INSPER INSTITUTO DE ENSINO E PESQUISA
L.L.M – DIREITO SOCIETÁRIO

FERNANDO DE ALBUQUERQUE ROCCO

GOLDEN SHARES E A PRIVATIZAÇÃO DE SOCIEDADES DE ECONOMIA MISTA

SÃO PAULO
2017

FERNANDO DE ALBUQUERQUE ROCCO

GOLDEN SHARES E A PRIVATIZAÇÃO DE SOCIEDADES DE ECONOMIA MISTA

Trabalho de Conclusão de Curso, para aprovação na disciplina Monografia II, relativa ao LLM em Direito Societário do Insper.

Área de Concentração: Direito Societário

Orientadora: Ana Cristina von Gusseck Kleindienst

SÃO PAULO
2017

ROCCO, Fernando de Albuquerque. *Golden Shares* e a Privatização de Sociedades de Economia Mista. São Paulo. 2017.

Trabalho de Conclusão de Curso LLM em Direito Societário – Insper, 2016.
Orientador: Ana Cristina von Gusseck Kleindienst

1. Golden Shares. 2. Direito Societário. 3. Sociedades Anônimas. 4. Privatização

I. Fernando de Albuquerque Rocco. II. *Golden Shares* e a Privatização de Sociedades de Economia Mista.

FERNANDO DE ALBUQUERQUE ROCCO

GOLDEN SHARES E A PRIVATIZAÇÃO DE SOCIEDADES DE ECONOMIA MISTA

Trabalho de Conclusão de Curso, para aprovação na disciplina Monografia II, relativa ao LLM em Direito Societário do Insper. Área de Concentração: Direito Societário

Orientadora: Ana Cristina von Gusseck Kleindienst

DATA DA APROVAÇÃO ___/____/_____

BANCA EXAMINADORA

_____

NOME COMPLETO
TITULAÇÃO
INSTITUIÇÃO

_____

NOME COMPLETO
TITULAÇÃO
INSTITUIÇÃO

_____

NOME COMPLETO
TITULAÇÃO
INSTITUIÇÃO

RESUMO

O presente estudo tem por objeto a análise das *Golden Shares*, ou ações preferenciais de classe especial, explorando seu conceito e evolução histórica no Brasil e no mundo, buscando entender os limites legais e principiológicos que norteiam sua utilização como mecanismo societário de atuação estatal direta na economia por meio de empresas desestatizadas. Paralelamente, busca-se analisar as empresas estatais de economia mista, traçando suas principais características e entendendo sua natureza dicotômica, que busca atender simultaneamente os interesses públicos e privados, no intuito de verificar os motivos pelos quais tais empresas sofreram tantas perdas diante da atual crise político-econômica. Tais análises terão a função de verificar se a privatização seria uma alternativa viável à superação da fragilidade que causou a atual crise das empresas de economia mista e, em caso positivo, de verificar a adequação das *Golden Shares* como forma de resguardar o interesse público após a transferência da maioria das ações a particulares.

Palavras-chave: *Golden Shares*; Sociedades de Economia Mista; Direito Societário; Privatização.

ABSTRACT

The present study aims to analyze the Golden Shares, exploring its concept and historical evolution in Brazil and in the world, seeking to understand the legal and fundamental limits that guide its use as a corporate mechanism of direct State action in the economy by means of privatized companies. At the same time, it seeks to analyze the semi-public companies, outlining their main elements and understanding its dual nature, which seeks to simultaneously achieve public and private interests, in order to verify the reasons why these companies suffered so many losses in the current political-economic crisis. This analysis will have the function of verifying that privatization would be a viable alternative to overcome the fragility that caused the current crisis of semi-public companies and, if so, to verify the adequacy of the Golden Shares as a way to safeguard the public interest after the transfer of most of the shares to individuals.

Keywords: Golden Shares; Semi-public Companies; Corporate Law; Privatization

Dedicatória

Dedico este trabalho a meu pai Guilherme,
que me ensinou o valor do conhecimento
e o prazer da argumentação.

Sumário

1 INTRODUÇÃO 8
2 GOLDEN SHARES – CONCEITO 10
3 EVOLUÇÃO HISTÓRICA DAS GOLDEN SHARES 14
3.1 CRIAÇÃO E DESENVOLVIMENTO NO CENÁRIO INTERNACIONAL. 14
3.2 CRIAÇÃO E DESENVOLVIMENTO NO CENÁRIO BRASILEIRO. 17
4 ANÁLISE DA LICITUDE NA UTILIZAÇÃO DAS GOLDEN SHARES 22
4.1 SUPOSTA ILICITUDE PELA VIOLAÇÃO DO TIPO SOCIETÁRIO DAS SOCIEDADES ANÔNIMAS 22
4.2 SUPOSTA ILICITUDE PELA VIOLAÇÃO DE PRINCÍPIOS E NORMAS DE DIREITO SOCIETÁRIO NÃO ABARCADOS PELO TIPO SOCIETÁRIO DA SOCIEDADE ANÔNIMA 30
5 EMPRESAS DE ECONOMIA MISTA COMO FORMA DE INTERVENÇÃO DO ESTADO NA ECONOMIA 34
5.1 ESSÊNCIA DICOTÔMICA 34
5.2 FRAGILIDADE FRENTE À INTERVENÇÃO POLÍTICA EXCESSIVA – O CASO PETROBRAS 40
6 CONCLUSÃO 50
7 REFERÊNCIAS 53

1 INTRODUÇÃO

Atualmente, o Brasil está em período de incertezas na economia, com alta da inflação, juros exorbitantes, altos impostos sem que o cidadão tenha o mínimo de contraprestação estatal nos campos da saúde, educação e segurança pública.

A atual crise político-econômica brasileira decorre, entre outros fatores, dos abusos causados pelo governo, seja pela corrupção endêmica ou pela má gestão dos recursos públicos.

Tal crise culminou com a diminuição considerável do valor e da capacidade de produção das empresas estatais de economia mista, como por exemplo, a Petrobras, ocasionando perdas irreparáveis tanto do ponto de vista econômico quanto social.

Em linhas gerais, diante da inaptidão governamental no que tange à gestão da economia e controle das crises inerentes a tal inaptidão, os governos, balizados por questões político-partidárias, tendem a utilizar empresas estatais para maquiar indicadores econômicos desfavoráveis à sua permanência no poder, bem como para financiar seus interesses escusos, utilização esta que, obviamente, não ocorre no melhor interesse dos acionistas, funcionários, *stakeholders* da companhia e da população.

Em tal cenário nacional, em que empresas estatais de economia mista são utilizadas para satisfazer os interesses partidários dos agentes políticos, torna-se relevante a reflexão à qual se propõe o presente estudo, o qual tentará propor um modelo societário que retire do Estado o controle sobre a maioria de suas ações e, consequentemente, acabe com a possibilidade de que o poder público eleja a maioria dos administradores de tais companhias, sem que, no entanto, retire de tal ente o controle sobre fatores de interesse público cuja proteção é seu dever.

Dessa forma, o presente estudo se presta à analise das Ações Preferenciais de Classe Especial (‘*Golden Shares*’), detidas pelo Estado, previstas pela Lei

6.404/1976 em seu Artigo 17, §7º[1], às quais o estatuto social da companhia confere poderes específicos, não detidos pelos titulares de outro tipo de ação, como, por exemplo, o poder de veto, aptos a garantir certo controle estatal sobre questões estratégicas, sem que o estado exerça o papel de acionista controlador.

