in earnings or on annual growth of sales alone lead managers away from increasing the overall value of their companies for the shareholders", pelo que concluiu (pág.85) "The company must remain wary of the dangers of short-term measures hurting long-term goals."

<sup>11</sup> Schmidt e Fowler (1990:562), "Agency problems exist (...) because managers have almost exclusive access to the information needed to construct compensation packages and the information is not costlessly available to shareholders."

<sup>12</sup> Como recorda Mueller (1992:158), "(...) the fundamental premise of the principal/agent model, in the case of the shareholder and manager, is false. Shareholders do not write the contracts that define managerial compensation, do not hire and fire managers. To a considerable degree managers select themselves and design their own contracts. (...) With respect to the modern corporation, the principal/agent model is a useful normative theory. It describes the contracts that ought to exist, if shareholders were to write them. Since it is the agents themselves who write the contracts in most instances, however, the principal/agent model has limited usefulness in describing the actual contracts observed." E Meeks (1992:10) lembra que "Accounting profit is often chosen as the performance measure (...). Yet the very asymmetry of information between owners and managers which makes such devices necessary also leaves managers scope to manipulate the performance measure to their own advantage (...)"

Todavia esta não é a opinião expressa por Mueller (1989:7) que, referindo-se a estudos de Jensen e Meckling (1976) considera que "(...) the same principal - agent relationship (...) gives them [managers] an incentive to take greater risks.", pois efectivamente "(...) it is mostly the money of others that is put at risk."

Mas as críticas a este mecanismo podem colocar-se ainda a montante, questionando-se se, na realidade, a remuneração de um gestor de topo de uma empresa de grande dimensão é um factor tão determinante do seu comportamento. De facto, tendo presente a hierarquia das necessidades de Maslow (1964) será razoável esperar que este tipo de gestores tenha as suas necessidades mais básicas satisfeitas, procurando satisfazer necessidades de hierarquia superior como necessidades de estima ou reconhecimento público, respondendo por isso de forma mais determinante ao reconhecimento entre os círculos de relacionamento social do que a aspectos mais relacionados com as remunerações financeiras (para uma análise desta questão no Reino Unido veja-se Bender (2003)).

#### No caso das empresas públicas e dos monopólios naturais...

A indexação do pagamento do gestor ao objectivo do principal é mais difícil numa empresa pública do que numa privada, uma vez que no primeiro caso se assume que o objectivo do principal é a maximização do bem estar social, bastante mais complexo de medir do que o lucro. Esta é uma dificuldade que poderá ser atenuada mas nunca ultrapassada sem alterar a função objectivo do principal.

Porém, o nosso problema é opor um monopólio natural público a um monopólio natural privado regulado, pelo que esta desvantagem da aplicação deste mecanismo a uma empresa pública (face à solução alternativa) será consideravelmente menor do que a exposição anterior dá a entender. Com efeito, no caso do monopólio privado regulado o lucro não seria de maximização livre (por ex. seria estabelecida uma taxa máxima de rendibilidade) pelo que, na prática, a eficácia do mecanismo (indexação da remuneração à *performance*) na aproximação dos interesses do agente e do principal é parcialmente reduzida.

Note-se também que a importância relativa dos outros *stakeholders* (nomeadamente os clientes) nestes mercados é maior (reflectindo-se por exemplo na existência das já referidas entidades reguladoras e na participação deste *stakeholders* em órgãos de acompanhamento dos mercados) pelo que o lucro, se por um lado é mais facilmente mensurável, por outro reflecte sobretudo o interesse dos accionistas, pelo que até nas empresas privadas de oferta de *public utilities* surge como uma medida de *performance* pouco adequada e/ou insuficiente.

#### D. A concorrência no mercado dos produtos, dos inputs e mercados afins

##### Abordagem teórica

De acordo com a abordagem de Marris (1963) os custos de agência associados à já referida separação entre a propriedade, que cabe aos accionistas, e o controlo, assegurado por gestores profissionais seriam tanto menores quanto maior o nível de concorrência no mercado dos produtos ou dos factores. Sendo assim esta concorrência impediria desvios face ao comportamento maximizador do lucro, por parte dos gestores. Efectivamente, se os mercados de produtos e factores forem concorrenciais eliminarão as empresas que não actuem tendo em vista a maximização do lucro, só sobrevivendo as que o façam, pois as outras ou não conseguem competir no mercado do produto ou deixam de ser capazes de atrair factores produtivos.

