

## **Análise da queda de um grande conglomerado empresarial sobre a ótica da *agency theory***

César Medeiros Cupertino  
Universidade de Brasília

César Augusto Tibúrcio Silva  
Universidade de Brasília

José Flávio de Melo Moura  
Universidade de Brasília

Renato Pereira Amador  
Universidade de Brasília

### **Resumo**

A falência da Enron está sendo considerada como um dos acontecimentos recentes mais relevantes nos últimos anos na área financeira, quer no impacto provocado nos mercados financeiros globais, quer na fidelidade de representação dos demonstrativos financeiros. O estudo dos fatos decorrentes dessa falência pode ser feito por diversas abordagens. Esse trabalho optou por centrar sua atenção em estudar o problema da agência no caso Enron. A análise dos fatos permite inferir que o problema de agência foi decisivo para a falência dessa empresa e que a mesma poderia ser evitada caso existisse uma maior governança corporativa. O texto inicia fazendo um breve marco teórico da *agency theory*. Posteriormente faz-se um histórico do desempenho da empresa a partir, principalmente, dos seus demonstrativos contábeis. A seguir são tecidas considerações sobre a crise Enron, desde as indícios preliminares até a consumação e evidenciação da crise propriamente dita. O caso Enron foi o primeiro de uma série de mega-falências de grandes conglomerados financeiros neste início de século. A análise das causas que culminaram na falência da Enron podem ser usadas para comparação com outras grandes falências e identificação de possíveis tendências relacionadas a conflitos abordados pela *agency theory*.

### **1. Marco Teórico**

A teoria da agência (*agency theory*) estuda a relação existente entre o *principal* e uma outra parte (*agente*), que está autorizado a agir, em nome desse principal. Para a teoria da agência a empresa é uma interseção para muitas relações contratuais entre administradores, governo, credores e funcionários. Como resultado, a teoria de agência lida com diversos custos de monitoramento entre os vários grupos (Wolk e Tearney, 1997). O problema dessa delegação de função é que o agente pode possuir objetivo divergente e até conflitante do principal (Jensen e Meckling, 1976). Para evitar esse conflito de interesses, o principal pode criar mecanismos que incentive a uma convergência de objetivos. A alocação de custos e a auditoria são dois dos mecanismos contábeis utilizados para resolver os problemas de agência (Zimmerman, 1997). Para o investidor de uma empresa, os problemas de agência dizem respeito as dificuldades de assegurar que seu objetivo, geralmente expresso como maximização de valor das ações da empresa, sejam perseguidos pelos gestores.

Numa empresa onde o controlador do capital próprio corresponde ao próprio administrador, o interesse pessoal desse investidor pode favorecer em detrimento dos acionistas minoritários. Em mercados financeiros com tais características, como é o caso do Brasil, o ágio pago pelo controle é significativo (Zingales, 2001). Já nas situações onde o controle do capital está diluído ou quando o controlador difere do gestor, os problemas de agência entre o investidor e o gestor são comuns. No primeiro caso, quando o capital está diluído, o custo dos investidores exercerem seus direitos é elevado, aumentando a flexibilidade dos gestores. Na segunda situação, contratos formais e incentivos criados entre controlador e gestor podem reduzir, mas não eliminar, os problemas de agência.

O efetivo controle da empresa moderna encontra-se com os gestores, tendo esses o poder sobre a alocação dos recursos e de sua apropriação (Shleifer e Vishny, 1997). A apropriação dos recursos da empresa por parte dos administradores pode acontecer, por exemplo, através da criação de empresas independentes para executar certos serviços para a empresa com preços acima do mercado. Diversos estudos já foram realizados demonstrando, na prática, o problema de agência entre administrador e investidor. O trabalho de Jensen (1986), por exemplo, mostrou que os gerentes não utilizam o fluxo de caixa disponível para maximizar o retorno da empresa, mas para aumentar sua independência através do excesso de caixa. Processos de fusão e aquisição são constantemente utilizados para mostrar que tais decisões são prejudiciais aos investidores. De igual forma, a resistência dos gestores a *takeover* tem sido considerada mais um indício da divergência de objetivo entre administradores e investidores. Johnson, Magee, Nagarajan e Newman (1985) encontraram que a morte súbita de executivos quase sempre é acompanhada de aumento nos preços das ações das empresas gerenciadas por esses executivos.