Especificamente, analisar-se-á a possibilidade da utilização das *Golden Shares* pelo ente desestatizante para a proteção do interesse público, a permitir a desestatização de empresas que atuem em áreas em que tal interesse seja preponderante, como, por exemplo, energia, mineração e serviços públicos, evitando-se, assim, o controle estatal sobre a orientação geral dos negócios de tais companhias, impedindo a utilização de tais empresas para fins políticos, mas apto a impedir, igualmente, que tais companhias, por meio de seus acionistas controladores, tomem decisões que contrariem o interesse público inerente a tais atividades.

[1] Lei 6.404/76 Art. 17. As preferências ou vantagens das ações preferenciais podem consistir:
§ 7º Nas companhias objeto de desestatização poderá ser criada ação preferencial de classe especial, de propriedade exclusiva do ente desestatizante, à qual o estatuto social poderá conferir os poderes que especificar inclusive o poder de veto às deliberações da assembleia-geral nas matérias que especificar.
Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404compilada.htm, acesso em 10/06/2017.

2 *GOLDEN SHARES* – CONCEITO

Antes de abordar as questões inerentes à utilização das *Golden Shares* no Brasil, imprescindível se faz a conceituação do termo *Golden Share*, bem como a demonstração de suas origens, formas, e da função a que se prestou em diversas jurisdições desde sua criação.

Como visto no capítulo anterior, a *Golden Share* se inclui no ordenamento jurídico pátrio como uma classe de ação preferencial, a ação preferencial de classe especial.

Ação, segundo o Artigo 2º, I, da Lei 6.385/1976[2], é valor mobiliário, e é conceituada pelos juristas Nelson Eizirik, Ariádna B. Gaal, Flávia Parente e Marcus de Freitas Henriques como:

> (...) um título de participação no capital social da sociedade anônima emissora, que confere ao titular o *status socii*, ou seja, o direito de participar da sociedade como acionista. Representa os direitos e obrigações que o acionista adquire, na qualidade de sócio da companhia, em função de sua participação no capital social.[3]

Segundo o Artigo 15 da Lei 6.404/1976[4], as ações podem ser classificadas em 3 (três) espécies, quais sejam, ordinárias, preferenciais e de fruição, sendo que, em sociedades anônimas abertas e fechadas, as ações preferenciais podem ser de uma ou mais classes.

As ações preferenciais, por sua vez, também são definidas pelos referidos juristas:

---

2 Lei 6.385/76 Art. 2º São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei:
I - as ações, debêntures e bônus de subscrição;
Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6385.htm, acesso em 10/06/2017.
3 EIZIRIK, Nelson; Gaal, Ariádna B.; Parente, Flávia; Henriques, Marcus de Freitas. Mercado de capitais – regime jurídico. 3ª Edição revista e ampliada – Rio de Janeiro. Renovar, 2011, p. 59.
4 Lei 6.404/76 Art. 15. As ações, conforme a natureza dos direitos ou vantagens que confiram a seus titulares, são ordinárias, preferenciais, ou de fruição.
§ 1º As ações ordinárias da companhia fechada e as ações preferenciais da companhia aberta e fechada poderão ser de uma ou mais classes.
§ 2º O número de ações preferenciais sem direito a voto, ou sujeitas a restrição no exercício desse direito, não pode ultrapassar 50% (cinqüenta por cento) do total das ações emitidas.
Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404compilada.htm, acesso em 10/06/2017.

> As ações preferenciais são as que conferem aos seus titulares determinadas preferências ou vantagens – que devem ser, necessariamente, definidas pelo estatuto – em relação às ações ordinárias, como a prioridade na distribuição de dividendos, fixo ou mínimo; a prioridade no reembolso do capital, com prêmio ou sem ele; ou acumulação destas preferências e vantagens.[5]

Dessa forma, sendo a *Golden Share* uma classe de ação preferencial, seu titular detém o *status socii*, mantendo-se, portanto, em relação a ele, o *status* de acionista, o qual prevê direitos e deveres estabelecidos pela lei e pelo estatuto social da companhia.

Apesar disso, as *Golden Shares*, por serem ações de classe especial, além do *status socii,* podem conferir ao seu titular direitos desproporcionais à sua participação no capital social, caso tais direitos estejam previstos expressamente no estatuto social. Por exemplo, um detentor de uma única *Golden Share* poderia, caso o estatuto social preveja, vetar deliberações de assembleia tomadas pela maioria dos acionistas da companhia.

Segundo Juliana Krueger Pela, a *Golden Share*:

> designa, genericamente, os mecanismos de direito societário criados a partir do modelo de privatizações britânico para permitir ingerência qualitativamente diferenciada nas deliberações e negócios sociais por pessoa que não figura como titular da maioria das ações do capital da companhia.[6]

O jurista Modesto Carvalhosa, por sua vez, define *Golden Share* como:

> um instrumento direto de política pública que pode substituir, em certa medida, as funções de uma agência estatal reguladora. Esta age externamente à companhia, enquanto a Golden Share permite ao Estado, mediante o controle interno na própria sociedade privatizada, atuar nela em favor da coletividade e sobre o mercado. [7]

Já Fábio Ulhoa Coelho, em seu Curso de Direito Comercial, define *Golden Share* como:

---

5 EIZIRIK, op. cit. p. 61.

[6] PELA, Juliana Krueger. As *Golden Shares* no direito brasileiro. 2007. 244 f. Tese de Doutorado – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo. p. 70.

[7] CARVALHOSA, Modesto e Nelson Eizirik. A Nova Lei das S/A, São Paulo: Saraiva, 2002, p. 116.

> uma categoria de ação que outorga ao acionista determinado direito exclusivo, como por exemplo, o de vetar deliberações da assembleia geral ou de outros órgãos da companhia.[8]

Concluiríamos, portanto, que a *Golden Share* seria classe especial de ação que confere a seu detentor, Estado ou particular, poderes especiais e exclusivos, não proporcionais à sua participação, como direito de veto ou privilégios sobre deliberações de órgãos da companhia.

Ocorre que, como evidenciado pela jurista Juliana Krueger Pela, não são todas as jurisdições que aplicam o mecanismo das *Golden Shares*, que conferem ao poder estatal a titularidade de uma unidade do capital social da companhia:

> "há casos – dentre os quais, o da Itália – em que o instrumento assume a forma de mera cláusula estatutária, sem corporificação dos respectivos poderes de um título acionário."[9]

Para fins da presente análise, levando em consideração que o enfoque da mesma se dá pela possibilidade de utilização das *Golden Shares* no Brasil, e pelo poder público, como alternativa à participação do Estado como acionista majoritário em empresas de relevância estratégica, utilizaremos o conceito de *Golden Share* mais utilizado no mundo, inclusive absorvido pela legislação societária nacional, o qual classifica tal mecanismo como ação preferencial de classe especial, ou seja, unidade do capital social da companhia que confere a seu detentor, o ente desestatizante, independentemente da quantidade de ações por ele detidas, poderes especiais, os quais devem ser descritos no estatuto social.

