

# Eleições e sucessão de CEOs em empresas estatais brasileiras

**Sergio Foldes Guimarães<sup>1</sup>**  
**André Luiz Carvalho da Silva<sup>1</sup>**

*<sup>1</sup>Universidade Federal do Rio de Janeiro, Instituto  
Coppead de Administração, Rio de Janeiro, Brasil*

## Resumo

**Objetivo** – Estudar os impactos das eleições e processos de sucessão nas ações das empresas estatais.

**Metodologia** – Por meio de eventos de estudo, investigamos longitudinalmente os impactos de eventos políticos (eleições) e de processos de sucessão em ações de empresas estatais por mais de 20 anos. Também documentamos as mudanças no gerenciamento, mostrando que as estatais enfrentam maior rotatividade no gerenciamento do que seus pares privados. As cotações das ações foram obtidas na Economatica e dados empresariais e executivos foram recuperados na B3 e na CVM.

**Resultados** – Há um impacto, mas não geral, de eleições e processos de sucessão nas empresas estatais. Mais recentemente, os impactos aumentaram. A rotatividade de CEOs é maior nas empresas estatais do que em pares privados e as mudanças na gestão são maiores com as mudanças de poder.

**Contribuições** – Lançamos luz sobre fenômenos que acontecem com frequência no Brasil: sucessão de CEOs em empresas estatais e eventos políticos impactando empresas estatais.

**Palavras-chave** – Estatais; sucessão de CEOs; governança corporativa; estrutura acionária.

---

### Recebimento:

31/07/2018

### Aprovação:

28/06/2019

### Editor responsável:

Prof. Dr. Joelson Oliveira  
Sampaio

### Avaliado pelo sistema:

*Double Blind Review*



**Revista Brasileira de Gestão  
de Negócios**

DOI: 10.7819/rbgn.v22i0.4060

---

## I Introdução

Esta pesquisa investiga como as eleições e a rotatividade de executivos afetam as empresas estatais, parte importante da economia brasileira. Nas últimas duas décadas, as discussões sobre a governança e a importância estratégica dessas empresas estão nas manchetes, oscilando entre desejos de privatização e defensores do maior papel das empresas estatais na economia. As preocupações com a governança nas empresas estatais têm sido tema de discussões e debates políticos na sociedade brasileira, pois frequentemente se envolvem em escândalos de corrupção e enfrentam problemas de gestão e governança causados por interferência política.

Mudanças recentes na lei tentam minimizar esses problemas, mas ainda não houve impactos reais. No entanto, primeiros testes podem oferecer evidências de que a interferência política não terminou. Um caso recente de sucessão de CEOs na mais importante empresa estatal brasileira (Petrobras) mostra que a interferência política ainda pode impactar os mercados e ser determinante na rotatividade de executivos nas empresas estatais.

A sucessão de CEOs tem sido um tema-chave para pesquisadores, mas não para empresas estatais, apesar de sua presença ser relevante em várias economias. Afirmamos que as sucessões em empresas estatais estão ligadas a processos políticos e eleitorais, sendo a rotatividade de executivos maior nelas do que em empresas privadas, tornando únicos os seus processos de sucessão e governança.

Em geral, há uma tendência de queda nos mandatos dos CEOs que Charan (2005) chama de crise CEO, mais dramática em empresas sem sucessores prontos para assumir o comando. A menor permanência de CEOs no cargo provoca instabilidade corporativa e incerteza no mercado, o que pode prejudicar a imagem da empresa e afetar todos os envolvidos. É neste contexto que a sucessão importa mais do que nunca.

Uma pesquisa recente (<http://reports.weforum.org/outlook-global-agenda-2015/top-10-trends-of-2015/3-lack-of-leadership>, recuperado em 20 de setembro de 2019)

menciona a falta de liderança como uma tendência global, pois 86% dos entrevistados acham que há uma crise de liderança. O Brasil possui um dos menores índices de confiança em liderança.

Nas democracias, os políticos devem enfrentar eleições periodicamente e, nas empresas, os CEOs devem ser confirmados pelos acionistas e conselhos e estão ameaçados pela possibilidade de serem demitidos. De fato, além do período de eleição ou assembleia geral, há sempre a chance de uma rotatividade não esperada.

Os CEOs das empresas estatais listadas são frequentemente vistos como executivos e políticos, pois são nomeados pelos governos e estão sujeitos a dupla pressão por parte dos governos e dos participantes do mercado.

A práxis política no Brasil, agora revelada pela Operação Lava Jato, tem sido permitir que diferentes partidos políticos que formam uma coalizão designem nomes para posições de destaque nas empresas estatais brasileiras. Muitas vezes, isso leva a escândalos de corrupção. O presidente do Brasil, como chefe do poder executivo, pode nomear 22.500 pessoas para cargos públicos, muito mais do que os 4.000 nos EUA, os 300 no Reino Unido ou os 500 na França ou na Alemanha, segundo Claudio Abramo, da organização não-governamental Transparência Brasil.

As empresas estatais brasileiras estão historicamente entre as empresas mais importantes listadas na bolsa de valores brasileira B3. Este artigo está focado nos processos de sucessão nas empresas estatais brasileiras listadas na B3 e em parte do índice de referência do IBOVESPA: Banco do Brasil (BB), Eletrobras e Petrobras.

Analisaremos por meio de um estudo longitudinal que abrange mais de duas décadas o impacto das eleições e sucessões no valor de mercado dessas empresas. Durante esse período, pelo menos uma vez, todas as três empresas tiveram perdas atribuídas à má gestão e uso político para promover políticas insustentáveis favorecidas por diferentes governos.

Assim, analisar o desempenho da empresa estatal associado à nomeação do CEO é relevante para entender como as percepções da influência política conduzem as reações do mercado.

Brogaard e Detzel (2015) mostraram como a incerteza relacionada às políticas econômicas do governo afeta os processos de tomada de decisão de investidores e empresas em geral, sendo um importante fator de risco. Os períodos de eleição são propensos ao aumento da incerteza e os resultados das eleições polarizadas podem ter impactos dramáticos nos mercados. Białkowski, Gottschalk e Wisniewski (2006) destacaram que os processos eleitorais em 27 países da OCDE promovem a volatilidade do mercado.

Além da volatilidade do mercado e da incerteza relacionada às políticas econômicas do governo, as eleições afetam as empresas estatais diretamente, pois as mudanças na alta gestão dependem do processo político, potencialmente afetando sua estratégia.

Vários conflitos de interesse podem surgir nas empresas estatais, vistas como organizações híbridas (Bruton, Peng, Ahlstrom, Stan & Xu, 2014), pois desempenham papéis adicionais dados pelo governo, enquanto os acionistas reclamam que a gerência não busca a maximização do valor. Carvalho (2014) mostra como os governos podem moldar políticas públicas e usar as empresas estatais para implementá-las, favorecendo aliados políticos nas eleições.

A relação de sucessão e desempenho nas empresas estatais apresenta desafios adicionais, uma vez que o ciclo de vida de seus principais executivos está sujeito ao ciclo político, com mudanças no equilíbrio de poder no governo que afetam a alta gestão dessas empresas. Assim, a relevância da sucessão nas empresas estatais é fundamental, mas não totalmente compreendida.

A rotatividade da gerência e a sucessão do CEO nas empresas estatais são diferentes das dos pares privados e estão ligadas ao processo político. Para reunir evidências desse fenômeno, investigamos mudanças anuais de gestão em documentos oficiais arquivados na Comissão de Valores Mobiliários (CVM), com especial atenção às mudanças após os anos eleitorais.

Analisando essas mudanças na alta gestão divulgadas oficialmente, descobrimos que a rotatividade de CEOs em empresas estatais é maior que em empresas privadas e pode estar ligada ao ciclo político, o que torna relevante

analisar os impactos das eleições e da rotatividade de CEOs no desempenho do mercado.

Após os recentes escândalos de corrupção envolvendo empresas estatais como Eletrobras e Petrobras e vários grupos privados no Brasil, vinculados à corrupção de executivos nomeados politicamente, o Congresso aprovou a Lei 13.303/2016, fortalecendo os requisitos de governança, melhorando os aspectos de transparência, divulgação, gerenciamento de riscos e conformidade nas empresas estatais, com atenção especial aos processos de nomeação de executivos e membros do conselho. A lei é bastante recente, mas já está sendo questionada por congressistas que desejam atenuar suas exigências.

Estudos de eventos sobre eventos políticos (eleições presidenciais e processos de impeachment) e sucessões de CEOs em empresas estatais mostram que, em vários casos, o desempenho do mercado das empresas estatais foi afetado e há evidências de retornos anormais (RA) no dia do evento ou retornos anormais cumulativos (RAC) em torno do dia do evento.

Até onde sabemos, este é o primeiro estudo a combinar a análise das mudanças da alta gestão nos documentos arquivados pelas empresas da CVM com os resultados quantitativos dos estudos de eventos de horizonte curto, que fornecem uma visão única dos fenômenos que devem ser mais estudados: impactos da sucessão dos CEOs e processo político sobre preços de mercado.