Sunder (1997) destaca o papel dos usuários na contabilidade e no controle e ainda afirma que os investidores precisam se proteger dos acordos entre auditores e gestores.

## 2. Histórico

A Enron era uma das maiores empresas de gás natural e eletricidade dos Estados Unidos da América. Fundada em 1930, com sede em Houston, Texas, a empresa passou de uma distribuidora regional de gás, em 1985, para um conglomerado gigantesco em 2000, constando no ranking da Global Fortune 500, como a 16ª maior empresa do mundo e a 7ª dos EUA, sendo a primeira no setor de energia. Operava em cerca de 40 países, destacando-se as atividades desenvolvidas na América do Norte, Europa e Ásia. No Brasil, havia participações em várias empresas, a exemplo da Elektro, empresa paulista de energia elétrica que atende 1,6 milhão de consumidores; Gaspart, que explora a distribuição de gás no Nordeste e no Sul; e do gasoduto Brasil-Bolívia, dentre outros empreendimentos.

As operações da Enron eram administradas por subsidiárias e afiliadas, em cinco segmentos de negócios, a saber:

1) *Enron Transportation Services*: condução interestadual de gás natural; construção, administração e operação de gasodutos; investimento em atividades de transporte de óleo cru;

2) *Enron Energy Services*: Compra, comercialização e financiamento de gás natural, óleo cru e eletricidade; administração de risco de contratos de longo prazo de

*commodity*; gasodutos estaduais de gás natural; desenvolvimento, aquisição e construção de centrais de energia de gás natural; extração de gás natural líquido;

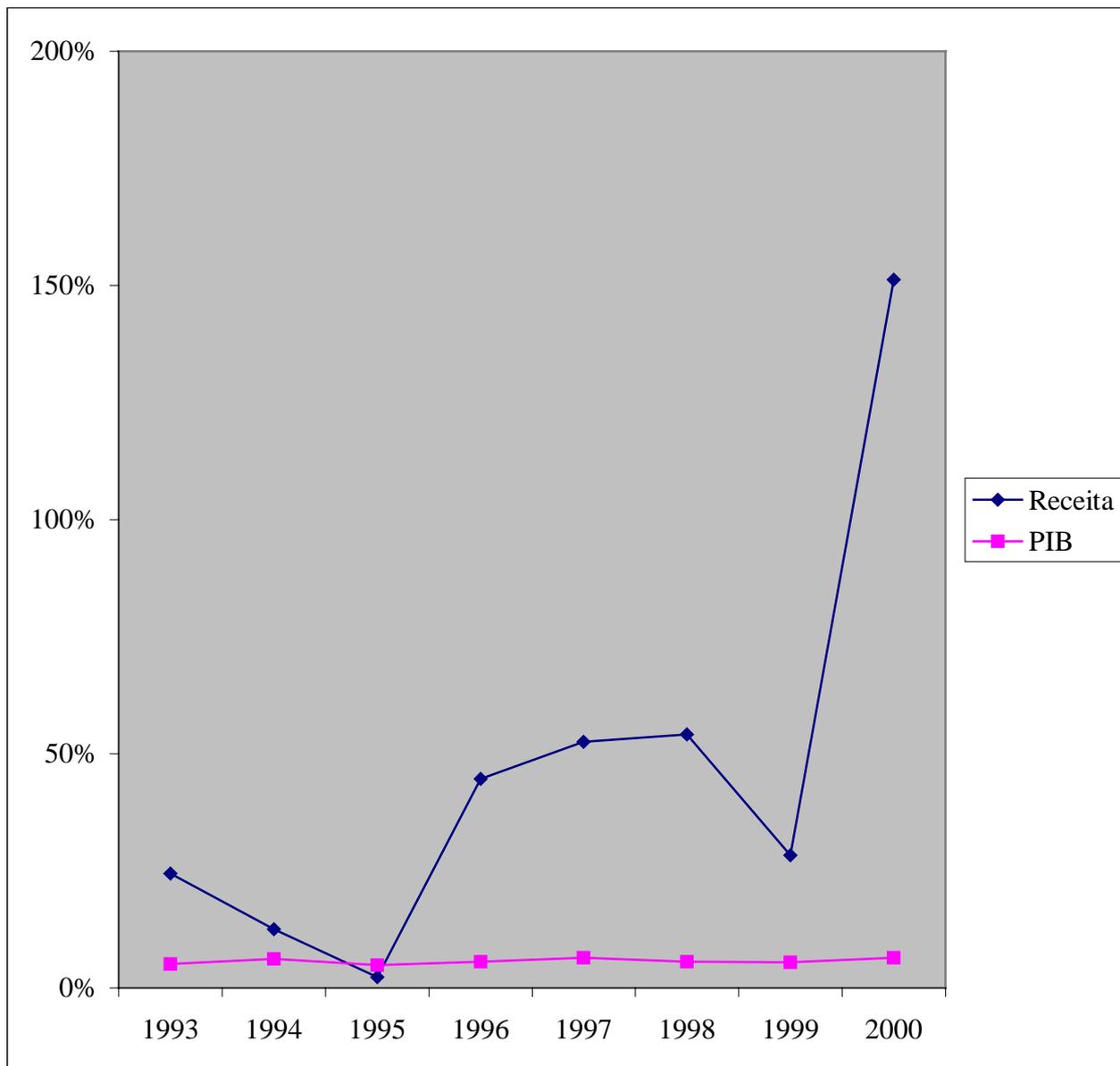
3) *Enron Wholesale Services*: negócios globais da Enron, incluindo a negociação e entrega de *commodities* físicas e financeiras e serviços de gerenciamento de risco;