De qualquer forma, mesmo visando uma análise das *Golden Shares* na forma prevista no ordenamento jurídico pátrio, diante das atuais discussões internacionais acerca da legalidade de tal mecanismo, torna-se imprescindível seja traçada síntese histórica e uma breve análise comparativa entre os principais países que utilizam tal mecanismo, especialmente para fins da utilização da experiência estrangeira na análise da legalidade das *Golden Shares* no Brasil sob a égide dos princípios

---

[8] COELHO, Fábio Ulhoa. Curso de Direito Comercial, 7ª Edição, volume 2, São Paulo. Saraiva, 2004, p. 112.
[9] PELA, 2007, loc. cit.

basilares do Direito Nacional, ponto nevrálgico da análise à qual se presta o presente estudo.

3 EVOLUÇÃO HISTÓRICA DAS *GOLDEN SHARES*

3.1 CRIAÇÃO E DESENVOLVIMENTO NO CENÁRIO INTERNACIONAL.

Conforme ensina Fabiano Esteves de Barros Pavezi, as *Golden Shares* foram instituídas pela primeira vez na década de 1980 diante da grande onda de privatizações das empresas britânicas promovida ao final da década de 1970, mas sua origem conceitual remonta à época da segunda guerra mundial, como mecanismo apto a obstar participação estrangeira em empresas inglesas. [10]

A política de privatizações inglesa da década de 80, como ensina Juliana Krueger Pela, não foi apresentada no programa eleitoral do partido conservador de Margareth Thatcher à época, mas representou a política econômica mais importante de seu governo. Tal política foi consequência da influência das ideias neoliberais, da necessidade de redução dos gastos públicos e empréstimos públicos diante da crise que enfrentava o Reino Unido, bem como da necessidade de diminuição da influência estatal e dos sindicatos de trabalhadores estatais sobre tais empresas, com o intuito de promover eficiência, competitividade, e a dispersão acionária. [11]

Mesmo com o nítido objetivo de reduzir a intervenção estatal na orientação geral dos negócios das empresas públicas, o governo de Thatcher pretendia manter certo grau de intervenção, diante da grande importância estratégica que tais empresas tinham para a economia do Reino Unido por serem empresas que prestavam serviços públicos essenciais, de modo que não se podia permitir que as mesmas ficassem à mercê de circunstâncias como falência ou transferência de controle acionário a quem não interessasse ao governo britânico, especialmente estrangeiros.

Com esse intuito, durante o processo de privatização britânico, o governo criou mecanismos que pudessem reduzir a fragilidade das empresas sujeitas a tal

---

[10] Conforme: PAVEZI, Fabiano Esteves de Barros. Ações Golden Share. Limites do Poder de Veto (O Veto Estatal). 2014. 131f. Tese de Mestrado - Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo. p. 57.

[11] Conforme PELA, op. cit., p. 12.

processo, dentre os quais estava a *Golden Share*, ação dotada de poderes especiais que seriam mantidos pelo ente desestatizante.

Tais poderes especiais visavam garantir que a companhia desestatizada, por meio de seus controladores particulares, não perseguissem objetivos contrários ao interesse público, como entendia o governo britânico ser, por exemplo, a participação de estrangeiros nas referidas companhias.

Segundo ensina Juliana Krueger Pela, o programa de privatizações inglês ocorreu em três etapas[12]:

Na primeira, entre 1979 e 1983, foram emitidas *Golden Shares* pelas empresas *British Aerospace*, fabricante de aeronaves e armamentos; *Cable & Wireless*, empresa prestadora de serviços de telecomunicações; *Amersham International*, fabricante de produtos radioativos para medicina e pesquisa; e *Britoil*, empresa petrolífera.

Na segunda etapa, entre 1984 e 1989, foram emitidas *Golden Shares* pelas empresas *Sealink*, atuante no segmento de serviços de transportes marítimos; *Enterprise Oil*, empresa petrolífera; *Jaguar*, famosa empresa do setor automobilístico; *British Telecom*, empresa de telefonia; *British Gas*, empresa atuante no setor de gás natural; *Rolls-Royce*, empresa atuante nos setores aeroespacial, aeronáutico e de defesa; *British Airports Authority*, gestora de aeroportos; *British Petroleum*, petrolífera; e *British Steel*, indústria de aço.

Na terceira e última etapa, iniciada em 1989, foram privatizadas empresas prestadoras de serviços básicos tradicionalmente estatais, as quais ensejaram a emissão de *Golden Shares*, como a *National Power*, empresa geradora de energia, bem como outras empresas prestadoras de serviços de saneamento e fornecimento de água, por exemplo, a *Regional Water Authorities*.

---

[12] Conforme PELA, op. cit., ps. 15, 16 e 17.

Apesar da vasta emissão de Golden Shares pelas empresas desestatizadas britânicas, estas raramente foram utilizadas no contexto das privatizações de tal país, uma vez que a utilização do poder de veto foi, por vezes, substituída por acordos políticos, e muitas vezes a simples ameaça da utilização de tal poder já elevou consideravelmente o risco do negócio, impedindo sua efetivação.

A título de raro exemplo de utilização do poder de veto das *Golden Shares* na Inglaterra, temos a proposta de aquisição feita pela *National Power* em 1996, de ações da norte-americana *Southern Company*, a qual foi vetada pelo governo britânico por entender que o mercado ainda não estava plenamente desenvolvido a permitir tal aquisição.[13]

Uma vez criadas e aplicadas nas privatizações da Inglaterra, as *Golden Shares* passaram a ser amplamente utilizadas e foram absorvidas pelos ordenamentos jurídicos de diversos países com as mais diversas nomenclaturas, como por exemplo, *Poteri Speciali* na Itália, *Action Spécifique* na França, *Regime Administrativo de Controle Específico* na Espanha, *Goldene Aktie e Spezialaktie* na Alemanha, e Ações de Classe Especial no Brasil e no México.

Na Itália, no entanto, como visto anteriormente, a *Poteri Speciali* não é classe de ação representativa do capital social, mas poder estatal conferido a seu detentor por mera cláusula no estatuto social da empresa privatizada.

Segundo Juliana Krueger Pela[14], as empresas sujeitas ao *Poteri Speciali* deveriam passar por uma reforma estatutária determinada pelo Ministro da Fazenda Italiano, sendo consultados alguns outros Ministros para a especificação dos poderes que se pretendia assegurar ao Estado.

---

[13] Conforme MIDTTUN, Atle. European Energy Industry Business Strategies. 2001. 448 f. Oxford/UK. Elsevier. p.128. Disponível em: (https://books.google.com.br/books?id=HLw0ermxLRwC&pg=PA128&lpg=PA128&dq=southern+company+national+power+golden+share&source=bl&ots=mp4TvRr3ko&sig=99KQveuV1WQ57au9jQbsAhn3m04&hl=pt-BR&sa=X&ved=0ahUKEwi_i_mJjcjUAhUNl5AKHSyEAcAQ6AEIKTAB#v=onepage&q=southern%20company%20national%20power%20golden%20share&f=false), acesso em 17/06/2017.

[14] Conforme PELA, op. cit., p. 30.

Atualmente, no cenário europeu, a utilização de *Golden Shares* vem encontrando uma série de óbices frente ao posicionamento da Corte Europeia, posicionamento este representado, por exemplo, pelo parecer negativo dado ao veto do governo português à tentativa de aquisição, pela *Telefónica*, das ações da Vivo S.A. detidas pela Portugal Telecom.