Para além deste elemento, que garante um equilíbrio eficiente no longo prazo, mesmo no curto prazo a concorrência limita os desvios, uma vez que possibilita mais informação a todos os *stakeholders* (accionistas, credores, clientes etc.), informação essa que não é susceptível de ser facilmente influenciada pelo comportamento estratégico do gestor e que permite a comparação inter empresas. A concorrência nos mercados dos inputs constitui ainda um importante estímulo à eficiência interna na medida em que os serviços internos de uma empresa se estarão sempre a confrontar com a concorrência de outras empresas a quem a primeira pode subcontratar partes da sua actividade.

##### No caso das empresas públicas e dos monopólios naturais...

Embora o efeito disciplinador da concorrência seja relativamente consensual na maior parte dos mercados, em que se verificam condições suficientes para que o mecanismo dos preços funcione de forma aceitável, por vezes essa concorrência está limitada por factores diversos. É o caso do monopólio natural. Nestes casos fica muito enfraquecido este elemento disciplinador que estimula a eficiência.

Todavia, pode, mesmo nestes casos, procurar introduzir-se forças concorrenciais, por exemplo reforçando a subcontratação, promovendo concursos pela concessão do direito de explorar o monopólio por um período de tempo ou, no caso de se tratarem de monopólios naturais regionais, desenvolvendo um mecanismo de concorrência por comparação (Shleifer, 1985).

Ora, tanto as causas do enfraquecimento do mecanismo de incentivo à eficiência produtiva como as formas de compensar essa falha são comuns às duas opções em análise. Em nenhum dos casos existe a pressão da concorrência para se ser eficiente nem a possibilidade de comparar indicadores (preço, qualidade de serviço etc.) entre operadores. É certo que algumas destas formas alternativas de introdução de forças de mercado poderão ser mais frequentemente encontradas



nos monopólios privados regulados do que nos monopólios públicos, mas à partida não há nenhuma razão para que assim seja.

### E. O mercado pelo controlo de empresas

#### Abordagem teórica

A constatação de que poderia haver uma separação de interesses entre accionistas e gestores fez surgir uma nova perspectiva para as fusões/aquisições em que estas são apresentadas como um importante instrumento para eliminar comportamentos não maximizadores do lucro<sup>13</sup> pois neste casos os accionistas, tendo uma rendibilidade inferior à esperada, estão dispostos a vender a sua participação, levando posteriormente à substituição dos gestores pelos novos accionistas e podendo eliminar desta forma o comportamento não maximizador do lucro da empresa adquirida.

Esta forma de correcção de (eventuais) desvios da maximização do lucro através de aquisições/fusões hostis - considerada por Shleifer e Vishny (1988:11) como "(...)probably the most effective way for shareholders to get rid of non-value-maximizing managers without bribing them. In these transactions, a takeover specialist (raider) or a second company bids directly for the shares of the target firm. By doing so, the bidder deals with the target's shareholders, rather than with its management. A bidder who gains the requisite votes then assumes control and removes the incumbent managers." - surge como o instrumento privilegiado do denominado "mercado pelo controlo de empresas".

#### Limitações do mecanismo

A década de 90 fez apresentar esta abordagem como a (quase única) solução para a redução/eliminação dos desvios à maximização do lucro, esquecendo que ela não é isenta de riscos e pode representar uma abordagem limitada da correcção de ineficiências pois, de facto, os *take overs* hostis poderão eles próprios ser um exemplo de um comportamento não maximizador do lucro, neste caso do lucro da empresa compradora. Com efeito, se os gestores do comprador podem gozar de discricionariedade para actuar de forma não conforme aos interesses dos accionistas, temos que admitir a hipótese de que as aquisições por eles levadas a cabo sejam, precisamente, um exemplo de um tal comportamento<sup>14</sup>.

<sup>13</sup> Shleifer e Vishny (1988:7): "Where other checks on management failed, hostile takeovers could now wrest control from managers who ignored the interests of their shareholders."

<sup>14</sup> Amado da Silva (1989:26), aborda este problema e questiona que "Se uma empresa é um alvo por causa da perversão do comportamento dos seus gestores, porque não serão perversos os comportamentos dos gestores da empresa adquirente, dada a discricionariedade que também têm?".