4) *Enron Broadband Services*: atividade implementada no ano 2000, que provê aos clientes uma fonte de serviços de telecomunicações;

5) *Corporate and Other*: provê serviços relacionados a abastecimento de água. Também tem serviços relacionados à geração de energia eólica, bem como todas as outras operações corporativas da Enron, não relacionadas aos segmentos já listados.

No exercício de 2.000 a empresa apresentou receitas de US\$101 bilhões. A evolução dessa receita nos últimos anos foi expressiva, superando, por diversos anos, o crescimento da economia (Gráfico 1). Esse crescimento acentuado foi premiado pelo mercado através da valorização das ações de 1.415% frente aos 383% da S&P 500 para um período de dez anos. Considerando apenas o ano 2000, o retorno total da companhia para acionistas foi de 89%. As perspectivas traçadas pela empresa no seu relatório de 2.000 eram otimistas, em especial com oportunidades de crescimento no mercado atacadista de gás e energia, venda de varejo de serviços de energia e crescimento da *broadband*. Em conjunto, esses mercados apresentavam oportunidade para a empresa de US\$3.9 trilhões.

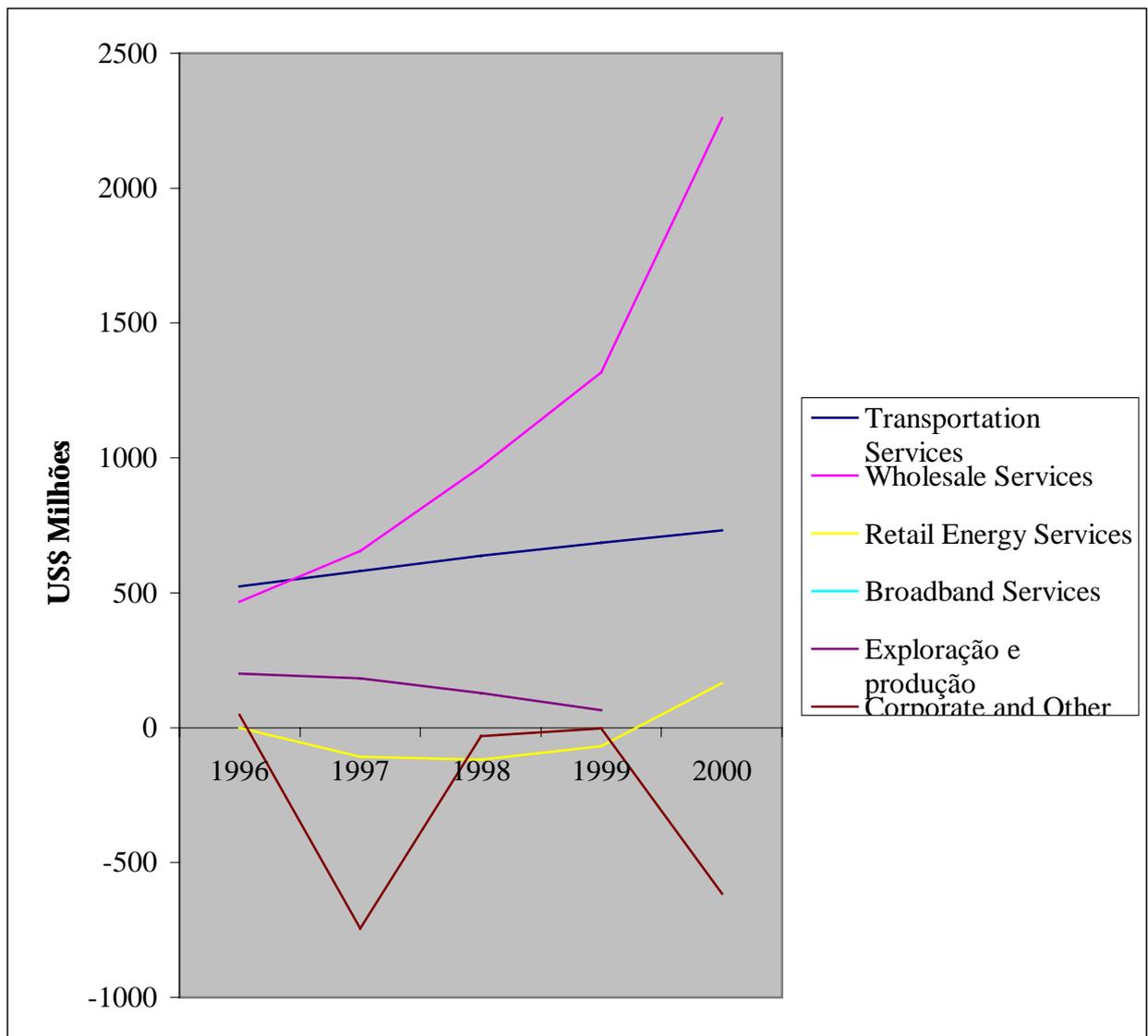
Gráfico 1 – Evolução da Receita da Enron e do PIB dos Estados Unidos



Fonte: Enron e [www.bea.doc.gov/bea/dn/gdpchg.xls](http://www.bea.doc.gov/bea/dn/gdpchg.xls)