No exemplo acima, conforme ensinamento de Maria Paula Correia Pedroso dos Santos, a Corte Europeia entendeu que a utilização da *Golden Share* no caso em apreço consistiria em obstrução da livre circulação de capital, causando prejuízos aos investidores europeus, bem como que a atuação do Estado no caso levaria ao decréscimo do valor das ações da Portugal Telecom diante do risco de que fossem vetadas outras deliberações importantes aprovadas em assembleia e de que não fosse perseguido o melhor interesse dos acionistas. [15]

Assim, em que pese o fato de o instituto das *Golden Shares* ter surgido na Europa, a União Europeia vem questionando a legalidade de sua utilização, raramente entendendo ser válida sua aplicação para salvaguardar interesses estratégicos nacionais.

Os argumentos levantados serão mais bem explorados no decorrer deste artigo para questionar a licitude da aplicação das *Golden Shares* no Brasil, bem como se seria oportuna sua utilização.

3.2 CRIAÇÃO E DESENVOLVIMENTO NO CENÁRIO BRASILEIRO.

No cenário nacional, o processo de privatização se iniciou em 1981 com a edição do Decreto 86.215, que criou a Comissão Especial de Desestatização.

Conforme Carolina Barros Fidalgo:

---

[15] Conforme SANTOS, Maria Paula Correia Pedroso dos. Divesture/Acquisition Analysis: Pt/Telefónica/Vivo Case Study. 2011. 81f. Project submitted as partial requirement for the conferral of Master in Finance. ISCTE Business School, Finance Department. Lisboa – Portugal. p. 21. Disponível em: (https://repositorio.iscte-iul.pt/bitstream/10071/4324/1/MSC%20finance%20master%20thesis_final.pdf)

> Esta Comissão identificou 140 estatais que se enquadrariam nas hipóteses de privatização acima numeradas. No entanto, no período de 1981 a 1984, apenas vinte empresas foram transferidas a investidores privados e oito foram incorporadas por outras entidades públicas.
> (...)
> No Governo Sarney (1985-1990) apenas dezoito empresas federais foram privatizadas, outras dezoito foram transferidas para os estados, duas foram incorporadas por entidades federais e quatro foram extintas. [16]

Diante do fomento do cenário de privatizações, foram criadas as ações de classe especial a serem detidas pelo Estado, as quais confeririam a este poder de veto diante de certas deliberações da companhia privatizada que entendesse prejudiciais.

Tais ações de classe especial foram instituídas pelo Artigo 8º da Lei 8.031/1990[17], lei que instituiu o Programa Nacional de Desestatização (PND), sendo que as matérias sujeitas a veto deveriam estar delimitadas no estatuto social.

O PND teve suas diretrizes bem delimitadas pelo Artigo 1º da referida Lei, objetivando:

> I - reordenar a posição estratégica do Estado na economia, transferindo à iniciativa privada atividades indevidamente exploradas pelo setor público; II - contribuir para a redução da dívida pública, concorrendo para o saneamento das finanças do setor público; III - permitir a retomada de investimentos nas empresas e atividades que vierem a ser transferidas à iniciativa privada; IV - contribuir para modernização do parque industrial do País, ampliando sua competitividade e reforçando a capacidade empresarial nos diversos setores da economia; V - permitir que a administração pública concentre seus esforços nas atividades em que a presença do Estado seja fundamental para a consecução das prioridades nacionais; VI - contribuir para o fortalecimento do mercado de capitais, através do acréscimo da oferta de valores mobiliários e da democratização da propriedade do capital das empresas que integrarem o Programa.[18]

---

[16] FIDALGO, Carolina Barros. O estado empresário: regime jurídico das tradicionais e novas formas de atuação empresarial do estado na economia brasileira. 2012. 370f. Dissertação de Mestrado. Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Faculdade de Direito. p. 131.

[17] Lei 8.031/90 Art. 8° Sempre que houver razões que o justifiquem, a União deterá, direta ou indiretamente, ações de classe especial do capital social de empresas privatizadas, <u>que lhe confiram poder de veto em determinadas matérias</u>, as quais deverão ser caracterizadas nos estatutos sociais das empresas, de acordo com o estabelecido no art. 6°, inciso XIII e §§ 1° e 2° desta lei. (grifamos) Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L8031.htm, acesso em 10/06/2017.

[18] Lei 8.031/90, Art. 1º. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L8031.htm, acesso em 10/06/2017.

Segundo Juliana Krueger Pela, para alcançar os objetivos do PND, a referida lei:

> autorizou a alienação, a particulares, dos direitos que asseguravam à União Federal o exercício do controle acionário em sociedades empresárias.[19]

Tuteladas pela Lei 8.031/90, foram emitidas *Golden Shares* na privatização das seguintes companhias: (i) Companhia Eletromecânica Celma, que operava no setor de manutenção de motores de aeronaves; (ii) Vale do Rio Doce, famosa mineradora, e (iii) Embraer, atuante no setor aeronáutico.

Em nove de setembro de 1997, foi sancionada a Lei 9.491/1997, que revogou a Lei 8.031/90 e alterou os procedimentos relativos ao PND, bem como, em seu Artigo 8º[20], ampliou substancialmente a gama de benefícios conferidos ao Estado em razão da titularidade das *Golden Shares*, suprimindo a parte que estabelecia a conferência de poder de veto, substituindo tal excerto por "poderes especiais em determinadas matérias".

Dessa forma, os poderes conferidos ao ente desestatizante, que anteriormente se limitavam ao veto, passaram a comportar qualquer poder que estivesse caracterizado no estatuto social da empresa privatizada.

Ainda segundo Juliana Krueger Pela, tal alteração no texto legislativo visava, na prática:

> (...) incluir dentre as prerrogativas da ação de classe especial, a de indicar membro do Conselho de Administração das companhias privatizadas. [21]

---

[19] PELA, op. cit., p. 52.

[20] Lei 9.491/97 Art. 8º Sempre que houver razões que justifiquem, a União deterá, direta ou indiretamente, ação de classe especial do capital social da empresa ou instituição financeira objeto da desestatização, que lhe confira poderes especiais em determinadas matérias, as quais deverão ser caracterizadas nos seus estatutos sociais. (grifamos)
Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L9491.htm, acesso em 10/06/2017.

[21] PELA, op. cit., p. 52.

Como leciona Carolina Barros Fidalgo, o PND foi determinante para o fomento das privatizações na década de 1990:

> O programa de privatização só ganhou força a partir da década de 1990, com a aprovação do Programa Nacional de Privatização – PND, objeto da Lei federal nº. 8.031. Nessa década, foram privatizadas 130 empresas no âmbito federal e estadual, o que culminou na arrecadação de mais de 100 bilhões de dólares pelos cofres públicos brasileiros.[22]

Posteriormente, a Lei 10.303/2001 incluiu o parágrafo sétimo ao Artigo 17 da Lei 6.404/76, o qual passou a contar com a seguinte redação:

> Art. 17. As preferências ou vantagens das ações preferenciais podem consistir:
>
> (...)
>
> § 7º Nas companhias objeto de desestatização poderá ser criada ação preferencial de classe especial, de propriedade exclusiva do ente desestatizante, à qual o estatuto social poderá conferir os poderes que especificar inclusive o poder de veto às deliberações da assembleia-geral nas matérias que especificar.[23]

Tal inclusão assentou na legislação pátria o conceito de *Golden Share* como classe de ação preferencial, ressaltando sua intransferibilidade, bem como eliminando a necessidade de que o ente desestatizante fosse a União Federal, abrindo, portanto, a possibilidade de emissão de *Golden Shares* em privatizações realizadas por Estados e Municípios.