Note-se também que, uma vez que numa aquisição pode haver um ganho para os accionistas da empresa alvo, mas uma perda para os seus gestores, que correm o risco de perderem os seus empregos, estes poderão tentar proteger-se. Por isso, esta ameaça de *takeover* pode levar os gestores a mais rapidamente se afastarem de comportamentos maximizadores do lucro, criando barreiras legais à tomada do controlo da empresa (limitações de voto independentemente da percentagem de acções detida, limitações na informação disponibilizada etc), tomando decisões que não maximizam o valor da empresa mas sim o valor dos gestores para a empresa ou adoptando uma perspectiva de curto prazo da gestão, de modo a obter ganhos rápidos mas temporários (que poderão ser interpretados pelo mercado como sinais das (boas) perspectivas futuras da empresa)<sup>15</sup>

Para além disso a abordagem do mercado pelo controlo de empresas pressupõe que o mercado de capitais é perfeito (pelo que as cotações das acções das empresas reflectiriam o verdadeiro valor destas) e que a informação disponível para os investidores/«raiders» é correcta. Ora, como comenta Singh (1992:8), se estas hipóteses não se verificarem, os «raiders» poderão não ter condições para lançarem as OPAs.

Por outro lado, com base em diversas observações empíricas, que constataam que os alvos de *takeovers* hostis são, na maior parte dos casos, empresas menores (e não necessariamente menos eficientes) Singh (1992:9) considera que "(...) contrary to the folklore of capitalism and the proponents of the market for corporate control, takeovers do not simply punish the inefficient and the unprofitable, and select for survival companies which best enhance shareholders wealth.", antes tendo também como critério de selecção a (menor) dimensão das empresas. Logo, escolhendo como alvo as empresas menores (pág. 10), "(...) the *threat* of takeover instead of forcing firms to improve their profitability, may in fact encourage them to further increase their size.", havendo portanto um incentivo, mesmo que involuntário, à adopção de estratégias de crescimento.

Já relativamente à sua forma de funcionamento, existe um incentivo para o fenómeno da "boleia" que poderá limitar os efeitos deste mercado: cada accionista, considerado isoladamente, desejará, face a uma má gestão, que terceiros tomem o controlo da empresa, aumentando a sua performance/qualidade de gestão, enquanto ele se mantém como accionista, beneficiando dos lucros/benefícios daí resultantes. Existe ainda o risco de que a alteração na gestão no sentido desejado pelo "raider" não leve a aumentos dos lucros/cotações, mas passe a ser orientada - uma vez que o "raider" passará a deter uma posição de controlo - para outros objectivos não maximizadores do valor da empresa alvo.

<sup>15</sup> Singh (1992:8) considera então que "(...) it might be an optimal strategy for managers to be myopic and undertake short- rather than long-term value maximising projects.", pelo que (pág. 9) "(...) the market for corporate control leads to «short-termism» (...)".

Ainda quanto ao funcionamento deste mercado, importa não esquecer que, como já se referiu, o próprio comprador/*raider* enfrenta o problema da relação agente/principal. Desde logo, o próprio comprador é muitas vezes uma empresa no seio da qual existe separação entre propriedade e controlo, existindo eventualmente margem para discricionariedade por parte dos gestores. Mas, mesmo nos casos em que tal não aconteça, após o takeover o *raider*, ou vai gerir directamente a empresa ou contrata um gestor, pelo que se poderá voltar ao problema inicial. No entanto, a maioria das análises acerca dos benefícios do mercado pelo controlo de empresas, que apresenta este mercado como tendo um efeito disciplinador sobre a relação agente - principal na empresa adquirida, não tem em conta este aspecto (Von Thadden, 1990).

#### No caso das empresas públicas e dos monopólios naturais...

No caso das empresas públicas, o facto de terem um accionista único e este ser o Estado elimina o funcionamento do mercado pelo controlo de empresas, na sua visão mais clássica, baseada na existência de empresas cotadas, com uma estrutura accionista (mais ou menos) alargada e com as cotações a reflectir a qualidade da gestão.