Apesar do crescimento nas receitas, nem todas as unidades de negócio geravam lucros para a empresa. Durante vários anos a área de negócios *Retail Energy Services* apresentou lucro antes de juros e impostos negativo. A mais recente área de negócios da empresa teve um prejuízo antes de juros e impostos no ano de 2.000 de US\$60 milhões. Nos últimos anos, a área que mais contribuía com o lucro evidenciado pela empresa nos seus relatórios apresentados a SEC foi a de *Wholesale Services*. (Gráfico 2)

Gráfico 2 – Lucro Antes de Juros e Impostos por Segmentos de Negócios



Fonte: Enron

A disparidade no comportamento do lucro antes de juros e impostos e da receita pode ser demonstrada, a partir dos dados apresentados nas demonstrações contábeis da empresa enviados a SEC, por uma regressão linear entre essas duas variáveis para o período de 1993 a 2000:

Tabela 1 – Regressão linear lucro x vendas

$Lucro = 833,5 + 0,0177 Vendas$ <p style="text-align: center;">(4,75) (4,15)</p>	$R^2 = 0,7417$ $F_c = 17,23$
--	------------------------------

Essa regressão mostra que apesar da evolução significativa da receita, o desempenho do lucro não apresentava uma variação significativa. O coeficiente angular mostra que para cada aumento de 100% da receita, o lucro foi influenciado em 1,77% no período considerado.