A estrutura deste artigo segue a seguinte sequência: a seção 2 traz uma revisão da literatura sobre sucessão; na seção 3, introduzimos dados e metodologia; a seção 4 discute os resultados; e a seção 5 conclui.

## 2 Análise da literatura

Pesquisas sobre sucessão de CEOs atraíram muitos estudiosos, analisando eventos de sucessão por diferentes lentes: recursos humanos, planejamento, estratégia, liderança e finanças. Antecedentes e consequências da sucessão, incluindo características da empresa e do CEO, foram revisados em Giambatista, Rowe e Riaz (2005).

A pesquisa também procura identificar os principais ingredientes para o sucesso na sucessão

e o papel dos executivos nas principais empresas e no desempenho da empresa. Uma variável-chave é a origem do CEO recém-nomeado, já que *insiders* (internos) e *outsiders* (externos) podem enfrentar dificuldades diferentes e trazer contribuições diversas para a empresa.

A relação de origem do CEO com o desempenho da empresa é uma das mais importantes correntes de pesquisa. Zhang e Rajagopalan (2010) analisam os processos de sucessão interessados em como o desempenho da empresa e as mudanças estratégicas variam de acordo com a origem do CEO. Jalal e Prezas (2012) examinam a sucessão de CEOs externos e sua relação com o desempenho da empresa, descobrindo que a sucessão interna fornece melhores resultados imediatos, mas os estrangeiros exibem melhor desempenho das ações nos anos posteriores. Ferris, Jayaraman e Jongha (2015) resumem sessenta anos de pesquisa sobre a origem das decisões sucessoras e de alocação de capital sobre dividendos, fusões e aquisições e investimentos.

A indústria é outra variável importante no estudo dos processos de sucessão de CEOs. Os aspectos industriais da sucessão foram analisados por Datta e Rajagopalan (1998). Frequentemente, a definição de *insider* incorporou, além do conhecimento específico da empresa, o conhecimento específico do setor.

Berns e Klarner (2017) publicaram uma revisão abrangente da literatura sobre sucessão de CEOs, tentando entender a sucessão em empresas como processos complexos, em vez de eventos isolados quando as empresas têm planejamento de sucessão.

A rotatividade do CEO pode ocorrer por diferentes razões. A rotatividade pode ser voluntária ou forçada, planejada ou inesperada, com diferentes consequências para as empresas. Como cada processo se desenrola pode depender de problemas específicos de agência entre executivos e acionistas, de acordo com a teoria da empresa de Jensen e Meckling (1976), tornando importante entender como os acionistas monitoram e controlam a empresa.

Guo e Masulis (2015) fornecem evidências de como as diferenças na estrutura do conselho

e no monitoramento afetam a rotatividade dos CEOs. Maior independência do conselho leva a um monitoramento mais rigoroso do CEO.

A relação entre sucessão de CEOs e desempenho da empresa foi estudada por muitos estudiosos. Jenter e Kanaan (2015) mostraram que os CEOs podem ser demitidos por fatores fora de seu controle e Huson, Malatesta e Parrino (2004) analisaram o impacto das sucessões no desempenho da empresa, constatando que geralmente o desempenho diminui antes das sucessões para melhorar posteriormente, ambos através de medidas contábeis e desempenho de mercado.

Sucessões de CEOs geralmente estão relacionadas a um desempenho ou crise ruins. Gangloff, Connely e Shook (2014) estudaram as reações dos investidores à sucessão executiva em empresas que enfrentam problemas de deturpação financeira, mostrando que sinalizar mudanças ou bodes expiatórios são estratégias bem-sucedidas para superá-las.

Connelly, Ketchen, Gangloff e Shook (2016) analisam as reações do mercado a novos CEOs quando as empresas apresentam falhas de integridade ou competência, descobrindo que uma estratégia comum é comunicar que o problema desaparece depois que o ex-CEO sai para restaurar a confiança dos investidores e que esse tipo de sucessor escolhido pela empresa é um aspecto crítico da comunicação bem-sucedida.

Shen e Cannella (2003) mostram que a sucessão é uma preocupação comum dos investidores, com o planejamento da sucessão fazendo parte da discussão estratégica nas empresas. Os investidores reagem favoravelmente quando o herdeiro aparente é indicado como o novo CEO em empresas de bom desempenho.

A maioria das pesquisas sobre sucessão é dedicada a mercados desenvolvidos e a empresas de capital aberto. O conflito típico de agência estudado é entre acionistas e executivos, embora em empresas com acionistas relevantes e com grande influência na administração, conflitos entre acionistas controladores e minoritários são comuns.

Esse último tipo de conflito prevalece em mercados emergentes, onde geralmente as

empresas não são amplamente mantidas, mas têm fortes grupos de controle. É exatamente o caso das empresas estatais nas economias emergentes e em transição, nas quais o governo nomeia a gestão das empresas estatais e geralmente privilegia a execução de políticas públicas, em vez de eficiência ou desempenho financeiro.

Crossland e Hambrick (2011) analisaram as diferenças em instituições nacionais em 15 países da OCDE, mostrando que a discricionariedade gerencial varia entre países e instituições, o que pode limitar o papel dos CEOs na promoção de mudanças. Segundo Crossland e Chen (2009), a responsabilidade executiva varia entre países, implicando em diferentes relações entre desempenho e destituição do CEO.

Outra questão não estudada é o papel das empresas estatais em diferentes economias. Christiansen (2011) aponta que existem 48 empresas estatais listadas nos países da OCDE, com valor de mercado superior a US\$ 500 bilhões. As diretrizes da OCDE sobre Governança Corporativa de Empresas Estatais, atualizadas pela última vez em 2015, ajuda a entender os desafios das empresas estatais, que variam em diferentes países.

Nas economias emergentes e em transição, as empresas estatais têm maior presença e importância. Andres, Guasch e Azumendi (2011) analisam as características de governança nas empresas estatais de energia e água na América Latina, descobrindo que boa governança e regulamentação são fundamentais para mitigar a expropriação de minorias pelos acionistas controladores.

Conflitos de interesse em empresas estatais em economias emergentes são um caso especial dos conflitos de governança e agência que afetam as empresas em geral em mercados fora da OCDE, pois o valor de controle geralmente é muito superior ao valor de mercado. Poucos estudos dedicados cobrem a sucessão nesses diferentes ambientes de mercado.

Lazzarini e Musacchio (2015) tentam avaliar o “efeito CEO” nas empresas estatais brasileiras, analisando um conjunto de dados de empresas estatais das décadas de 1970 a 1990. Eles chegam à conclusão de que um aumento de 2% no

retorno dos ativos pode ser atribuído a um CEO específico, seguindo os CEOs que assumiram essa posição em mais de uma empresa estatal. Eles apontam que a rotatividade nas empresas estatais é muito maior do que nas empresas privadas e que efeitos espúrios podem afetar suas análises. Hoje em dia é difícil comparar com as empresas estatais, depois da onda de privatizações nos anos 1990.

A sucessão em empresas estatais atraiu alguns estudos: Chang e Wong (2009) cobriram a rotatividade de executivos na China e sua relação com os múltiplos objetivos de governança nas empresas estatais, destacando que existem escassas pesquisas sobre monitoramento de gerentes, mas há uma relação direta entre rotatividade gerencial, desempenho financeiro firme e esses múltiplos objetivos.

Yu e Lee (2016) analisaram o desempenho das empresas estatais na Coreia em relação à crise financeira, vinculando o desempenho à conexão política dos CEOs, mostrando que informações biográficas e relações políticas são fatores importantes para os CEOs das empresas estatais.

Helmich e Gilroy (2012) lançam luz sobre como a sucessão acontece em empresas estatais da China, em um ambiente gradual de transição econômica, em que a sucessão de CEOs é influenciada pela disponibilidade de candidatos externos.

Silveira e Dias (2010) analisaram o impacto de más práticas de governança em 24 casos de conflitos entre grupos de acionistas reportados na mídia especializada em um ambiente de propriedade concentrado como o típico no Brasil, encontrando fortes evidências da presença de custos de agência refletindo em maior risco e menor valor das ações. Embora apenas dois dos 24 casos investigados estejam relacionados a empresas estatais, onde o governo é o acionista controlador, os conflitos relatados destacam como os interesses divergem entre os acionistas controladores e minoritários, por razões econômicas ou políticas, tanto nas empresas estatais quanto nas empresas privadas.

Black, Carvalho e Gorga (2012) comparam as práticas de governança no Brasil e em outros mercados emergentes, como Rússia, Índia e

Coréia. Eles ressaltam que as empresas estatais podem precisar de diferentes requisitos de governança para alcançar uma governança ideal.

Black, Carvalho e Gorga (2010) concluem que a independência do conselho e a divulgação financeira são tópicos em que as empresas brasileiras ficam abaixo dos pares internacionais em 2005, observando melhorias recentes, especialmente em novas listagens com padrões mais altos de governança.