Todavia, nas *public utilities* são necessários avultados investimentos, pelo que é possível, pelo menos conceptualmente, que possam existir parcerias público-privadas nas empresas, quer na sua estrutura accionista quer devido ao recurso (significativo) a capital alheio de médio/longo prazo. Ora, embora de forma menos visível, os investidores privados internamente exigirão uma gestão eficiente dos recursos, pelo que a pressão do mercado de capitais pode ser substituída pela pressão interna, quer nos conselhos de administração (*boards* com administradores não executivos) quer em órgãos representativos dos *stakeholders* (nomeadamente os dos accionistas privados ou dos credores). Com efeito, uma vez que estes investidores precisam de assegurar que a gestão das EPs é eficiente por forma a permitir remunerar adequadamente os seus capitais, substituem o mercado de capitais por uma pressão efectiva para o bom funcionamento dos órgãos internos de controlo.

Apesar desta pressão, Shleifer e Vishny (1988:8) chamam a atenção para dois factos que põe em causa a eficácia deste tipo de órgãos. Em primeiro lugar as nomeações para estes órgãos, embora formalmente da responsabilidade dos accionistas, são, na maioria dos casos, controladas pelos próprios gestores pelo que as pessoas nomeadas tenderão, em geral e no mínimo, a conceder o benefício da dúvida aos gestores, em vez efectuar uma análise objectiva do trabalho. Em segundo lugar, mesmo quando estas pessoas estão determinadas a cumprir o seu dever para com os accionistas, trabalhando para a maximização do valor da empresa, elas não dispõem, em geral, da informação necessária para avaliar as

decisões e projectos apresentados à sua consideração pelo que não estão em condições de desafiar as opções dos gestores. De facto, recolher a informação necessária pode ser extremamente caro, nada existindo, em geral, nos esquemas de remuneração dos membros daqueles órgãos que os leve a considerarem-no compensador.

Mas, se de um lado as parcerias publico-privado poderão ser uma forma de atenuar a falta de pressão do mercado de capitais para que o monopolista público seja eficiente em termos produtivos, do lado da empresa privada o mercado pelo controlo das empresas pode ser um mecanismo bastante condicionado. Recorde-se que temos estado a comparar uma situação de monopólio natural público ou privado regulado, em que o factor concorrência é muito condicionado. Recorde-se ainda que uma das principais formas de introduzir concorrência pode ser a definição de um mecanismo de concorrência por comparação.

Ora o funcionamento de um mecanismo destes, aplicável a monopólios naturais regionais, exige a presença de um número mínimo de empresas monopolistas independentes para que o número de observações estatísticas permita comparações que sejam estatisticamente significativas. Para preservar esse número de empresas independentes comparáveis o regulador pode ser forçado a impedir operações de fusões e aquisições dos monopolistas regionais com outras empresas que detenham ou controlem, directa ou indirectamente, empresas incluídas no painel de concorrência por comparação. Ou seja, num caso de monopólio natural privado regulado pode haver um conflito entre dois mecanismos habitualmente apontados como determinantes da eficiência das empresas privadas, tendo de se optar por permitir o funcionamento de um deles em detrimento do outro, pelo que esse outro não constitui nenhum factor de supremacia da opção monopólio privado regulado face ao monopólio público no que respeita a determinantes de eficiência produtiva.

#### F. A alteração na estrutura accionista

##### Abordagem teórica

Uma estrutura accionista dispersa faz diminuir o incentivo de cada accionista a acompanhar a gestão e, por isso, facilita a aplicação de estratégias autónomas por parte dos gestores. Na realidade, como lembra Matsusaka (1993:182), com a dispersão "(...) free-riding problems among shareholders prevent effective monitoring of managers. Each shareholder owns such a small fraction of the firm's stock that individually it doesn't pay for any of them to monitor and try to discipline errant managers." . Esta situação é tanto mais provável quanto menor a capacidade dos accionistas em acompanhar tecnicamente a informação periódica disponibilizada pela gestão (nomeadamente os seus documentos contabilísticos).

Por este facto, já no final da década de 50, Berle (1959) tinha levantado a hipótese de que os investidores institucionais<sup>16</sup> poderiam usar o seu poder para limitar a discricionariedade dos gestores, pelo que, neste contexto, não bastaria detectar uma separação entre a propriedade e a gestão para inferir da separação entre as decisões tomadas pelos gestores e as que seriam tomadas pelos accionistas, mas seria também relevante analisar o tipo de accionistas presentes na empresa e o seu peso, para avaliar o nível potencial desse afastamento. Havia assim algum interesse em incentivar alguma concentração accionista, sobretudo de investidores profissionais.