O estabelecimento derradeiro das *Golden Shares* na legislação societária no Brasil culminou com sua previsão em outras normas, inclusive o Regulamento do Novo Mercado da Bolsa de Valores de São Paulo, que, diante da nova classificação de *Golden Share* como ação preferencial, teve de estabelecer expressamente, como lembra Fabiano Esteves De Barros Pavezi[24], que a existência de *Golden Share* na

---

[22] FIDALGO, op. cit., p. 131.
[23] Lei 6.404/76 Art. 17, §7º.
Disponível em http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404compilada.htm, acesso em 10/06/2017.
[24] Conforme: PAVEZI. op. cit., p.69.

empresa aberta não viola a condição de emissão exclusiva de ações ordinárias, necessária à adesão da companhia ao Novo Mercado.

Depreende-se, então, que a inclusão da *Golden Share* na Lei 6.404/76 foi determinante para sua regulação como mecanismo pronto do ordenamento jurídico pátrio brasileiro, criando segurança jurídica no que tange sua utilização.

Tal regulamentação resolveu o problema de classificação das *Golden Shares*, inclusive possibilitando que exceções à tal classificação fossem expressamente previstas em outras normas, especialmente diante da revelação da natureza *intuitu personae* das *Golden Shares*, exceção à regra da livre circulação de ações das sociedades anônimas, como lembram os juristas Nelson Eizirik, Ariádna B. Gaal, Flávia Parente e Marcus de Freitas Henriques:

> Na sociedade anônima, a regra é a da livre circulação das ações, o que significa que o titular de uma ação pode transferí-la livremente a quem lhe convier e quando o desejar, com exceção da preferencial de classe especial – a Golden share (artigo 17, §7º da Lei das S.A.).[25]

Quanto à *Golden Share* detida pelo ente privado nas sociedades anônimas fechadas, esta é possível em virtude da previsão de vantagens políticas constantes do Artigo 18 da Lei das S.A.[26], mas tal utilização não será pormenorizada no presente estudo por não guardar relação com o escopo da presente análise.

---

[25] EIZIRIK. op. cit., p. 66.

[26] Lei 6.404/76 Art. 18. O estatuto pode assegurar a uma ou mais classes de ações preferenciais o direito de eleger, em votação em separado, um ou mais membros dos órgãos de administração. Parágrafo único. O estatuto pode subordinar as alterações estatutárias que especificar à aprovação, em assembléia especial, dos titulares de uma ou mais classes de ações preferenciais.
Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404compilada.htm, acesso em 10/06/2017.

4 ANÁLISE DA LICITUDE NA UTILIZAÇÃO DAS *GOLDEN SHARES*

4.1 SUPOSTA ILICITUDE PELA VIOLAÇÃO DO TIPO SOCIETÁRIO DAS SOCIEDADES ANÔNIMAS

Conforme previamente analisado, apesar de as *Golden Shares* terem sido inseridas nos ordenamentos jurídicos dos países que as utilizariam como mecanismo de manutenção de certa ingerência estatal nas companhias públicas, posteriormente à conclusão do processo de desestatização das mesmas, sua utilização foi alvo de severas críticas, nos âmbitos nacional e internacional, tendo sido questionada à exaustão, tanto no que tange à efetividade do instrumento para o fim ao qual se propunha, quanto no tocante a sua licitude face aos princípios norteadores do direito societário e que regulam os valores mobiliários.

Assim, como o presente estudo se presta a analisar justamente a aplicação das *Golden Shares* no atual contexto das empresas de economia mista brasileiras, pela verificação da possibilidade de sua utilização na privatização de tais estatais, cumpre-se, também, verificar se tais mecanismos (privatização e *Golden Share*) seriam os mais adequados à equalização dos interesses público e privado inerentes à composição de tais companhias.

No entanto, anteriormente a qualquer juízo de valor acerca da efetividade das *Golden Shares* para atingimento de tal fim, é necessária a análise de sua licitude, que, caso não seja constatada, constituirá, de plano, óbice à análise à qual se presta o presente estudo, o que culminaria com a conclusão instantânea de que as *Golden Shares* não são mecanismos aptos a permitir a privatização de empresas de economia mista de forma a manter a ingerência estatal em assuntos estratégicos de interesse público.

Acerca dos argumentos contrários às *Golden Shares* do ponto de vista de sua licitude, leciona Juliana Krueger Pela:

> Com efeito, argumenta-se que o instrumento violaria regras e princípios centrais de direito societário, como (i) a proporcionalidade entre direitos e

> participação acionária, (ii) impessoalidade dos títulos acionários, (iii) igualdade entre acionistas, (iv) deliberação por maioria, (v) tipicidade das espécies e classes de ações, (vi) a livre circulação dos títulos acionários. Por alegada contrariedade a essas regras e princípios – tidos como essenciais para caracterizar o tipo societário da sociedade emissora de *Golden shares* – defende-se inclusive que o instrumento seria nulo.[27]

Assim, no referido excerto, elencou a jurista supracitada os principais pontos de questionamento acerca da licitude quanto à utilização das *Golden Shares*.

Tomando-se como base a sequência constante da brilhante análise realizada pela supracitada autora, iniciamos tal explanação verificando se a utilização das *Golden Shares* pelo ente desestatizante implicaria na descaracterização do tipo societário da sociedade anônima emissora de tais valores mobiliários, hipótese que, caso confirmada, ensejaria a constatação de sua ilicitude.

Os tipos societários, segundo os quais devem ser constituídas todas as sociedades empresárias, estão regulados na legislação pátria pelo Código Civil nos artigos 1.039 a 1.092, como dispõe o *caput* do Artigo 983[28] do mesmo diploma legal.

Dentre os tipos societários previstos na referida lei, nos artigos 1.088 e 1.089, consta a sociedade anônima, sendo que os referidos artigos apenas especificam que tal sociedade prevê a divisão do capital social em ações e a limitação de responsabilidade do sócio às ações por ele subscritas ou adquiridas, remetendo os pormenores da regulação de tal tipo societário à lei especial, qual seja, a Lei 6.404/76.

Dessa forma, a suposta descaracterização do tipo societário da sociedade anônima é ponto que deve ser superado para fins de confirmação da licitude das *Golden Shares*.

---

[27] PELA, op. cit., ps. 73 e 74.

[28] Código Civil Art. 983. A sociedade empresária deve constituir-se segundo um dos tipos regulados nos arts. 1.039 a 1.092; a sociedade simples pode constituir-se de conformidade com um desses tipos, e, não o fazendo, subordina-se às normas que lhe são próprias.
Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/L10406.htm, acesso em 10/06/2017.

Assim, importante se torna a caracterização dos requisitos essenciais sem os quais a sociedade anônima não poderia ser sequer concebida.

Acerca do tema, posiciona-se a supracitada jurista, após profunda digressão acerca da evolução histórica da tipicidade da sociedade anônima no mundo, chegando às características que considera representarem o núcleo do tipo da sociedade anônima, as quais condizem com o que posto no referido Artigo 1.088 do Código Civil, bem como com o que prevê o Artigo 1º da Lei 6.404/76[29].