Leal, Carvalhal e Iervolino (2015) pesquisam a evolução das práticas de governança corporativa no Brasil na última década, com sinais positivos gerais. Não obstante, os acordos de acionistas ainda são bastante comuns, alavancando os grupos de controle e diminuindo o poder efetivo de conselheiros externos e acionistas minoritários.

Fernandes e Novaes (2016) analisam os impactos do governo como um grande acionista, medindo os prêmios de votação das ações de classe dupla negociadas na B3 entre 2008 e 2012, período em que o intervencionismo do governo na economia era alto. Eles concluem que esse ativismo diminui o valor dos votos das minorias nas decisões de negócios.

Com base nesta revisão, introduzimos duas hipóteses para investigar a relação entre sucessão de CEOs em empresas estatais e eventos políticos, por meio de aspectos qualitativos e quantitativos:

- 1) H0 - A rotatividade de CEOs nas empresas estatais é maior do que em seus pares privados e é influenciada por processos políticos.
- 2) H0 - A rotatividade de CEOs em empresas estatais pode gerar retornos anormais.

### 3 Dados e metodologia

Após a onda de privatizações no Brasil, encerrada em 2002, três empresas estatais brasileiras permaneceram listadas e com liquidez relevante em B3. BB, Eletrobras e Petrobras são as únicas ações nacionais de empresas estatais no índice Ibovespa, representando três setores diferentes e muito importantes da economia brasileira: petróleo e gás, energia elétrica e

finanças. A Eletrobras e a Petrobras são sociedades por ações de classe dupla e analisamos as duas classes, reportando apenas os estoques mais líquidos.

Embora o número de empresas estatais estudadas seja uma limitação, esses casos podem fornecer bons proxies para processos de sucessão em outras empresas estatais. Para tentar superar essas limitações, investigamos como os processos de sucessão afetam diferentes empresas estatais, comparando-as com empresas que estão nos mesmos setores, quando possível. Embora não existam empresas gêmeas, elas competem nos mesmos mercados e apresentam características semelhantes. Também compararemos se as eleições afetam esses proxies da mesma maneira que as empresas estatais.

A análise das mudanças de gestão após as eleições e as comparações com empresas privadas também ajudam a entender a singularidade das situações que as empresas estatais enfrentam. Para acessar as alterações em cada empresa estatal em todas as transições governamentais, os membros do conselho de administração ou da diretoria executiva no último ano de um mandato são comparados com os nomes no primeiro ano do próximo mandato, de acordo com informações oficiais arquivadas na CVM, o equivalente brasileiro da Securities and Exchange Commission dos EUA.

Desde a estabilização da economia brasileira em 1994, houve seis eleições gerais para a Presidência. Os titulares dos primeiros tenores podem concorrer à reeleição e todos os presidentes eleitos conseguiram a reeleição para outro mandato, de Fernando Henrique (FHC) a Dilma Rousseff. Dilma sofreu impeachment em 2016 e foi sucedida pelo vice-presidente Temer, totalizando sete processos políticos de interesse.

De acordo com a Tabela 1, a posse de CEOs de empresas estatais no Brasil depende de processos políticos e é afetada por eleições gerais. Para algumas das empresas estatais estudadas, o mandato do CEO pode ser comparado aos seus concorrentes privados diretos:

- Os principais concorrentes do BB enfrentaram sucessões de CEOs de acordo com o planejamento de sucessão.

O Itaú mudou de CEO apenas uma vez e o Bradesco mudou de CEO duas vezes no período analisado, enquanto o BB teve 10 CEOs no mesmo período.

- A Eletrobras possui bons representantes na Engie Brasil e na CPFL Energia. Desde então, a Engie e a CPFL Energia possuíam 2 CEOs cada, enquanto a Eletrobras possuía 10 CEOs. Na verdade, Engie foi uma spin-off de sucesso da Eletrobras privatizada em 1997 e o atual CEO da Eletrobras passou 18 anos como CEO da CPFL Energia.

- Para a Petrobras, a representante mais próxima é a Ultrapar, também em petroquímica e distribuição de combustíveis. A Ultrapar tinha 3 CEOs desde 1981, enquanto a Petrobras tinha dez CEOs desde 1994, um período muito mais curto.

A partir desses exemplos, podemos inferir que o mandato do CEO das empresas estatais brasileiras é menor do que de seus concorrentes nacionais e que das médias internacionais e setoriais consultadas. A Tabela 1 traz informações resumidas sobre muitos CEOs que cada presidente nomeou para empresas estatais.

Tabela 1  
**Presidentes no Brasil e número de CEOs de empresas estatais**

Data	Rodada Eleitoral	Presidente	Período	Banco do Brasil	Eletrobras	Petrobras
03-out-94	1	Fernando Henrique	1995-1998	1	3	1
04-out-98	1	Fernando Henrique	1998-2002	3	3 <sup>a</sup>	3
27-out-02	2	Lula	2002-2006	3 <sup>a</sup>	3	2 <sup>a</sup>
29-out-06	2	Lula	2006-2010	2 <sup>a</sup>	3 <sup>a</sup>	1
31-out-10	2	Dilma	2010-2014	1	2 <sup>a</sup>	1
26-out-14	2	Dilma	2014-2016 *	2	1 <sup>a</sup>	1
12-mai-16	Impeachment	Temer	2016-	1	1	2
<b>Total de CEOs</b>				11	12	10

<sup>a</sup> CEOs que passaram de um mandato para o outro. Total de CEOs elimina duplicações.

Em média, os CEOs de empresas estatais são alterados a cada 2 anos, cerca de 20% do mandato médio dos CEOs da SP&500 em 2014 (9,9 anos), de acordo com a edição 2015 da CEO Succession Practices.

O poder gerencial dos CEOs nas empresas estatais é menor do que nas empresas privadas. Há um poder limitado para o CEO contratar ou demitir sua equipe, pois o conselho executivo também é indicado pelo presidente do Brasil. O conselho tem o papel de nomear e demitir executivos, mas é indicado principalmente pelo Governo Federal, com baixa independência.

Em todas as eleições e transições, houve impactos importantes nas empresas estatais,

com várias mudanças na alta administração e na orientação estratégica.

Mapeamos todos os processos de sucessão de CEOs nas empresas estatais alvo desde a eleição presidencial de 1994. Coletamos e analisamos todas as mudanças na alta administração por meio de documentos arquivados na CVM, com atenção especial às mudanças após as eleições.

Informações oficiais, como composição do conselho, incluindo biografias curtas para os principais executivos, foram recuperadas na CVM e no site de cada empresa. Biografias executivas foram usadas para classificá-las como iniciadas (com conhecimento do setor) ou forasteiros (sem conhecimento do setor).

A Tabela 2 lista os CEOs do BB, Petrobras e Eletrobras nomeados por cada governo, classificando-os como *insiders* ou *outsiders*, de acordo com dados públicos de arquivo disponíveis na CVM, contendo a breve biografia do CEO. 16 das 32 mudanças de CEOs nas empresas estatais listadas ocorreram entre a data da eleição/impeachment e os três meses iniciais da posse do novo governo.

Esse alto nível de rotatividade torna interessante investigar as reações do mercado às eleições e a sucessão de CEOs em empresas estatais. Ao analisar os impactos da sucessão no

Governo Federal e no gerenciamento de empresas estatais desde 1994, podemos fornecer insights sobre governança que não foram analisados sistematicamente antes.

As cotações das ações listadas na B3 e com presença no índice de referência Ibovespa de 1994 a 30 de junho de 2018 foram obtidas no banco de dados Economatica.

As próximas três subseções fornecerão informações descritivas sobre as empresas estatais estudadas e a última subseção detalha a metodologia usada neste estudo.