Ora, nas últimas duas décadas, o peso dos investidores institucionais aumentou significativamente nas economias mais desenvolvidas<sup>17</sup>, permitindo que a relação entre estes accionistas e os gestores passasse a funcionar de forma distinta, no âmbito do que Perlman (1993) chamou o “New Shareholder Activism”.

Com efeito, existe um conjunto de características distintas dos institucionais face aos restantes accionistas, que justificam este tratamento autónomo. Desde logo, tratam-se de investidores que gerem grandes volumes de activos e que, por esse facto, têm uma grande capacidade de influenciar os mercados. Essa capacidade faz com que, na opinião de muitos autores, adoptem uma postura diferente e de longo prazo nas empresas onde participam. Efectivamente, e face a discordâncias no que toca à orientação da gestão ou aos seus resultados, muitos dos investidores institucionais não optam pela venda da participação (geralmente denominado como “votar com os pés”) mas antes por uma “correção por dentro”, realizando reuniões com a gestão de modo a fazer valer os seus pontos de vista.<sup>18</sup>

A existência deste tipo de comportamento – expresso pela criação de mecanismos mais eficazes para o acompanhamento e eventual correção das estratégias dos gestores das empresas participadas – tem também contado com a colaboração de muitos gestores pois estes perceberam que é preferível manter um bom relacionamento com os seus principais accionistas, adoptando soluções de compromisso, face à alternativa proposta pela mercado pelo controlo de empresas

<sup>16</sup> A definição para “investidor institucional” que é aqui utilizada segue, globalmente, a proposta por Brancato (1997:21) isto é, refere-se a um investidor que gere profissionalmente fundos para terceiros, sejam eles grupos de particulares, outras organizações ou grupos de organizações, envolvendo quatro grandes categorias: os fundos de pensões (privados e públicos), os fundos de investimento, as companhias de seguros e os bancos, com distintos objectivos e prazos de investimento, políticas de *trading* e níveis de envolvimento nas empresas participadas.

<sup>17</sup> Por exemplo, Cosh, Huges, Lee e Singh (1989:75) referem que em 1969 as carteiras de investidores institucionais nos EUA representavam menos de 35% do mercado accionista, enquanto em 1985 o seu peso era de aproximadamente 60%, sobretudo devido à forte expansão das carteiras de fundos de pensões (que passaram de 9 para 32% do total do mercado accionista). Já Brancato (1997:20) relativamente à sua participação no capital social das 1000 maiores empresas norte-americanas, refere que ela passou de 46,6% do total em 1987 para 57,2% em 1995.

<sup>18</sup> Face a esta política de “correção por dentro”, o *trading* frequente das participações (e, desta foram também, a liquidez dos títulos das empresas participadas pelos institucionais) é então menor, sendo também menor a possibilidade de *take over*.

(em que os accionista, sem dialogar com a gestão, alienam as acções em caso de descontentamento, no limite aproveitando uma OPA hostil).

### Limitações do mecanismo

Todavia, a diversidade de investidores institucionais (desde fundos de pensões, com responsabilidades de longo prazo, o que lhes permite ter nas suas carteiras um significativo volume de activos de longo prazo, até aos fundos de tesouraria, com prazos muito curtos para as suas aplicações) repercute-se também na análise dos seus efeitos.

Por outro lado, e aqui o debate entre os investigadores é ainda significativo, existem autores que apontam aos investidores institucionais uma grande (porventura excessiva) preocupação com o seu desempenho de curto prazo, podendo dessa forma não só desestabilizar o mercado de capitais mas também influenciar negativamente as estratégias de longo prazo das empresas. Esta última crítica – resultado do acompanhamento regular das rendibilidades divulgadas pelos investidores institucionais por parte dos seus participantes, que exigiriam de forma sistemática resultados acima da média – teria como consequência (semelhante, note-se, à provocada pela ameaça constante de *takovers*), que projectos de longo prazo seriam protelados de modo a manter elevadas cotações e boas performances no curto prazo<sup>19</sup>.