Para fins da presente análise, desnecessária se torna a apresentação da referida digressão de forma pormenorizada, bastando a apresentação de tais características, as quais encontram respaldo, como visto, também na legislação societária pátria.

Assim, aduz Juliana Krueger Pela acerca critérios que compõe o núcleo do tipo da sociedade anônima:

> "São eles: (i) a responsabilidade limitada dos sócios em relação às dívidas sociais; e (ii) a divisão do capital social em ações passíveis de transferência, de modo a permitir a constante alteração da composição acionária." [30]

A responsabilidade limitada dos sócios e a autonomia patrimonial da sociedade geraram o conceito personalidade jurídica, estabelecendo que as referidas sociedades seriam titulares personalidade própria, distinta, portanto, das pessoas de seus sócios.

Tais fundamentos representam postulados básicos do Direito, como destacam Modesto Carvalhosa e Nelson Eizirik:

> O ordenamento jurídico cria e reconhece a personalidade jurídica de entes coletivos, como as sociedades, para que determinados fins possam ser atingidos, notadamente a autonomia patrimonial e a limitação de

---

[29] Lei 6.404/76 Art. 1º A companhia ou sociedade anônima terá o capital dividido em ações, e a responsabilidade dos sócios ou acionistas será limitada ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas.
Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404compilada.htm, acesso em 10/06/2017.
[30] Ibidem, p. 106.

> responsabilidade; fins esses, em si mesmos, absolutamente lícitos e legítimos.
>
> Assim sendo, a personalidade jurídica das sociedades comerciais e a autonomia de seu patrimônio frente à pessoa de seus sócios devem ser integralmente respeitadas como postulados básicos do Direito, caracterizando-se como instrumento legal, legítimo e necessário ao desenvolvimento da atividade empresarial.[31] (grifamos)

Assim, temos, também nos dizeres do doutrinador Modesto Carvalhosa, a caracterização da autonomia patrimonial dos sócios em relação à sociedade, e sua recíproca, como postulado básico do direito empresarial, a corroborar com a utilização de tal característica como parte integrante do núcleo de tipo da sociedade anônima, como fez Juliana Krueger Pela no excerto supratranscrito.

Dessa forma, estabelecida a autonomia patrimonial como um dos cernes do tipo societário da sociedade anônima, verifica-se a total impossibilidade de que a emissão ou utilização das *Golden Shares* viole a limitação de responsabilidade de que trata a legislação societária e a doutrina.

Sendo assim, ao menos pelo prisma da autonomia patrimonial, a adoção das *Golden Shares* em privatizações não representa qualquer violação a tal requisito do núcleo do tipo das sociedades anônimas e, portanto, não leva à constatação de ilicitude acerca de tal mecanismo.

Nesse sentido, constatada a licitude das *Golden Shares* no que tange a preservação da autonomia patrimonial, resta a análise de sua compatibilidade com o outro requisito constante do núcleo do tipo das sociedades anônimas, qual seja, a divisão do capital social em ações passíveis de transferência que permitam a constante alteração da composição acionária.

Importante, neste momento do presente estudo, reiterar a exclusão da *Poteri Speciali* italiana para fins da análise à qual este se presta, agora também no que tange à licitude das *Golden Shares*, uma vez que, como visto anteriormente no subcapítulo 3.1 do presente estudo, a P*oteri Speciali* não tem a natureza de classe

---

[31] CARVALHOSA, Modesto. Estudos de direito empresarial/ Modesto Carvalhosa, Nelson Eizirik – São Paulo. Sarariva, 2010. p. 441.

de ação representativa do capital social, mas de poder estatal conferido por mera cláusula no estatuto social da empresa privatizada.

Sendo assim, a admissão da *Poteri Speciali* para fins da presente análise levaria à conclusão de ilicitude por violação de tipo, uma vez que poderes próprios de titulares de ações, ou seja, típicos de detentores de *status socii,* são conferidos a ente externo ao quadro de acionistas, como no caso é o ente desestatizante, por mera inclusão de cláusula estatutária.

Dessa forma, nos ateremos, no que tange à análise da licitude supradescrita, ao modelo das *Golden Shares* utilizado em nossa legislação pátria, o qual consiste em classe especial de ações representativas do capital social da companhia.

Pela simples análise do instituto das *Golden Shares*, já realizada no presente estudo, é possível verificar que resta respeitado o preceito de que o capital social deve ser dividido em ações que conferem poderes e deveres a seu titular, sendo os poderes especiais decorrentes da titularidade de uma *Golden Share* inerentes ao *status socii* detido pelo Estado.

Resolvida tal questão, respeitada a divisão em ações representativas do capital social a conferir os poderes e deveres inerentes ao *status socii*, inclusive no que tange ao Estado enquanto titular de *Golden Shares*, resta apenas a solução do questionamento acerca da suposta violação que a utilização de *Golden Shares* traria à regra de circulação de ações, apta a permitir alteração no quadro acionário.

Tal ponto pode ser melhor abarcado sob dois prismas: (i) o primeiro, contemplando que tal violação poderia advir dos poderes que podem ser conferidos ao detentor de *Golden Shares*, no que tange, especificamente, à possibilidade de o Estado vetar transferências de determinada quantidade de ações a determinado grupo, ou à obrigação de ser consultado anteriormente à oferta de ações; e (ii) o segundo, o qual contempla que tal violação poderia decorrer da impossibilidade de circulação da própria *Golden Share* diante de sua natureza *intuitu personae*.

O primeiro item elencado acima traz em seu bojo o questionamento acerca da possibilidade de a intervenção do Estado por meio da *Golden Share*, exercendo influência sobre proposta de aquisição de ações por determinado grupo, possibilitando ao referido ente desestatizante a prerrogativa de obstar aquisições de ações que julgue contrárias ao interesse público, dificultando ou impedindo, assim, a mudança do quadro societário que constitui parte integrante do núcleo do tipo da sociedade anônima.

Acerca do tema, Nelson Eizerik argumenta que a livre circulação de ações é regra em sociedades anônimas, mas que tal regra não é absoluta, uma vez que a legislação prevê que a limitação de transferência de ações é plenamente possível no caso das sociedades anônimas fechadas, enquanto nas abertas qualquer imposição de restrição à livre circulação seria considerada nula.[32]

Assim, depreende-se da lição do supracitado doutrinador que a vedação legal de dispositivos estatutários que limitem a livre transferência de ações é exclusiva do subtipo das sociedades anônimas abertas, pelo que a utilização das *Golden Shares* pelo Estado para limitar a livre circulação de ações, desde que não impeça sua a negociação, não constituiria violação do tipo da sociedade anônima.