Tabela 2

## CEOs de empresas estatais

CEO	<i>Insider</i>	Data de início	Data final	Governo
<b>Painel A: Banco do Brasil</b>				
<i>Paulo Cesar Ximenes</i>	<i>Sim</i>	<i>fev. 16 - 1995</i>	<i>jan. 06 - 1999</i>	<i>Fernando Henrique</i>
<i>Andrea Calabi</i>	<i>Não</i>	<i>jan. 06 - 1999</i>	<i>jul. 29 - 1999</i>	<i>Fernando Henrique</i>
Paolo Zaghen	Não	jul. 29 - 1999	mar. 28 - 2001	Fernando Henrique
Eduardo Guimarães	Não	mar. 28 - 2001	jan. 29 - 2003	Fernando Henrique
<i>Cassio Casseb</i>	<i>Não</i>	<i>jan. 29 - 2003</i>	<i>nov. 17 - 2004</i>	<i>Lula</i>
Rossano Pinto	Sim	nov. 17 - 2004	dez. 11 - 2006	Lula
<i>Antonio Lima Neto</i>	<i>Sim</i>	<i>dez. 11 - 2006</i>	<i>abr. 08 - 2009</i>	<i>Lula</i>
Aldemir Bendine	Sim	abr. 08 - 2009	fev. 06 - 2015	Lula
<i>Alexandre Abreu</i>	<i>Sim</i>	<i>fev. 06 - 2015</i>	<i>mai. 31 - 2016</i>	<i>Dilma</i>
<i>Paulo Caffarelli</i>	<i>Sim</i>	<i>mai. 31 - 2016</i>	-	<i>Temer</i>
<b>Panel B: Eletrobras</b>				
<i>Mario Fernando Melo Santos</i>	<i>Sim</i>	<i>Jan. 02 - 1995</i>	<i>Mai. 04 - 1995</i>	<i>Fernando Henrique</i>
Antônio Imbassahy	Não	Mai. 04 - 1995	Mai. 29 - 1996	Fernando Henrique
Firmino Ferreira Sampaio <sup>b</sup>	Não	Mai. 29 - 1996	Abr. 09 - 2001	Fernando Henrique
Cláudio Ávila da Silva	Não	Abr. 09 - 2001	Abr. 01 - 2002	Fernando Henrique
Altino Ventura Filho	Sim	Abr. 01 - 2002	Jan. 14 - 2003	Fernando Henrique
<i>Luiz Pinguelli Rosa</i>	<i>Não</i>	<i>Jan. 14 - 2003</i>	<i>Mai. 12 - 2004</i>	<i>Lula</i>
Silas Rondeau	Não	Mai. 12 - 2004	Jul. 11 - 2005	Lula
Aloísio Vasconcelos Novais	Não	Jul. 11 - 2005	Jan. 02 - 2007	Lula
<i>Valter Luiz Cardeal</i>	<i>Sim</i>	<i>Jan. 02 - 2007</i>	<i>Mar. 10 - 2008</i>	<i>Lula</i>
José Antonio Muniz Lopes <sup>b</sup>	Sim	Mar. 10 - 2008	Fev. 28 - 2011	Lula
<i>José da Costa Carvalho<sup>b</sup></i>	<i>Sim</i>	<i>Fev. 28 - 2011</i>	<i>Jul. 01 - 2016</i>	<i>Dilma</i>
<i>Wilson Ferreira Júnior</i>	<i>Não</i>	<i>Jun. 01 - 2016</i>	-	<i>Temer</i>



CEO	<i>Insider</i>	Data de início	Data final	Governo
<b>Panel C: Petrobras</b>				
<i>Joel Mendes Rennó<sup>b</sup></i>	<i>Sim</i>	<i>Jan. 01 - 1995</i>	<i>Mar. 08 - 1999</i>	<i>Fernando Henrique</i>
<i>José Coutinho Barbosa</i>	<i>Sim</i>	<i>Mar. 08 - 1999</i>	<i>Mar. 24 - 1999</i>	<i>Fernando Henrique</i>
Henri Philippe Reichstul	Não	Mar. 24 - 1999	Jan. 02 - 2002	Fernando Henrique
Francisco Gros	Não	Jan. 02 - 2002	Jan. 02 - 2003	Fernando Henrique
<i>José Eduardo Dutra</i>	<i>Sim</i>	<i>Jan. 02 - 2003</i>	<i>Jul. 22 - 2005</i>	<i>Lula</i>
Sergio Gabrielli <sup>b</sup>	Sim	Jul. 22 - 2005	Fev. 13 - 2012	Lula
Maria das Graças Foster	Sim	Fev. 13 - 2012	Fev. 06 - 2015	Dilma
<i>Aldemir Bendine</i>	<i>Não</i>	<i>Fev. 06 - 2015</i>	<i>Mai 30 - 2016</i>	<i>Dilma</i>
<i>Pedro Parente</i>	<i>Não</i>	<i>Mai. 30 - 2016</i>	<i>Jun. 01 - 2018</i>	<i>Temer</i>
Ivan Monteiro	Não	Jun. 01 - 2018		Temer

<sup>b</sup> CEOs com mandatos renovados de um governo para o outro  
*Alterações do CEO após as eleições em itálico/sublinhado.*

### 3.1 Banco do Brasil

O BB é o banco estatal líder no Brasil há mais de 200 anos. O BB é um banco comercial com mais de 5 mil agências de varejo no Brasil e operações internacionais em mais de 40 países.

O BB é controlado pelo Tesouro Nacional, com 54% das ações com direito a voto e seu valor de mercado era próximo a US\$ 20 bilhões em junho de 2018. Em 1996, o BB recebeu uma injeção de capital próxima a US\$ 6 bilhões do Tesouro Nacional para fortalecer sua balancear e lidar com grandes perdas com empréstimos podres para o setor de agronegócio, um setor essencial para o Brasil. O BB tem o papel de implementar políticas públicas em nome do governo para o setor e acesso a recursos financeiros mais baratos para isso.

O BB tinha 4 CEOs diferentes sob FHC (1 *insider*), 4 sob Lula (1 *outsider*) e 2 internos sob Roussef, aproximadamente um CEO a cada 18 meses desde 1994, conforme a Tabela 2 - Painel. Todos os CEOs eram funcionários de carreira (*insiders*) ou economistas com formação financeira (*outsiders*).

Em 2006, o BB ingressou no Novo Mercado da B3, listando as melhores práticas de governança, após unificar as classes de ações, sendo a única empresa estatal nacional listada nela.

### 3.2 Eletrobras

A Eletrobras é uma holding do setor elétrico responsável por 37% da geração de energia e por 57% da transmissão de energia no Brasil. A Eletrobras possui valor de mercado próximo a US\$ 5 bilhões em junho de 2018 e é controlada pelo Tesouro Nacional, com 54% das ações com direito a voto (as mais líquidas).

A Eletrobras controla grandes subsidiárias de geração e transmissão e algumas pequenas empresas de serviços públicos nos estados mais pobres do Brasil que estão sendo preparadas para a privatização. A Eletrobras também possui muitos investimentos minoritários ou co-controlados, em parcerias com empresas privadas.

O setor de energia é regulamentado e a maioria das empresas do setor são ou foram empresas estatais. A maioria dos CEOs têm formação em engenharia e carreira no setor, muitos com conexões políticas.

Na Tabela 2 - Painel B, classificamos como CEOs apenas de insiders com experiência anterior no conglomerado Eletrobras, enquanto os de fora em geral tiveram experiência no nível estadual e não federal no setor. Vários CEOs tiveram experiências anteriores em subsidiárias da Eletrobras ou em empresas estatais.

A Eletrobras possuía 5 CEOs diferentes sob o presidente FHC, 5 sob Lula e 1 sob Dilma Rousseff, que tinham anos de experiência anterior no setor como secretária de energia do estado do Rio Grande do Sul e ministra da Energia e presidente da Eletrobras sob a presidência de Lula. A Eletrobras tinha aproximadamente um CEO a cada 18 meses desde 1994.

Devido a problemas de governança, a Eletrobras firmou uma ação coletiva nos EUA, já que alguns de seus investimentos foram investigados pela Operação Lava Jato. Os investidores estavam questionando os padrões contábeis de vários investimentos de 2009 a 2014. Os auditores externos também relutaram em aprovar suas demonstrações financeiras.

### 3.3 Petrobras

A Petrobras é a empresa nacional de petróleo gigante, com valor de mercado superior a US\$ 65 bilhões em junho de 2018, sendo a quinta maior companhia de petróleo listada no mundo e historicamente a empresa mais importante do Brasil. A Petrobras conseguiu captar US\$ 70 bilhões em 2010, a maior oferta pública da história até agora, em um contexto de altos preços do petróleo e perspectivas de alta para a empresa e para o Brasil. O Tesouro Nacional do Brasil controla a Petrobras com 50,26% do capital votante. A Petrobras é uma empresa de ações de classe dupla e as ações preferenciais são as mais líquidas.

Como líder de mercado, com grande experiência técnica na identificação e extração de petróleo em campos ultraprofundos, a Petrobras foi prejudicada por seu enorme endividamento devido a um forte programa de investimentos, agora conhecido por estar vinculado ao escândalo de corrupção investigado pela “Lava Jato”.

Os auditores externos relutaram em aprovar suas demonstrações financeiras desde o surgimento do escândalo, no terceiro trimestre de 2014. O balanço da Petrobras foi impactado pelo escândalo de corrupção, com perdas de quase US\$ 17 bilhões em reduções e desvalorizações sendo reconhecidas. A Petrobras está firmando ações de classe com investidores internacionalmente

em um valor próximo a US\$ 3 bilhões. Vários ex-executivos da Petrobras já estão presos.

A Petrobras cresceu muito, investindo nas descobertas do pré-sal e nas refinarias. Grandes perdas em projetos mal projetados com excedentes de custos, agora conhecidas por serem diretamente afetadas pelo escândalo de corrupção, e o populismo na fixação de seus preços aumentaram seu endividamento, o mais alto do mundo.

Estando no centro do escândalo de corrupção e enfrentando alta alavancagem e incerteza, os preços das ações da Petrobras ficaram deprimidos até o novo governo em 2016 começar a recuperar a confiança do mercado.