Para além destas limitações, a análise dos resultados do activismo institucional deve ter em consideração que este tipo de postura não é isenta de outros custos, nomeadamente associados à recolha e análise das informações relevantes sobre as empresas participadas, aos contactos regulares com os seus administradores e mesmo, no limite, à emergência de conflitos com a gestão. Note-se que, em princípio, a adopção deste “activismo” só será realizada se o ganho esperado (estimado pela probabilidade de sucesso em influenciar a gestão e pelo benefício para o accionista, na eventualidade desse sucesso) for superior aos custos dessa política<sup>20</sup>.

---

<sup>19</sup> Se os fundos de investimento poderão ser “acusados” deste *short termism* de visão, já é pouco realista que tal se verifique quanto aos fundos de pensões. Todavia, Singh (1992, pág. 9) não os distingue: “Very briefly, a typical Anglo-Saxon industrial firm, it is argued, is under constant pressure because of the fear of takeover, to meet the stock market’s quarterly or half-yearly earnings per share target. On the other side of the market, the fund managers and the institutional investors, are under a different kind of pressure to seek short-term gains. The latter’s own performance is assessed by their principals (eg. pension fund trustees) by the relatively short-term results on the investments they manage.”.

<sup>20</sup> Há aqui um claro risco de *free rider* – enquanto os custos de uma política activa são totalmente imputados aos institucionais que a adoptem, já os benefícios são para a generalidade dos investidores/accionistas, pelo que outros investidores ou investidores institucionais passivos, ao beneficiar na medida das suas participações, tenderão a acompanhar as estratégias de investimento dos investidores institucionais activos que apresentem boas performances passadas.

Finalmente, existe também uma relação agente-principal na gestão dos investidores institucionais (entre os participantes dos fundos e os seus gestores), pelo que os custos de agência também se poderão verificar.

#### No caso das empresas públicas e dos monopólios naturais...

Uma vez que alguns dos investidores institucionais, atendendo às características dos seus participantes, privilegiam investimentos com vidas úteis mais longas (por exemplo os fundos de pensões), é possível no domínio teórico prever o seu interesse em colaborar com empresas de capitais públicos que operam nas *public utilities*, quer como credores (por exemplo subscrevendo títulos de dívida) quer como accionistas. Tendo em consideração o profissionalismo destes investidores, é legítimo esperar que essa parceria, quer pela via do capital próprio quer pela via do capital alheio, permitiria a essas empresas beneficiar dessa participação, pela limitação dos custos de agencia, de forma análoga a qualquer empresa privada.

E se por este lado a entrada de investidores privados no capital dos monopólios públicos poderia introduzir importantes pressões no sentido da eficiência produtiva, se tivermos presente que uma parte dos monopólios privados regulados resultou de processos de privatização em que se estimulou a dispersão do capital por pequenas accionistas particulares, temos do lado privado uma estrutura que eventualmente não será a mais propícia ao bom funcionamento dos mecanismos de controlo e monitorização do agente por parte do principal.

### **3. CONCLUSÕES**

Quando se compara a opção de intervenção num mercado caracterizado por um monopólio natural através de um monopólio público com a opção por um monopólio privado regulado, aponta-se a primeira opção como potencialmente melhor no que respeita à eficiência de afectação mas a segunda como melhor relativamente à eficiência produtiva.

Ao fazermos este exercício de confrontação das razões da superioridade da empresa privada, que habitualmente são apontadas na literatura económica como as principais determinantes da sua eficiência produtiva, com as respectivas críticas e com o facto de estarmos perante um monopólio natural regulado, verificámos que, aparentemente, essas determinantes ou não são assim tão diferentes das que se podem implementar em empresas públicas, ou ficam particularmente enfraquecidas por se tratar de um monopólio natural regulado.

Significa isto que, por um lado o diferencial de eficiência produtiva favorável à empresa privada, normalmente admitido pela teoria económica não é tão grande

no caso de um monopólio natural regulado, e que, por outro, vale a pena explorar formas de melhorar a eficiência produtiva dos correspondentes monopólios públicos corrigindo alguns factores que a constroem e adaptando os mecanismos determinantes da eficiência produtiva das empresas privadas às empresas públicas. Neste sentido valerá a pena (numa fase futura da nossa investigação): (A) tentar encontrar formas de flexibilizar as empresas públicas, nomeadamente no que respeita à liberdade contratual com os gestores e restantes funcionários; (B) tentar desenvolver sistemas de indicadores de performance com base nos quais, directa ou indirectamente, os gestores públicos sejam “pagos” (pode ser um pagamento intangível); (C) procurar mecanismos de *benchmark* ou de concorrência por comparação que funcionem como elemento de pressão externa à empresa, no sentido da eficiência produtiva; e (D) estudar as potencialidades das parcerias publico-privadas (controladas pelo Estado) como solução intermédia entre o monopólio público e o privado regulado. São tudo perspectivas da *governance* das empresas de capitais públicos que valerá a pena analisar, sobretudo devido às especificidades decorrentes dos objectivos do seu accionista e dos mercados onde actuam.