Nesse sentido ensina Amador Paes de Almeida:

> (...) nas companhias fechadas, normalmente, as ações estão distribuídas dentro de um pequeno círculo de pessoas e, em algumas oportunidades, circunscritas à própria família. Em tais circunstâncias, é facultado estabelecer limitações à circulação das ações, desde que tais limitações não impeçam a negociação nem sujeitem o acionista ao arbítrio dos órgãos da administração da companhia ou da maioria dos acionistas.
> (...)
> Tais restrições, como pode se constatar, impedem o ingresso na sociedade de pessoas indesejáveis sob diversos aspectos, reservando, outrossim, as ações a determinados grupos ou indivíduos.[33]

No mesmo sentido ensina Fran Martins:

> De acordo, portanto, com a nova lei, somente as ações nominativas da companhia fechada podem sofrer restrições estatutárias quanto à sua

[32] Conforme EIZIRIK, op. cit. p. 67.
[33] ALMEIDA, Amador Paes de. Manual das sociedades comerciais. São Paulo: Saraiva, 1995. p. 205

> circulação, sendo, em princípio, livremente cessíveis as ações das sociedades abertas. [34]

Apesar disso, tais lições demonstram que sociedades anônimas abertas constituem, repita-se, subtipo das sociedades anônimas, o qual teria como núcleo, além da possibilidade de transferência de suas ações, a livre circulação de tais títulos, o qual seria violado caso lhe fosse imposta a limitação de circulação de suas ações pelo Estado mediante utilização dos poderes conferidos pelo estatuto em decorrência de titularidade de *Golden Share*.

Importante arguir, neste ponto, o quanto levantado por Fabiano Pavezi, que ressalta que a restrição na circulação de ações de companhia aberta pode ocorrer legalmente, mas apenas sob a forma de acordo de acionistas, o qual é extra estatutário, sendo nula a cláusula estatutária que admitir tal restrição.[35]

Dessa forma, como os poderes inerentes às *Golden Shares* devem estar presentes no estatuto, entende-se que a possibilidade de restrição na circulação de ações como poder atribuído ao ente estatal, enquanto detentor de tais ações em companhias abertas, pode ser considerado ilícito pela violação ao princípio da livre circulação de ações aplicado a tal subtipo de sociedade anônima.

Apesar disso, segundo Juliana Krueger Pela, é evidente que a previsão de poder de aprovação prévia ou veto na transferência de ações, o qual foi aplicado em diversos estatutos, inclusive em privatizações ocorridas no Brasil, visa exatamente o estabelecimento de certo controle estatal na estrutura acionária da companhia privatizada, buscando-se, assim, evitar que companhias estratégicas objeto de privatização fossem alvo de ofertas de aquisição por quem não interessaria ao interesse público nacional, especialmente por estrangeiros.[36]

Mesmo que seja este o intuito do ente desestatizante na privatização das estatais de potencial estratégico ao interesse público, forçoso concluir que a

---

[34] MARTINS, Fran. Comentários à lei das sociedades anônimas / Fran Martins ; revista e atualizada por Roberto Papini. 4ª Edição. rev. e atual. Rio de Janeiro: Forense, 2010. p. 137.
[35] Conforme PAVEZI. op. cit. p. 93.
[36] Conforme PELA. op. cit. p. 111.

previsão de *Golden Shares* cujos poderes estatutários limitem a livre circulação de ações em companhias abertas violam o núcleo do subtipo das sociedades anônimas abertas, pelo que se conclui pela ilicitude na atribuição de tais poderes nos estatutos sociais de tais companhias.

O segundo item, por sua vez, traz o questionamento acerca da violação à regra da possibilidade de circulação de ações em relação à própria *Golden Share*, por sua natureza *intuitu personae*.

O cerne da discussão estaria no fato de que a *Golden Share*, por ser ação cujo detentor necessário e exclusivo é o ente desestatizante, teria natureza inalienável, representando óbice à circulação das ações da companhia que a tenha emitido, uma vez que, ainda que todas as demais ações possam ser negociadas, a *Golden Share* não pode ser transferida ou alienada.

Entretanto, tal argumento não parece válido, uma vez que as previsões legais que garantem a circulação de ações, seja em qual jurisdição for, têm a função de proteger o acionista e o mercado, como ensina Juliana Krueger Pela, impedindo que o titular de ações de uma companhia fique "preso" ao quadro acionário contrariamente à sua vontade.[37]

A previsão legal que estabelece a inalienabilidade das *Golden Shares*, por sua vez, não visa a proteção do ente desestatizante, uma vez que a este é desnecessária tal proteção, já que a inalienabilidade prevista em lei se refere exclusivamente ao fato de que os poderes inerentes às *Golden Shares* só fazem sentido quando conferidos ao Estado, uma vez que é função de tal mecanismo a garantia de certo controle estatal apto a garantir o interesse público em questões estratégicas.

No caso das *Golden Shares*, como já explicitado no presente estudo, o detentor de tal ação é o Estado, e os poderes especiais conferidos a tal titular visam exclusivamente o atendimento ao interesse público, de modo que não parece

[37] Conforme PELA. op. cit. p. 115.

razoável sequer imaginar um cenário em que o Estado seria prejudicado por estar "preso", contrariamente à sua vontade, ao quadro acionário da companhia desestatizada, ainda mais no contexto das privatizações em que as empresas que emitem *Golden Shares* detém notória relevância estratégica ao interesse público.

Assim, como bem pontua Fabiano Pavezi, a necessidade de perpetuação da intervenção estatal em companhias privatizadas por meio das *Golden Shares* deve ser tutelada pelo próprio Estado, até que este entenda não ser mais o caso de continuar participando das atividades das referidas companhias, hipótese em que poderá promover a extinção de tal participação juntamente com os acionistas controladores da companhia.[38]

Dessa forma, no que tange à inalienabilidade e intransferibilidade das *Golden Shares*, não se vislumbra qualquer violação à circulação de ações, sendo que não há qualquer contradição entre os dispositivos de lei que estabelecem tais institutos.

Assim, conclui-se que a emissão e utilização das *Golden Shares* pelo ente desestatizante não configura qualquer ilicitude referente à violação do tipo societário das sociedades anônimas, violando, no máximo, o subtipo das sociedades anônimas abertas, e apenas em casos em que o estatuto social confira ao detentor das *Golden Shares* poderes que possam limitar a circulação das ações, seja por meio de necessidade de aprovação de aquisição ou transferência de ações, seja pelo exercício do poder de veto em tais matérias.

4.2 SUPOSTA ILICITUDE PELA VIOLAÇÃO DE PRINCÍPIOS E NORMAS DE DIREITO SOCIETÁRIO NÃO ABARCADOS PELO TIPO SOCIETÁRIO DA SOCIEDADE ANÔNIMA

Seguindo com a verificação da licitude das *Golden Shares* segundo a ordem brilhantemente estabelecida por Juliana Krueger Pela em sua tese de doutorado, uma vez superada a análise da licitude sob o prisma do tipo societário da sociedade anônima, faz-se necessária tal análise segundo os demais princípios e normas atinentes ao direito societário, os quais consistem, como anteriormente elencado, (i)

[38] Conforme PAVEZI op. cit. p. 95.

na proporcionalidade entre direitos e participação acionária; (ii) na igualdade entre acionistas; e (iii) na maioria nas deliberações sociais.

Os princípios societários acima trazidos não são absolutos no ordenamento jurídico pátrio, comportando exceções expressas na Lei 6.404/76, de modo que o estudo de tais exceções implica no conhecimento da forma e extensão da aplicação dos referidos princípios, tornando possível a verificação acerca da licitude das *Golden Shares* sob esse prisma.