A Tabela 2 - Painel C mostra que, durante os dois mandatos do presidente FHC, a Petrobras tinha 4 CEOs diferentes, enquanto nos dois mandatos de Lula a Petrobras tinha 2 CEOs e a presidente Dilma (anteriormente ministra da Energia e presidente da Petrobras no governo Lula) nomeada 3 CEOs diferentes em 5 anos e meio. O presidente Temer nomeou dois CEOs em 30 meses, enquanto Ivan Monteiro, então CFO, assumiu o cargo de sucessor de Pedro Parente, que renunciou por alegações de interferência política na política de preços da Petrobras.

Evidências recentes mostram que o processo de recuperação da Petrobras ainda é afetado por interferências políticas quando políticas independentes de preços conflitam com os objetivos políticos do governo.

O processo de sucessão de 2018 na Petrobras foi o único implementado pela lei no 13.303/2016. Analisando seus resultados e discussões sobre as políticas da Petrobras desde então, fica claro que essa lei não poderia proteger completamente as empresas estatais da interferência política e do uso político de seus controladores.

Em média, a Petrobras mudou de CEO a cada dois anos. A posse média dos CEOs da Petrobras desde 1994 está bem abaixo da média da indústria, que é de 4,6 anos, de acordo com uma pesquisa global do Oil & Gas Financial Journal.

O histórico do CEO da Petrobras é misto, com alguns provenientes do setor financeiro (externos) e outros de dentro da empresa (internos).

### 3.4 Metodologia de estudo de eventos

Por meio de estudos de eventos de horizonte curto, o impacto das eleições e processos de sucessão de CEOs nas empresas estatais selecionadas foi analisado longitudinalmente desde a eleição de 1994.

Os estudos de eventos são uma força de trabalho de finanças empíricas devido à sua simplicidade, apesar de suas limitações conhecidas, de acordo com Kothari e Warner (2007). Os estudos de eventos são aqui implementados como um modelo de um fator (usando o Modelo de Mercado) e optamos por usar um modelo Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) simples, não ajustado para heterocedasticidade, pois naturalmente há mais volatilidade nos mercados antes dos períodos eleitorais, portanto, mais variação. Os processos de sucessão também são propensos a mais volatilidade, mas essas características geralmente não contaminam os estudos de eventos de horizonte curto, especialmente em dias de eventos e janelas curtas ao seu redor.

Vários estudos de sucessão usaram estudos de eventos para identificar RA e mudanças na percepção do mercado. Uma estrutura padrão para estudos de eventos é usada, medindo os RAs no dia do evento e os RACs em diferentes janelas no dia do evento. O Ibovespa é considerado como retorno do mercado e os parâmetros específicos de cada ação foram obtidos por meio de regressões em períodos anteriores padrão. O RA é calculado pela diferença entre o retorno real das ações e o retorno esperado das ações, de acordo com o Modelo de Mercado, nas janelas de interesse.

Em todos os estudos de eventos, calculados usando o Event Study Metrics Software, foi utilizada uma janela de estimativa de 120 dias úteis, terminando 15 dias antes do evento (data da eleição ou data da sucessão). Para estimar retornos e calcular retornos anormais, utilizamos o Modelo de Mercado com parâmetros calculados por meio de regressões utilizando o Ibovespa como retorno de mercado, conforme a equação:

$$\text{ExpRet}_t = \text{Alfa} + \text{Beta} * \text{Ibovespa}_t + \text{Error}_t \quad [1]$$

Os parâmetros do Modelo de Mercado são estimados usando uma regressão dos MQOs. A partir da equação (1), estimamos a diferença entre retornos realizados e esperados e a geração de retornos anormais, no dia do evento e em janelas curtas ao redor do dia do evento.

Também foram realizados estudos de eventos transversais comparando como os eventos afetaram várias empresas em uma determinada data ou afetaram um conjunto de empresas ao longo do tempo. Os ajustes de correlação cruzada de Kolari/Pynnonen foram usados para evitar preocupações de dependência transversal por meio da rejeição excessiva das hipóteses nulas sem efeito médio.

Essa estrutura foi usada para estudar dois tipos de eventos e seus impactos nas empresas estatais: datas das eleições presidenciais e datas de sucessão do CEO.

Estudos de eventos relacionados a cada eleição foram realizados para cada empresa estatal nos principais eventos políticos.

Após analisar o impacto dos processos políticos, passamos a processos de sucessão de CEOs individuais em empresas estatais, cobrindo 32 sucessões em empresas estatais usando a mesma metodologia de estudo de evento. Os CEOs são classificados como *insiders* ou *outsiders* de acordo com suas biografias, segundo a literatura.

## 4 Resultados

O número de processos de sucessão nas empresas estatais na Tabela 1 é muito superior à média, valendo a pena investigar quais características específicas as diferenciam. A Tabela 2 ilustra com que frequência os eventos políticos estão relacionados à sucessão de CEOs em empresas estatais. Na Tabela 3, que apresenta o resumo das mudanças na equipe de alta gestão (EAG) das empresas estatais após os anos eleitorais, fica claro que as mudanças de poder causam maior rotatividade na administração do que reeleições ou governos de continuidade.

Tabela 3

**Mudanças na equipe de alta gestão arquivadas na CVM após anos eleitorais**

Eleição – Eleição + 1 ano	% mudança de EAG no Banco do Brasil	% mudança de EAG na Eletrobras	% mudança de EAG na Petrobras
1998-1999 (FHC1- FHC2)	57,14%	22,22%	7,14%
<b>2002 -2003 (FHC-Lula)*</b>	<b>86,67%</b>	<b>71,43%</b>	<b>80,00%</b>
2006-2007 (Lula1-Lula2)	37,50%	38,46%	11,76%
2010-2011 (Lula-Dilma)	18,75%	50,00%	47,05%
2014-2015(Dilma1-Dilma2)	29,41%	42,86%	88,23%
<b>2015-2016 (Dilma-Temer)*</b>	<b>88,23%</b>	<b>81,25%</b>	<b>31,25%</b>

\*Mudanças de poder entre partidos políticos, destacadas em negrito, mostrando maior rotatividade na EAG do que reeleições ou eleições que representam continuidade. Nesses casos, os efeitos em cascata e as mudanças na estratégia tendem a ser muito maiores do que em um cenário de continuidade.

As Tabelas 2 e 3 trazem evidências da influência dos processos políticos na rotatividade de CEOs e nas mudanças da alta gerência nas empresas estatais, conforme postulado em nossas primeiras hipóteses.

Toda transição no poder tem efeitos múltiplos e multiníveis nas empresas, com mudanças nas prioridades e na alta gerência em cascata na média gerência. A estrutura organizacional é frequentemente impactada e aspectos simbólicos do marketing e da imagem pública das empresas podem mudar.

Eleições e sucessões de CEOs por razões políticas, afetando a administração, podem afetar o desempenho de maneira diferente dos concorrentes nos setores em que operam. Embora o planejamento de sucessão seja importante, nas

empresas estatais brasileiras, nenhum planejamento de sucessão é viável no nível superior, devido aos impactos dos processos políticos na alta gerência. Uma evidência clara disso é que a rotatividade de CEOs em empresas estatais ocorre muito mais frequentemente do que em empresas privadas.

Para investigar nossa 2<sup>a</sup> hipótese, sobre geração de retornos anormais indiretamente em eventos políticos e diretamente nas sucessões de CEOs, usamos dois conjuntos de estudos de eventos, nas Tabelas 4 e 5.

Seguindo a literatura, investigamos se eventos políticos poderiam gerar retornos anormais e afetavam mais frequentemente as empresas estatais do que seus representantes. Para cada evento, o RAC foi calculado nas janelas de 1, 5 e 10 dias antes e depois do evento.