Por fim, se deixarmos de ter como ponto de partida a comparação entre empresa pública e privada não regulada, como fizemos no presente artigo, para passarmos a ter como ponto de partida a comparação entre uma empresa privada regulada e uma empresa pública “auto-regulada” (como é o caso habitual), teremos de fazer um exercício semelhante ao que fizemos, mas focado nos mecanismos de regulação dos monopólios privados destinados a estimular a sua eficiência produtiva, questionando a sua adaptabilidade às empresas públicas.

Esta é uma área que queremos explorar e que, no limite, nos leva a procurar transpor os mecanismos de estímulo à eficiência das empresas privadas por via da natureza dos seus accionistas e por via dos elementos regulatórios, para a “regulação” das empresas públicas.



## Bibliografia

- Aggarwal, S., "Rewarding Top Managers for Company's Success", *Journal of General Management*, Vol. 17, Nº.1, 80 - 89, 1991
- Amado da Silva, J. M., *Uma Análise Crítica da Proposta de Regulamento de Controlo de Concentrações de Empresas à Luz dos Últimos Desenvolvimentos da Economia Industrial*, Prova Complementar de Doutoramento em Economia, Universidade Católica Portuguesa, 1989
- Arrow, K.J., "The Economics of Agency", in *Principals and Agents: The Structure of Business*, edited by John W.Pratt and Richard J.Zeckhauser, Harvard Business School Press, 37-51, 1991
- Baker, G.P., Jensen, M. e Murphy, K.J., "Compensation and Incentives: Practice vs. Theory", *The Journal of Finance*, Vol. 43, No.3, 593-616, 1988
- Barron, D., "Design of Regulatory Mechanisms and Institutions", in Schmalensse, R. e Willig, R. eds, *Handbook of Industrial Organization*, 10, Vol II, North-Holland, 1989
- Bender, R., "How Remuneration Committees and their Advisors view Performance Related Pay", 26<sup>th</sup> Annual Congress of the European Accounting Association, Seville, 2003
- Berie, A.A. e Means, G.C., *The Modern Corporation and Private Property*, MacMillan, 1932
- Berie, A.A., *Power without Property: a New Development in America Political Economy*, Harcourt, 1959
- Besanko, D., Dranove, D. e Shanley, M., *Economics of Strategy*, John Wiley & Sons Inc., 1996
- Bös, D., *Privatization – A Theoretical Treatment*, Clarendon Press, Oxford, 1991
- Bozec, R., "La Performance Comparée des Entreprises Publiques et des Entreprises Privées: Un État des Lieux", *Document de Travail 02-07*, CGS Accounting Research Center, École de Gestion, Université d'Ottawa, 2002
- Brancato, C. K., *Institutional Investors and Corporate Governance – Best Practices for Increasing Corporate Value*, Irwin, 1997
- Braeutigam, R., "Optimal Policies for Natural Monopolies", in Schmalensse, R. e Willig, R. eds, *Handbook of Industrial Organization*, 10, Vol II, North-Holland, 1989
- Brenner, M. e Shapira, Z., "Environmental Uncertainty as Determining Merger Activity", in *Mergers - Motives, Modes, Methods*, edited by Walter H. Goldberg, 51 - 65, Publishing Company Limited, 1983
- Charreaux, G., "La théorie positive de l'agence: une synthèse de la littérature", em *De Nouvelles Théories pour gerer L'Entreprise*, de Gérard Charreaux, Alain Couret, Patrick Joffre, Gérard Koenig e Bernard de Montmorillon, Ed. Economica, 1987
- Cosh, A.D., Huges, A., Lee, K. e Singh, A., "Institutional Investment, Mergers and the Market for Corporate Control", *International Journal of Industrial Organization*, 7, 73 -100, 1989
- Helm, D., "Mergers, Take-overs, and the Enforcement of Profit Maximization", in *Mergers and Merger Policy*, edited by James Fairburn and John Kay, 133 - 192, Oxford University Press, 1989
- Jensen, M.C. e Meckling, W.H., "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost, and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360, 1976
- Klein, B., "Contracting Costs and Residual Claims: The Separation of Ownership and Control", *The Journal of Law & Economics*, Vol. XXVI (2), 1983
- Marris, R., "A Model of the «Managerial» Enterprise", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. LXXVII, Nº.2, 185 - 209, 1963
- Maslow, A. *Motivation and Personality*, Harper and Row, 1964
- Matsusaka, J.G., "Target Profits and Managerial Discipline Motives during the Conglomerate Merger Wave", *Journal of Industrial Economics*, 41, 179 - 189, 1993
- Meeks, G., "An Accounting Theory of Merger", *Cambridge Discussion Papers in Accounting and Finance*, Department of Applied Economics - University of Cambridge, 1992
- Mueller, D.C., "Mergers: Causes, Effects and Policies", *International Journal of Industrial Organization*, 7, 1-10, 1989