Uma análise também pode ser feita na estrutura de capital, liquidez e rentabilidade da Enron, a partir dos relatórios contábeis, conforme indicadores apresentados na tabela 1. Como pode ser observado, o desempenho da empresa não induzia, *a priori*, problemas futuros. A confiança do mercado acionário na empresa estava expressa na evolução do P/L e na evolução do valor de mercado.

Tabela 2 - Indicadores da Enron

<i>Indicador</i>	2000	1999	1998	1997	1996
<b>ESTRUTURA DE CAPITAL</b>					
Divida Financeira US\$ milhões	10,229	8,152	7,357	6,254	3,349
Divida Fin Tt / Atv Tt %	15,60	24,40	25,10	26,70	20,80
Divida Fin Tt / Pat Lq %	89,20	85,20	104,40	111,30	90,00
Div Fin CP / Div Fin Tt%	16,40	12,30	0,00	0,00	0,00
Exigível Tt / Ativo Tt %	82,50	71,30	76,00	76,00	76,90
Exigível Tt / Pat Liq %	471,10	248,80	316,40	316,90	333,40
Ativo Fixo / Pat Liq %	102,40	111,60	151,20	163,20	191,00
<b>LIQUIDEZ</b>					
Liquidez Corrente	1,10	1,10	1,00	1,10	1,10
Liquidez Seca	1,00	1,00	0,90	1,10	-
Capital de Giro US\$ milhões	1,975	496	-174	257	271
<b>RENTABILIDADE</b>					
Pay Out %	53,40	52,30	58,90	337,10	48,10
Margem Liquida %	1,00	2,20	2,20	0,50	4,40
Rentab do Ativo %	1,50	2,70	2,40	0,40	3,60
Rentab Pat Liq %	8,50	9,30	10,00	1,90	15,70
<b>MERCADO</b>					
Preço/Lucro	51,8	35,6	26,8	118,3	18,8
Preço/Valor Patrimonial	6,1	3,8	2,7	2,3	3,1
Preço/EBITDA	27	19	8,6	20,2	9,5
Lucro / Preço %	1,9	2,8	3,7	0,8	5,3
Valor Merc (milhões US\$)	62,057	31,755	18,872	12,426	11,002

Fonte: Economática

A classificação do risco da empresa também expressa o nível de confiança das agências de risco. A classificação do risco da dívida dos bônus corporativos da Enron dada pela Standard & Poor no final do ano 2000 era BBB+, apenas 1,5% superior a melhor classificação possível da S&p 500 (AAA) (Valueline). Segundo dados da S&P, a chance de *default* de um *bond* AAA é de 0,52%; de um *bond* BBB é de 6,64%. (Borrus, 2002)