Tabela 4  
Impactos de eventos políticos nas empresas estatais

	Banco do Brasil			Eletrobras		Petrobras		Corte transversal de empresas estatais	
	Janela	RAC	t	RAC	t	RAC	t	RAC	t-cross
Eleições 1994	0	2,16%	0,46	-3,81%	-0,83	-5,97%	-1,22	-2,50%	-1,05
	1	0,84%	0,1	-6,93%	-0,87	-9,88%	-1,16	-5,30%	-1,66
	5	-17,28%	-1,11	-17,80%	-1,16	-18,30%	-1,12	-17,79%	-59,86**
	10	-32,05%	-1,48	-25,52%	-1,21	-33,46%	-1,49	-30,35%	-12,41**
Eleições 1998	0	-0,45%	-0,12	-0,81%	-0,26	-0,17%	-0,09	-0,48%	-2,58**
	1	0,18%	0,03	-4,42%	-0,83	-0,33%	-0,1	-1,52%	-1,05
	5	1,53%	0,13	-0,37%	-0,04	9,58%	1,46	3,58%	1,17
	10	-16,23%	-0,97	8,02%	0,57	23,83%	2,62**	5,21%	0,45
Eleições 2002	0	-1,10%	-0,39	3,77%	1,69	0,70%	0,35	1,12%	0,79
	1	1,80%	0,36	11,22%	2,90 **	-2,13%	-0,61	3,63%	0,92
	5	-0,51%	-0,05	17,24%	2,32 *	1,24%	0,19	5,99%	1,06
	10	-0,81%	-0,06	2,29%	0,22	7,76%	0,85	3,08%	1,22
Eleições 2006	0	0,61%	0,26	-2,42%	-1,2	-0,24%	-0,19	-0,68%	-0,75
	1	1,47%	0,36	-1,90%	-0,55	0,44%	0,2	0,00%	0
	5	2,97%	0,38	-6,30%	-0,94	4,22%	1,02	0,30%	0,09
	10	1,94%	0,18	-13,91%	-1,51	5,48%	0,95	-2,16%	-0,36
Eleições 2010	0	0,47%	0,32	2,17%	1,91	1,49%	0,97	1,37%	2,78**
	1	-0,13%	-0,05	1,24%	0,63	1,85%	0,7	0,99%	1,68
	5	-3,13%	-0,65	-1,70%	-0,45	11,35%	2,23*	2,17%	0,47
	10	-2,13%	-0,32	-12,66%	-2,43*	4,56%	0,65	-3,41%	-0,68
Eleições 2014	0	-1,45%	-0,78	-8,12%	-3,69**	-7,17%	-5,27**	-5,58%	-2,68**
	1	0,05%	0,02	-4,46%	-1,17	-9,10%	-3,85**	-4,50%	-1,70
	5	-11,62%	-1,88	-7,55%	-1,04	-17,98%	-3,98**	-12,38%	-4,08**
	10	-13,29%	-1,55	0,15%	0,01	-25,26%	-4,05**	-12,80%	-1,74
Impeachment 2016	0	-4,54%	-1,57	0,81%	0,32	-6,41%	-2,27*	-3,92%	-2,38*
	1	-5,98%	-1,19	3,97%	0,92	-2,46%	-0,5	-1,49%	-0,51
	5	-8,20%	-0,85	-9,56%	-1,16	0,17%	0,02	-5,86%	-1,92
	10	-13,32%	-1	15,18%	1,33	0,91%	0,07	0,92%	0,11
Corte transversal	0	-0,61%	-0,54	-1,43%	-0,97	-2,54%	-1,78	-1,53%	-2,12*
	1	-0,25%	-0,12	-0,18%	-0,08	-3,09%	-1,77	-1,17%	-1,14
	5	-5,17%	1,83	-3,72%	-0,91	-1,39%	-0,3	-3,43%	-1,58
Evento político	10	-10,84%	-2,44 *	-3,78%	0,71	-2,31%	-0,31	-5,64%	-1,68

\* valor  $p < 0,05$ ; \*\* valor  $p < 0,01$

A Tabela 4 resume os impactos de eventos políticos relevantes nas empresas estatais (eições e impeachment de Dilma por meio de um processo de votação no Congresso).

Em todos os principais eventos políticos, exceto nas eições de 2002 e 2006, em estudos transversais, existem RAs/RACs com significância estatística para o conjunto de empresas estatais investigadas, mostrando que as eições podem afetar as empresas estatais no dia do evento.

Considerando o impacto de cada evento político nas empresas estatais:

- A reeleição de FHC em 1998 produziu um RAC positivo para a Petrobras em uma janela de 10 dias (valor  $p < 0,01$ ).
- A eleição de Lula em 2002 resultou em RAC positivo para a Eletrobras nas janelas de 1 e 5 dias (valor  $p < 0,01$  e valor  $p < 0,05$ , respectivamente).
- A eleição de Dilma em 2010 rendeu um RAC negativo para a Eletrobras em uma janela de 5 dias e um RAC positivo para a Petrobras em uma janela de 10 dias (valor  $p < 0,01$ ).
- A reeleição de Dilma em 2014 afetou muito as empresas estatais. A Petrobras apresentou RACs negativos em todas as janelas testadas (valor  $p < 0,01$ ). A Eletrobras apresentou RA negativo na data da eleição (valor  $p < 0,01$ ).
- A Petrobras teve um RA negativo na data do impeachment (valor  $p < 0,05$ ).

Os estudos de eventos individuais sobre eventos políticos para o BB não foram significativos. No entanto, o estudo transversal de todos os eventos políticos do BB mostrou RAC negativo em uma janela de 10 dias (valor  $p < 0,05$ ).

Os estudos transversais para todos os eventos políticos investigados para o conjunto de empresas estatais investigadas apresentaram um RA negativo de -1,53% na data da eleição (valor  $p < 0,05$ ).

Também analisamos alguns testes de robustez que poderiam aprimorar nosso conhecimento sobre o impacto das eições nas empresas estatais, testando os mesmos eventos com

representantes privados/firmas correspondentes quando disponíveis, pois as eições podem afetar empresas privadas, mas não no mesmo nível.

A CPFL e a Engie, por exemplo, têm as mesmas características econômicas fundamentais, mas não foram impactadas nas eições de 2010 e 2014, diferentemente da Eletrobras. A Ultrapar em 2014 apresentou um pequeno RAC positivo em uma janela de 1 dia, mas não foi afetada como a Petrobras pelo resultado da eleição.

Os processos sucessórios nas empresas estatais são frequentemente motivados por processos políticos. 50% das sucessões de CEO analisadas podem ser rastreadas até o último processo político, conforme destacado na Tabela 2. Como geralmente é esperada sucessão após cada eleição, os mercados podem antecipar a rotatividade da alta gerência nas datas das eições, geralmente alguns meses antes de um novo governo tomar posse. Além disso, como os governos podem não apenas nomear novos gerentes, mas também mudar conselhos e estratégias, as eições podem ser mais relevantes do que as próprias sucessões.

Houve resultados mais significativos desde 2010, evidenciando a importância dos processos políticos para os preços de mercado das empresas estatais. Portanto, os investidores devem estar cientes deles.

Como a Eletrobras e a Petrobras são ações de classe dupla, repetimos testes usando os estoques menos líquidos dessas empresas (ELET6 e PETR3) como testes de robustez, com os mesmos resultados gerais.

Depois de analisar as eições, passamos a cada sucessão de CEOs na Tabela 5, organizada em painéis para cada empresa estatal, procurando RAs e RACs para janelas de 1, 5 e 10 dias em torno das datas de sucessão.

A maioria dos resultados significativos ocorreu nos últimos anos, sinalizando que os investidores devem prestar mais atenção a esses processos a partir de agora. Os investidores reagem de acordo com suas convicções sobre as perspectivas da empresa sob nova liderança e isso também deve ser considerado pelos governos que nomeiam novos CEOs para as empresas estatais.

Tabela 5

## Sucessão de CEOs em empresas estatais

Sucessão de CEOs em empresa estatal	AR	<i>t</i>	RAC em janela		RAC em janela		RAC em janela	
			(-1,1)	<i>t</i>	(-5, 5)	<i>t</i>	(-10,10)	<i>t</i>
<b>Painel A: BB</b>								
Ximenes	4,79%	1,57	-1,86%	-0,35	0,37%	-0,03	10,33%	0,74
Calabi	0%	0	-0,42%	-0,07	0,46%	0,43	-0,62%	-0,04
Zaghen	1,54%	0,61	2,51%	0,58	-2,99%	-0,36	-0,40%	-0,03
Eduardo Guimarães	2,22%	0,89	0,37%	0,93	4,44%	0,59	15,26%	1,33
Casseb	2,61%	1,07	-0,07%	-0,17	-1,49%	-0,17	13,47%	1,13
Rossano	-2,72%	-2,15*	0,25%	0,11	-1,25%	0,30	-2,00%	-0,34
Lima Neto	2,40%	1,41	1,68%	0,57	-2,39%	-0,42	8,36%	1,08
Bendine	-9,36%	-3,14**	-15,18	-2,94**	-4,01%	-0,4	2,47%	0,18
Alexandre Abreu	-2,48%	-1,19	0,38%	0,11	3,16%	0,46	-4,69%	-0,49
Caffarelli	2,14%	0,74	2,77%	0,55	-4,44%	0,65	-6,06%	-0,46
<b>Cross BB</b>	-0,94%	-0,67	-0,96%	-0,63	-0,39%	-0,43	4,21%	1,14
<b>Painel B: Eletrobras</b>								
Mario Fernando	1,65%	1,05	0,05%	0,01	4,29%	0,82	6,37%	0,89
Imbassahy	0,31%	0,13	0,63%	0,16	-0,27%	-0,03	0,84%	0,08
Firmino	-0,60%	-0,54	-3,88%	-2,03*	-6,64%	-1,82	-4,36%	-0,86
Claudio Avila	2,02%	0,94	-5,63%	-1,52	-14,36%	-2,03*	-14,28%	-1,46
Altino	0,05%	0,02	3,32%	0,72	4,98%	0,57	1,97%	0,16
Pinguelli	2,70%	1,06	-1,85%	-0,42	-5,92%	-0,7	-13,08%	-1,12
Silas Rondeau	0,39%	0,13	-2,46%	-0,47	-1,95%	-0,19	-3,63	-0,26
Aluisio Novais	0,39%	0,13	-2,46%	-0,47	-1,95%	-0,19	-3,63	-0,26
Valter Cardeal	-1,03%	-0,53	0,63%	0,85	-2,23%	-0,34	-3,68%	-0,41
Muniz Lopes	0,10%	0,04	5,04%	1,25	14,48%	1,87	8,79%	0,82
Costa Carvalho	1,59%	1,00	0,53%	0,19	4,81%	0,91	2,91%	0,4
Wilson Ferreira	5,43%	2,00*	5,33%	1,13	9,96%	1,11	11,93%	0,96
<b>Cross Eletrobras</b>	1,33%	2,49*	0,62%	0,58	0,60%	0,28	-1,82%	-0,62
<b>Painel C: Petrobras</b>								
Joel Renno	-0,72%	-0,42	-0,09%	-0,03	-0,51%	-0,09	-1,04%	-0,13
Jose Barbosa	0,72%	0,56	7,21%	1,36	17,29%	1,7	17,78%	1,26
Reichtul	-3,22%	1,16	1,86%	0,39	11,24%	1,22	19,33%	1,53
Gros	-0,94%	-0,44	-0,21%	-0,06	1,44%	0,2	0,62%	0,06
Dutra	-1,34%	-0,75	-2,63%	-0,85	0,00%	-0,02	3,11%	0,38
Gabrielli	2,72%	2,22*	3,91%	1,85	-0,68%	-0,17	-1,81%	-0,32
Graça Foster	0,89%	0,92	-8,75%	-5,18**	-4,73%	-1,46	-6,84%	-1,53
Bendine	-5,02%	-2,17*	-6,89%	-1,72	5,65%	0,74	-5,69%	-0,54
Parente	2,15%	0,78	-3,39%	-0,7	-7,09%	-0,77	1,15%	0,09
Monteiro	-17,29%	-13,17**	-15,41%	-6,77**	-28,23%	-6,48**	-32,74%	-5,46**
<b>Cross Petrobras</b>	-2,10%	-1,13	-2,44%	0,013	-0,57%	-0,15	-0,61%	-0,13