- Mueller, D.C., "The Corporation and the Economist", *International Journal of Industrial Organization*, 107, 147-170, 1992
- Noll, R., "Economic Perspectives on Politics of Regulation", in Schmalensse, R. e Willig, R. eds, *Handbook of Industrial Organization*, 10, Vol II, North-Holland., 1989
- Perlman, J., "A Perspective of the New Shareholder Activism", *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 6, No 2, 35 - 38, 1993
- Pratt, J.W. e Zeckhauser, R.J., "Preface", in *Principals and Agents: The Structure of Business*, edited by John W.Pratt and Richard J.Zeckhauser, Harvard Business School Press, ix-xii, 1991
- Rasmusen, E., *Games and Information: an Introduction to Game Theory*, Blackwell, 1991
- Ross, S.A., "The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem", *American Economic Review*, Vol. LXIII, No 2, 134-139, 1973
- Santos, A., "Regulação Económica, empresas públicas e «tutelas»", *Anuário de Economia Portuguesa*, Nº11, 202-205, 1998
- Shapiro, C. e Willig, R., "Economic Rationales for the Scope of Privatization", in Suleiman, E.e Waterbury, J. Eds, *The political Economy of Public Sector Reform and Privatization*, Westview Press, 1990
- Schmidt, D.R. e Fowler, K.L., "Post-Acquisition Financial Performance and Executive Compensation", *Strategic Management Journal*, Vol. 11, 559 - 569, 1990
- Shleifer, A., "A Theory of Yardstick Competition", *Rand Journal of Economics*, 16, 319-327, 1985
- Shleifer, A. e Vishny, R.W., "Value Maximization and the Acquisition Process", *The Journal of Economic Perspectives*, volume 2, number 1, 7 - 20, 1988
- Singh, A., "Corporate Takeovers: a Review", *DAE Working Paper No 9206*, Department of Applied Economics - University of Cambridge, 1991
- Singh, A., "Regulation of Mergers in the US and the UK: a New Agenda", *DAE Working Paper No 9207*, Department of Applied Economics - University of Cambridge, 1992
- Smith, A., *Inquérito sobre a Natureza e as Causas da Riqueza das Nações*, volumes I e II, Fundação Calouste Gulbenkian [1981, 1983], 1776
- Vickers, J. e Yarrow, G., *Privatization – An Economic Analysis*, MIT Press, 1987
- Von Thadden, E.-L., "On the Efficiency of the Market for Corporate Control", *Kyklos - International Review for Social Sciences*, volume 43, fasc.4, 635 - 658, 1990

---

#### Abstract

The economic theory usually presents private enterprises as superior to state owned ones concerning productive efficiency, while the later showing better allocative efficiency than the formers in non competitive markets. Going through the main drivers for productive efficiency in private enterprises, drawn from a principal-agent framework, we found it legitimate to question the efficacy of many of those drivers in the case of a natural monopoly. Besides, many of those drivers do not seem to be intrinsic to the nature of private property, so that they can be replicated into the state owned enterprises. In that case, the gap between the productive efficiency of a private regulated monopoly and state owned monopoly shall be narrower then it as been assumed in the economic literature.