### 3. A Crise Enron

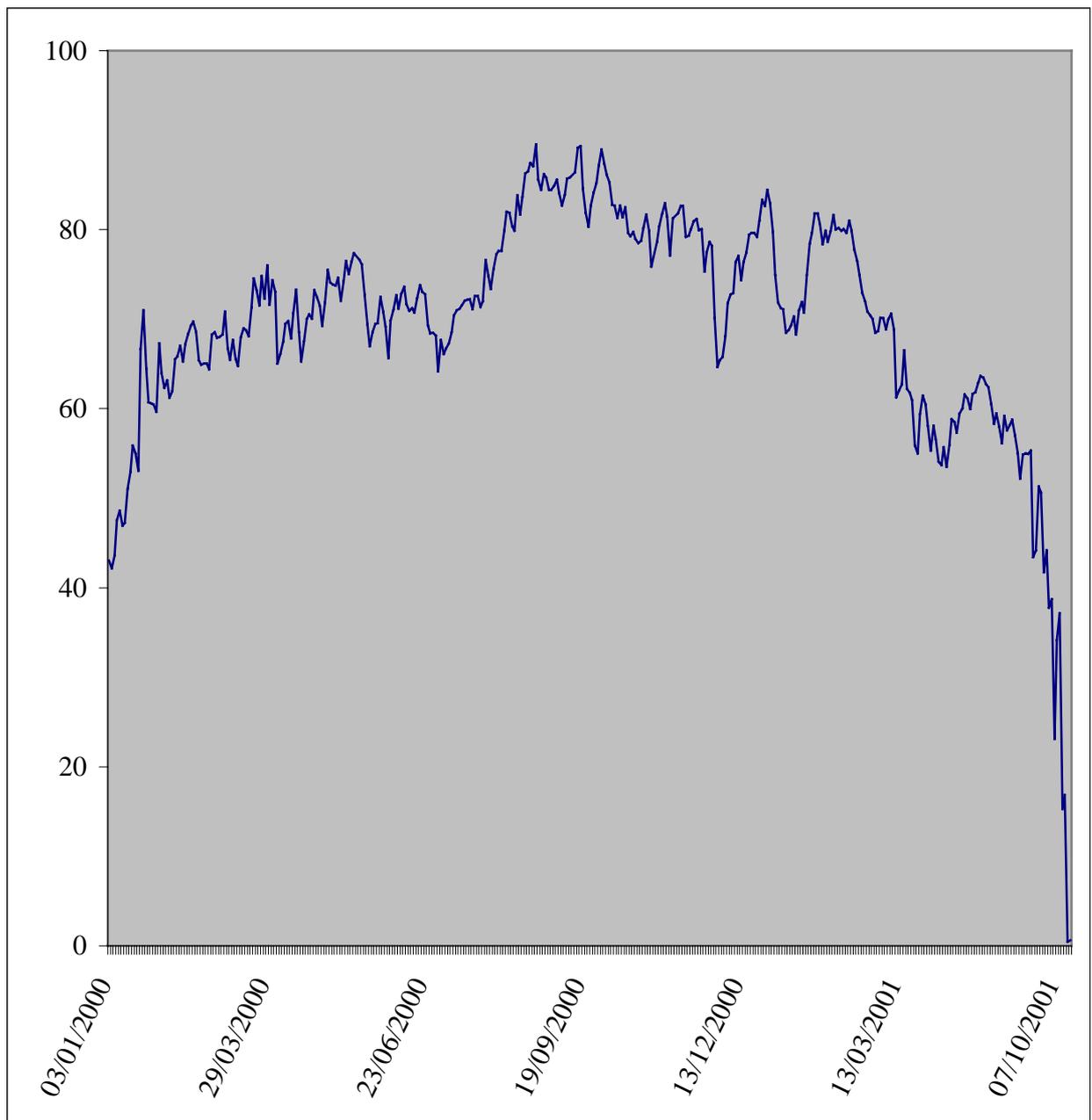
Em agosto de 2000 a ação da Enron atinge o valor máximo, de US\$90.56. No início de 2001, a Andersen, empresa de auditoria responsável pelo parecer da empresa, promove uma reunião onde se levantam suspeitas sobre informações manipuladas pela Enron com partes relacionadas. Em março de 2001 o contrato entre a Enron e a Blockbuster, para fornecer vídeo nas linhas de internet de alta velocidade é cancelado. Dois meses depois, no final de maio, um grande cliente da Enron, Maharashtra State Electricity Board, deixa de comprar energia da empresa. Em agosto, Jeff Skilling, presidente da Enron e CEO, pede demissão do cargo alegando razões pessoais. O ex-presidente Kenneth Lay assume o cargo; no dia seguinte, Lay recebe uma correspondência alertando para os problemas da contabilidade da Enron. Dias depois, em 20 de agosto, Lay discute a contabilidade com o sócio da empresa de auditoria Andersen. Em outubro, a advogada da Andersen envia correspondência eletrônica para reter alguns documentos e destruir outros. Nesse mesmo mês, a empresa apresenta prejuízo e reconhece a existência de negócios deficitários. Os problemas da Enron tornam-se assunto da imprensa especializada, ajudando na saída do *chief financial officer* (CFO) da empresa. A empresa tenta uma saída para a crise, inicialmente através de uma ajuda do governo e depois pela negociação da venda para uma empresa menor, a Dinegy, que afirmou não visualizar perspectivas na empresa. Em dezembro de 2001, a empresa decreta sua falência.