\* valor  $p < 0,05$ ; \*\* valor  $p < 0,01$

Para o BB, dois em cada dez processos tiveram RA negativa nas datas de sucessão (Rossano e Bendine). Este último também teve RAC negativo em uma janela de 1 dia (valor  $p < 0,01$ ).

Os processos de sucessão na Eletrobras tiveram duas sucessões em doze com RACs negativos (Firmino e Claudio Avila), em janelas de 1 e 5 dias, respectivamente (valor  $p < 0,05$ ).

No caso da Petrobras, os processos de sucessão causaram mais impacto, com quatro em cada dez processos gerando retornos anormais:

- RA positivo na data da sucessão em 2005 (Gabielli - valor  $p < 0,05$ ).
- RAC negativo em janelas de 1 dia em 2012 (Graça Forster - valor  $p < 0,01$ ).
- RA negativo na data de sucessão em 2015 (Bendine - valor  $p < 0,05$ ).
- Um RA negativo na data da sucessão e RACs negativos em todas as janelas quando Pedro Parente deixou o cargo de CEO em 2018 e Monteiro foi indicado (valor  $p < 0,01$ ). Isso aconteceu depois que uma greve nacional de caminhoneiros quase interrompeu a economia brasileira. A greve foi atribuída à política de preços da Petrobras e o desempenho inferior foi atribuído à greve e às pressões para mudar a política de preços da Petrobras, o que ocorreu. Depois que Monteiro assumiu o cargo, os retornos foram positivos, embora não significativos nas janelas após a sucessão, com as negociações de ações amplamente alinhadas com o índice após a renúncia de Parente.

Testes de seção transversal com as 32 sucessões nas empresas estatais estudadas mostraram que não há impactos gerais significativos nos preços das ações. No entanto, os 12 processos sucessórios na Eletrobras geraram um pequeno RA positivo (nível  $p < 0,05$ ).

Como a Eletrobras e a Petrobras são ações de classe dupla, repetimos testes usando os estoques menos líquidos dessas empresas (ELET6 e PETR3), com os mesmos resultados gerais.

## 5 Conclusões

As empresas estatais são diferentes das empresas privadas de várias maneiras, incluindo seus processos de sucessão, pois os eventos políticos podem causar mudanças na administração, afetando as percepções do mercado.

Mudanças no governo geralmente são seguidas por mudanças nas empresas estatais. As mudanças são maiores quando ocorrem mudanças de poder. Mesmo quando o titular vence, mudanças na alta administração como resultado de negociações políticas acontecem, tornando relevante a análise desses eventos.

Através de um conjunto de estudos de eventos, fomos capazes de mostrar que há um impacto geral, mas não geral, de eventos políticos nas empresas estatais. Recentemente, isso se tornou mais frequente e relevante para os investidores.

Os processos de sucessão nas empresas estatais são mais comuns do que nas empresas privadas, pois estão ligados aos processos políticos e eleitorais. Os CEOs da empresa estatal têm prazos mais curtos do que seus pares privados e precisam ser reconfirmados após as eleições gerais.

Com espaço limitado para nomear a equipe, discricção gerencial limitada e menos incentivos, não é fácil estabelecer vínculos diretos entre o efeito do CEO e o desempenho nas empresas estatais. No entanto, os impactos de eventos políticos e processos de sucessão devem ser considerados pelos investidores.

O desempenho das empresas estatais federais na B3 nas últimas duas décadas tem sido irregular, ligado à economia brasileira e às estratégias definidas pelo governo.

Decisões e mudanças de gestão motivadas politicamente para acomodar aliados políticos não têm ajudado seu desempenho, o que pode explicar por que o Congresso aprovou a Lei 13.303/2016, que tenta melhorar a governança, a divulgação e a tomada de decisões nas empresas estatais, enfrentando os escândalos políticos amplamente discutidos no Brasil. No entanto, a interferência política ainda é possível e pode prejudicar o desempenho das empresas estatais.



Este artigo contribui para a literatura sobre sucessão de CEOs, abordando o papel único que os eventos políticos desempenham na sucessão de CEOs nas empresas estatais. Ao analisar os impactos de mercado das eleições e sucessão do CEO e documentar os padrões de mudanças na alta administração nas empresas estatais após as eleições, também contribui para a literatura sobre governança corporativa das empresas estatais.

Este estudo tem várias limitações. Os estudos de eventos são úteis, mas suas limitações são bem conhecidas. Muitas vezes, é difícil desembaraçar efeitos quando outras situações que acontecem simultaneamente com o evento afetam a empresa ou o mercado.

Analisamos individualmente três empresas estatais em sete processos de votação, mas é difícil generalizar os resultados. Em vários casos, quando fica claro quem será o vencedor, as datas das eleições podem não ser as melhores escolhas para estudos de eventos ou as informações vinculadas às eleições já podem ser fatoradas nos preços na data das eleições. As eleições mais disputadas, com vencedores definidos por uma margem estreita, como a reeleição de Dilma em 2014, provocam mais incertezas e geram retornos anormais com mais frequência.

Ao analisar processos de sucessão individuais, geralmente existem diferenças entre quando os rumores de sucessão começam e quando ocorre a sucessão. As negociações políticas para nomear um novo CEO podem durar um tempo. Consideramos apenas datas de sucessão, pois é difícil namorar rumores. O uso de janelas de diferentes comprimentos atenua essa preocupação, mas as decisões políticas podem demorar mais que o esperado. Outros fatores podem afetar o desempenho das ações em torno das datas de sucessão do CEO e os estudos de eventos podem não as capturar. A crise é um fator comum para a sucessão, mas um CEO pode ser substituído mesmo quando você faz um bom trabalho se perder o apoio político.

Mesmo com essas limitações, essa investigação lança luz sobre fenômenos não estudados que ocorrem com frequência no Brasil: sucessão de CEOs em empresas estatais e impacto

nas eleições sobre empresas estatais, que podem ser frequentemente relacionadas.

Os avanços na governança das empresas estatais estão ocorrendo no Brasil após os escândalos de corrupção e podem atenuar questões relevantes que historicamente afetaram as empresas estatais. No entanto, os investidores devem continuar cientes de uma possível interferência política nos impactos nas empresas estatais.

Atualmente, no Brasil, existem discussões importantes sobre o papel das empresas estatais na economia brasileira. Este documento também pode ser relevante para discussões sobre a privatização de empresas estatais listadas e o papel dos reguladores em evitar abusos por parte dos acionistas controladores.

Sugestões para pesquisas futuras incluem a análise do impacto da sucessão do CEO nos resultados financeiros das empresas estatais, a sucessão de estudos em empresas estatais e os impactos da Lei 13.303/2016 nos processos de sucessão nas empresas estatais. Outras pesquisas também podem comparar os impactos das eleições e do processo de sucessão em outros países com as empresas estatais relevantes listadas.

## Referências

- Andres, L., Guasch, J. L., & Azumendi, S. L. (2011). Governance in State-Owned Enterprises Revisited: The cases of water and electricity in Latin America and the Caribbean. *World Bank Policy Research Working Paper, 1*(1). Retrieved from <https://ssrn.com/abstract=1903506>
- Berns, K., & Klarner, P. (2017). A Review of the CEO succession Literature and a Future Research Program. *Academy of Management Perspectives, 31*(2), 83–108. doi: <https://doi.org/10.5465/amp.2015.0183>.
- Białkowski, J., Gottschalk, K., & Wisniewski, T. P. (2008). Stock market volatility around national elections. *Journal of Banking & Finance, 32*(9), 2008, 1941–1953. doi: <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2007.12.021>
- Black, B. S., Carvalho, A. G. de, & Gorga, E. (2010). Corporate governance in Brazil. *Emerging*

- Markets Review*, 11(1), 21–38. doi: <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2009.09.004>
- Black, B. S., Carvalho, A. G. de, & Gorga, E. (2012). What matters and for which firms for corporate governance in emerging markets? Evidence from Brazil (and other BRIK countries). *Journal of Corporate Finance*, 18(4), 934–952. doi: <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2011.10.001>
- Brogaard, J., & Detzel, A. (2015). The asset-pricing implications of government economic policy uncertainty. *Management Science*, 61(1), 3–18. doi: <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2075375>
- Bruton, G. D., Peng, M. W., Ahlstrom, D., Stan C., & Xu, K. (2014). State-owned enterprises around the world as hybrid organizations. *Academy of Management Perspectives*, 29 (1), 92–114. doi: <https://doi.org/10.5465/amp.2013.0069>
- Carvalho, D. (2014). The real effects of government-owned banks: Evidence from an emerging market. *Journal of Finance (John Wiley & Sons, Inc.)*, 69(2), 577–609. doi: <https://doi.org/10.1111/jofi.12130>
- CEO Succession Practices (2015)- *The Conference Board*. Retrieved from <https://www.conference-board.org/publications/publicationdetail.cfm?publicationid=2935>
- Chang, E. C., & Wong, S. M. L. (2009). Governance with multiple objectives: Evidence top executive turnover in China. *Journal of Corporate Finance*, 15(2), 2009, 230–244. doi: <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2008.10.003>
- Charan, R. (2005). Ending the CEO succession crisis. *Harvard Business Review*, 83(2), 72–81. doi: <https://doi.org/10.2307/1336931>
- Christiansen, H. (2011). The Size and Composition of the SOE sector in OECD countries. *OECD Corporate Governance Working Papers, No. 5*, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/5kg54cwps0s3-en>
- Connelly, B. L., Ketchen, D. J., Gangloff, K. A., & Shook, C. L. (2016). Investor perceptions of CEO successor selection in the wake of integrity and competence failures: A policy capturing study. *Strategic Management Journal (John Wiley & Sons, Inc.)*, 37(10), 2135–2151. doi: <https://doi.org/10.1002/smj.2430>
- Crossland, C., & Chen, G. (2013). Executive accountability around the world: Sources of cross-national variation in firm performance–CEO dismissal sensitivity. *Strategic Organization*, 11(1), 78–109. doi: <https://doi.org/10.1177/1476127012460946>
- Crossland, C., & Hambrick, D. C. (2011). Differences in managerial discretion across countries: How nation-level institutions affect the degree to which CEOs matter. *Strategic Management Journal (John Wiley & Sons, Inc.)*, 32(8), 797–819. doi: <https://doi.org/10.1002/smj.913>
- Datta, D. K., & Rajagopalan, N. (1998). Industry structure and CEO characteristics: An empirical study of succession events. *Strategic Management Journal (John Wiley & Sons, Inc.)*, 19(9), 833–852. doi: [https://doi.org/10.1002/\(SICI\)1097-0266\(199809\)19:9<833::AID-SMJ971>3.0.CO;2-V](https://doi.org/10.1002/(SICI)1097-0266(199809)19:9<833::AID-SMJ971>3.0.CO;2-V)
- Fernandes, M., & Novaes, W. (2016). *The government as a large shareholder: Impact on corporate governance*. [Working Paper n° 40]. Fundação Getúlio Vargas, São Paulo.
- Ferris, S. P., Jayaraman, N., & Jongha, L. (2015). Six decades of CEO successions: The importance of being an insider. *Journal of Accounting & Finance (2158-3625)*, 15(4), 11–39.
- Gangloff, K. A., Connelly, B. L., & Shook, C. L. (2014). Of scapegoats and signals: Investor reactions to CEO succession in the aftermath of wrongdoing. *Journal of Management*, 42 (6), 1614–1634. doi: <https://doi.org/10.1177/0149206313515521>
- Giambattista, R. C., Rowe, W. G., & Riaz, S. (2005). Nothing succeeds like succession: A critical review of leader succession literature since 1994.

*The Leadership Quarterly*, 16(6), 963-991. doi: <https://doi.org/10.1016/j.leaqua.2005.09.005>

Guo, L., & Masulis, R. W. (2015). Board structure and monitoring: New evidence CEO turnovers. *Review of Financial Studies*, 28(10), 2770–2811. doi: <https://doi.org/10.1093/rfs/hhv038>

Helmich, D. L., & Gilroy, K. R. (2012). CEO succession and organizational transitions: Case of state-owned enterprises. *Chinese Management Studies*, 6(4), 568-581. doi: <https://doi.org/10.1108/17506141211280263>

Huson, M. R., Malatesta, P. H., & Parrino, R. (2004). Managerial succession and firm performance. *Journal of Financial Economics*, 74(2), 237-275. doi: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2003.08.002>

Jalal, A. M., & Prezas, A. P. (2012). Outsider CEO succession and firm performance. *Journal of Economics and Business*, 64(6), 399–426. doi: <https://doi.org/10.1016/j.jeconbus.2012.09.001>

Jensen, M. C., & Meckling, W. (1976). A theory of the firm: governance, residual claims and organizational forms. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. doi: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X).

Jenter, D., & Kanaan, F. (2015). CEO turnover and relative performance evaluation. *Journal of Finance*, 70(5), 2155–2184. doi: <https://doi.org/10.1111/jofi.12282>

Kothari, S. P., & Warner, J. B. (2007). Econometrics of event studies. *Handbook of Empirical Corporate Finance*, 1(1), 3-36. doi: <https://doi.org/10.1016/B978-0-444-53265-7.50015-9>.

Leal, R. P. C., Carvalhal, A. L., & Iervolino, A. P. (2015). One decade of evolution of corporate governance practices in Brazil. *Brazilian Review of Finance* 13(1), 134-161. doi:<http://dx.doi.org/10.12660/rbfin.v13n1.2015.50904>

Lazzarini, S. G., & Musacchio, A. (2015). *Reinventando o Capitalismo de Estado: o Leviatã nos negócios: Brasil e outros países*. São Paulo: Portfolio- Penguin.

Shen, W., & Cannella, A. A. (2003). Will succession planning increase shareholder wealth? Evidence from investor reactions to relay CEO successions. *Strategic Management Journal*, 24(2), 191-198. <https://doi.org/10.1002/smj.280>

Silveira, A. Di M. da, & Dias, J. A. L. (2010). What is the impact of bad governance practices in a concentrated ownership environment?. *International Journal of Disclosure & Governance*, 7(1), 70–91. doi: <https://doi.org/10.1057/jdg.2009.21>

Yu, S., & Lee, N. (2016). Financial crisis, politically connected CEOs, and the performance of State-Owned enterprises: Evidence Korea. *Emerging Markets Finance and Trade*, 52(9), 2087–2099. doi: <https://doi.org/10.1080/1540496X.2016.1186445>

Zhang, Y., & Rajagopalan, N. (2010). Once an outsider, always an outsider? CEO origin, strategic change, and firm performance. *Strategic Management Journal (John Wiley & Sons, Inc.)*, 31(3), 334–346. doi: <https://doi.org/10.1002/smj.812>

**Autores:**

**1. Sergio Foldes Guimarães**, Mestrado em Administração na PUC-Rio, Rio de Janeiro, Brasil.

E-mail: sergio.foldes@coppead.ufrj.br


ORCID

 0000-0001-8625-6282

**2. André Luiz Carvalho da Silva**, Doutorado em Administração na Coppead/UFRJ, Rio de Janeiro, Brasil.

E-mail: andrec@coppead.ufrj.br

ORCID

 0000-0003-0210-2775

**Contribuição dos autores**

<b>Contribuição</b>	Sergio Guimaraes	André Silva
1. Definição do problema de pesquisa	√	√
2. Desenvolvimento das hipóteses ou questões de pesquisa (trabalhos empíricos)	√	√
3. Desenvolvimento das proposições teóricas (ensaios teóricos)		
4. Fundamentação teórica/Revisão de Literatura	√	√
5. Definição dos procedimentos metodológicos		√
6. Coleta de Dados	√	
7. Análise Estatística	√	
8. Análise e interpretação dos dados	√	√
9. Revisão crítica do manuscrito		√
10. Redação do manuscrito	√	
11. Outra (favor especificar)		