Com aproximadamente US\$65 bilhões em ativos (final de 2000), a falência da Enron é a maior da história americana, bem à frente da Texaco, que detinha ativos da ordem de US\$36 bilhões. Meses antes da falência, a empresa reconheceu uma perda no segmento *Broadband Services* e de investimentos em entidades não consolidadas de aproximadamente US\$1 bilhão (Valueline). Nesta mesma oportunidade, a companhia também anunciou que iria reduzir US\$1,2 bilhão do patrimônio líquido. Algumas semanas depois, a Enron perdeu aproximadamente US\$3 bilhões em disponibilidades, após resgatar seus *commercial papers*, em um esforço de manter-se solvente e independente. Mas a companhia também precisou refazer seus lucros de 1997 a 2000 interferindo no preço das ações.

Enron foi eleita pelo mercado como a companhia mais inovadora dos Estados Unidos durante longo período, por diversificar operações e conseguir um crescimento sem parâmetros para comparação. Para suportar esse crescimento, a Enron criou obrigações vultosas em operações *off-balance sheet*, denominadas *special purpose entities* (SPE), utilizando de critérios contábeis confusos para manipular resultados.

A crise da empresa pode ser analisada sob diversos aspectos. No que diz respeito ao problema de agência da Enron, objetivo do trabalho, é importante destacar alguns pontos. Uma das fontes de problemas de agência entre administradores e financiadores encontra-se na utilização de informações privilegiadas por parte dos gestores em benefício próprio. De uma maneira geral, a existência de *inside information* é considerada como prejudicial ao desempenho do mercado acionário. Sob as regras da SEC, uma pessoa com acesso a informações privilegiadas (insider) está proibida de negociar com base em tais informações. No caso da Enron, seu principal executivo, Kenneth Lay, vendeu 627.000 ações em pequenos blocos, entre novembro de 2000 a julho de 2001 (New York Times, 2002). Quando iniciou essas vendas, a ação da empresa estava próxima a US\$80, o que gerou um resultado de aproximadamente US\$55 milhões para Lay, além de não despertar atenções do mercado sobre um eventual e potencial problema na empresa. O gráfico 3 apresenta o desempenho das ações da empresa. A atuação de Lay nesse caso não traduziu, de forma adequada, os interesses dos acionistas, sendo algumas vezes denominada, de *moral hazard*.

Gráfico 3 – Cotação das ações da Enron em US\$ - Jan/2000 a Dez/2001



Fonte: Economática e Value Line

Um segundo problema de agência ocorreu entre os administradores e os funcionários da empresa. Nesse sentido, a assimetria de informação entre os diversos escalões da empresa trouxe prejuízo para os funcionários de níveis mais baixos da Enron. Os relatórios anuais da Enron apontavam as vantagens dos funcionários investirem nas ações da empresa, em um plano de aposentadoria denominado *Stock Option Plans*. Conforme consta nos seus relatórios anuais, a Enron tinha quatro modalidades destes planos no ano de 2000, destinados a diretores, empregados e membros do conselho de administração. Os empregados que não detinham informações privilegiadas e, portanto, não tinham conhecimento da real situação da Enron, tiveram prejuízos quase absolutos neste investimento. Ademais, o fundo de pensão dos funcionários da empresa tinha uma parcela dos seus recursos aplicados nas ações da empresa, o que pode vir a prejudicar a aposentadoria dos funcionários em decorrência de um déficit atuarial do fundo.

Um terceiro aspecto do problema de agência ocorreu com a utilização dos *SPEs* como forma de gerenciar o lucro (*earnings management*) da Enron. Esta manipulação contábil foi comandada pelo diretor financeiro da Enron, Andrew Fastow, que explorou ambigüidades existentes nas regras de contabilidade norte-americana, que permitiu a contabilização da renda de grandes contratos de derivativos de energia ao seu valor bruto e não pelo seu valor líquido, que é a prática usual. Se um cliente da Merrill Lynch vende 10.000 ações de uma empresa, ao preço de US\$500 mil, a Merrill contabilizaria apenas a comissão da venda de ações ou o spread existente entre a oferta de compra e a oferta de venda da ação, ou seja, aproximadamente 500 dólares. A Enron, em uma operação equivalente à citada acima, contabilizaria o valor integral de US\$500 mil. A diferença existente é relevante. Enron gerou enormes receitas - mas lucros relativamente pequenos - comprando e vendendo os mesmos ativos (derivativos) constantemente.

O fato citado no parágrafo anterior foi constatado na regressão entre lucro e receita, conforme apresentado na tabela 1. Algumas destas negociações foram feitas entre a Enron e suas filiadadas. Cada transação foi considerada como receita pelo seu valor bruto. Mas além das negociações de contratos de futuros de energia - tudo contabilizado a valor nominal - as vendas da Enron cresceram também porque a empresa era um "market maker", servindo como intermediário em contratos. Ela colocava um comprador junto com um vendedor e contabilizava a venda como receita da Enron. A empresa utilizava-se dessa forma de contabilização em decorrência da força-tarefa do *Financial Accounting Standards Board* (FASB) não ter se decidido como os contratos de energia deveriam ser considerados para efeito de contabilização. Mesmo quando o FASB finalmente decidiu, seu pronunciamento foi no sentido de que cada companhia tinha uma "opção livre" de como contabilizar os contratos.

A teoria da agência considera que a auditoria é um instrumento para assegurar para os usuários externos que as demonstrações contábeis refletem cercas regras prévias (Wolk e Tearney, 1997). Para Sunder (1997) o papel econômico da auditoria é reduzir os custos de agência. O problema de agência pode ser reduzido quando existe uma empresa de auditoria. No caso da Enron, existia conflito de interesses da auditoria, executada pela Arthur Andersen desde 1985, uma vez que a mesma também recebia por consultorias realizadas para a empresa. No ano de 2.000, a Andersen recebeu US\$27 milhões pelas consultorias e US\$25 milhões pelas auditorias (New York Times). Nesse sentido, a investigação preliminar levantou suspeita forte de que a Andersen tinha conhecimento dos problemas contábeis da Enron. A passividade da empresa pode ter sido em decorrência do risco de perda de milionárias fontes de receita.

#### **4. Conclusão**

A análise dos fatos que culminaram na falência de uma das maiores empresas norte-americanas, pelo enfoque da *agency theory*, demonstrou que pode haver interesses inconciliáveis entre o principal e o agente. Um dos mecanismos de redução dos custos de agência (auditoria externa) revelou-se ineficaz devido a interesses difusos que comprometiam a sua aplicabilidade.

Como consequência observável de interesses não compatíveis entre o principal e o agente, os administradores da Enron realizaram grandes lucros, com base em *inside*

*information*, em detrimentos dos prejuízos amargados por fundos de pensão, investidores e credores.

Este episódio ainda não vislumbra um fim. Questões como eficiência de mercado, reformulação do papel da auditoria externa no mundo, revisão das normas contábeis e dos mecanismos de fiscalização estão sendo imensamente debatidos atualmente. Mas isto será objeto de estudos posteriores.

## **Bibliografia**

BORRUS, Amy. The credit-raters. *Business Week*. New York: McGraw-Hill, 8 de abril de 2002, p. 82-83.

ECONOMÁTICA. Versão 2001/abr

ENRON. *10-K*. diversos anos.

ENRON. *Annual report*. Diversos anos.

JENSEN, Michael. Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeover. *American Economic review*. Vol. 76, p. 323-329.

JENSEN, Michael, MECKLING, William. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*. Vol. 3(1976), p. 305-360.

JOHNSON, BRUCE, MAGEE, Robert, NAGARAJAN, Nandu, NEWMAN, Henry. An analysis of the stock price reaction to sudden executive deaths. *Journal of accounting and Economics*. Vol. 7, p. 151-174, 1985.

*The New York Times*. Seção *Enron's Collapse – Insider Trading*. ([www.nytimes.com](http://www.nytimes.com))

SHLEIFER, Andrei, Vishny, Robert. A survey of corporate governance. *The journal of finance*. Vol. LII, n. 2, jun. 1997

SUNDER, Shyam. *Theory of accounting and control*. Cincinnati: South-Western, 1997.

*Value Line* ([www.valueline.com](http://www.valueline.com))

Wolk, Harry, TEARNEY, Michael. *Accounting theory*. Cincinnati: South-Western, 1997.

ZINGALES, Luigi. Por que vale a pena ter o controle. *Dominando finanças*. São Paulo: Makron, 2001.

ZIMMERMAN, Jerold. *Accounting for decision making and control*. Boston: Irwin, 1997.