O princípio da proporcionalidade consta do Artigo 110 da Lei 6.404/76, determinando que cada ação ordinária corresponde a um voto em assembleia geral.[39]

Apesar de tal previsão, o Artigo 111 do mesmo diploma legal traz a exceção à proporcionalidade, determinando que o estatuto social da companhia pode estabelecer que as ações preferenciais não conferirão direito de voto a seus titulares.[40]

A lei societária também impõe limite à emissão de ações preferenciais no Artigo 15, §2º da Lei 6.404/76, estabelecendo que aquelas sem direito a voto, ou com alguma restrição acerca de tal direito, não podem superar 50% (cinquenta por cento) do total de ações emitidas pela companhia.[41]

---

[39] Lei 6.404/76 Art. 110 A cada ação ordinária corresponde 1 (um) voto nas deliberações da assembléia-geral.
§ 1º O estatuto pode estabelecer limitação ao número de votos de cada acionista.
§ 2º É vedado atribuir voto plural a qualquer classe de ações.
Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404compilada.htm, acesso em 10/06/2017.
[40] Lei 6.404/76 Art. 111, *caput* O estatuto poderá deixar de conferir às ações preferenciais algum ou alguns dos direitos reconhecidos às ações ordinárias, inclusive o de voto, ou conferi-lo com restrições, observado o disposto no artigo 109.
Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404compilada.htm, acesso em 10/06/2017.
[41] Lei 6.404/76, Art. 15 As ações, conforme a natureza dos direitos ou vantagens que confiram a seus titulares, são ordinárias, preferenciais, ou de fruição.
(...)
§ 2º O número de ações preferenciais sem direito a voto, ou sujeitas a restrição no exercício desse direito, não pode ultrapassar 50% (cinqüenta por cento) do total das ações emitidas.
Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404compilada.htm, acesso em 10/06/2017.

Importante notar que a limitação legal dada à exceção ao princípio da proporcionalidade diz respeito, exclusivamente, à quantidade de ações preferenciais emitidas com restrição ao direito de voto.

Dessa forma, como ressalta Juliana Krueger Pela, tal restrição legal é exclusivamente quantitativa e não qualitativa.[42]

Sendo assim, conclui-se que as *Golden Shares* não violariam o princípio da proporcionalidade aplicado no Brasil, uma vez que, apesar de conferirem a seu detentor direitos desproporcionais à quantidade de ações de sua titularidade, já que uma única *Golden Share* pode conferir poderes que apenas o acionista controlador teria, apenas se enquadrariam na hipótese da exceção legal já prevista em nosso ordenamento pátrio, não violando, portanto, o critério quantitativo estabelecido em lei.

Verificada a ausência de restrição legal à utilização de *Golden Shares*, no que tange ao princípio da proporcionalidade, importante demonstrar sua licitude, também no que se refere ao princípio da igualdade entre acionistas.

A licitude das *Golden Shares* no direito brasileiro, sob o prisma do princípio da igualdade, sequer configura exceção à norma geral societária, como se verifica pela mera análise do Artigo 109, §1º da Lei 6.404/76.[43]

Isso porque, como dispõe o referido artigo de lei, a previsão de direitos iguais é aplicada apenas aos acionistas da mesma classe.

Ou seja, apenas os detentores da mesma classe de ações devem ter os mesmos direitos, sendo totalmente lícito que, aos titulares de outra classe de ações, sejam conferidos direitos diferentes.

---

42 PELA. op. cit. p. 123.
43 Lei 6.404 Art. 109 Nem o estatuto social nem a assembléia-geral poderão privar o acionista dos direitos de:
(...)
§ 1º As ações de cada classe conferirão iguais direitos aos seus titulares.
Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404compilada.htm, acesso em 10/06/2017.

Assim, sendo a *Golden Share* uma ação preferencial de classe especial, não há qualquer óbice legal ou principiológico a impedir que esta classe de ações confira ao seu detentor poderes diferentes dos conferidos aos detentores das demais classes de ação.

Dessa forma, a utilização das *Golden Shares* no Brasil também é perfeitamente lícita do ponto de vista do princípio da igualdade entre acionistas.

Por fim, resta a análise da adequação das *Golden Shares* no que tange ao princípio da maioria nas deliberações sociais, ou princípio majoritário.

O princípio majoritário está inserido no ordenamento jurídico societário pátrio no Artigo 129 da Lei 6.404/76, o qual estabelece que as deliberações assembleares devem ser tomadas por maioria absoluta de votos.[44]

O mesmo artigo ressalva a possibilidade de exceções a tal princípio a serem previstas em lei, o que ocorre, por exemplo, no caso do Artigo 221 da Lei 6.404/76, o qual prevê unanimidade na deliberação que vise a transformação da companhia em outro tipo societário.[45]

Além disso, o mesmo diploma legal prevê, em seu artigo 18, como já visto acima, que dentre as vantagens políticas que poderão ser conferidas, pelo estatuto, aos detentores de ações preferenciais, está a subordinação de certas alterações

---

[44] Lei 6.404/76 Art. 129 As deliberações da assembléia-geral, ressalvadas as exceções previstas em lei, serão tomadas por maioria absoluta de votos, não se computando os votos em branco.
§ 1º O estatuto da companhia fechada pode aumentar o quorum exigido para certas deliberações, desde que especifique as matérias.
§ 2º No caso de empate, se o estatuto não estabelecer procedimento de arbitragem e não contiver norma diversa, a assembléia será convocada, com intervalo mínimo de 2 (dois) meses, para votar a deliberação; se permanecer o empate e os acionistas não concordarem em cometer a decisão a um terceiro, caberá ao Poder Judiciário decidir, no interesse da companhia.
Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404compilada.htm, acesso em 10/06/2017.

[45] Lei 6.404/76 Art. 221 A transformação exige o consentimento unânime dos sócios ou acionistas, salvo se prevista no estatuto ou no contrato social, caso em que o sócio dissidente terá o direito de retirar-se da sociedade.
Parágrafo único. Os sócios podem renunciar, no contrato social, ao direito de retirada no caso de transformação em companhia.
Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404compilada.htm, acesso em 10/06/2017.

estatutárias à aprovação dos titulares de classes específicas das referidas ações, o que representa patente mitigação ao princípio majoritário.

Imprescindível notar que as vantagens políticas previstas no Artigo 18 da Lei 6.404/76, acima, em muito se assemelham ao poder de veto das *Golden Shares*, constante do Artigo 17, §7º do mesmo diploma legal, representando, igualmente, mitigação ao princípio majoritário

Assim, segundo Juliana Krueger Pela, a utilização das *Golden Shares* não compromete o princípio majoritário como forma de superação de divergências nos órgãos sociais da companhia, podendo apenas implicar em hipótese de aplicação mitigada de tal princípio, o que já ocorre legalmente nos dispositivos trazidos acima.[46]

Dessa forma, também diante do princípio majoritário, não se vislumbra ilicitude por parte das *Golden Shares*.

Concluímos assim, pela legalidade das *Golden Shares* no Brasil, seja por sua previsão expressa em lei, como já explicitado no subcapítulo 3.1 acima, seja porque tal mecanismo não viola o tipo societário da sociedade anônima ou os princípios basilares do direito societário.

A única exceção encontrada que denotaria ilicitude na aplicação de *Golden Share* segundo os princípios do direito societário brasileiro está restrita aos poderes de limitar a livre circulação de ações nas sociedades anônimas abertas, como verificado no subcapítulo 4.1 acima.

5 EMPRESAS DE ECONOMIA MISTA COMO FORMA DE INTERVENÇÃO DO ESTADO NA ECONOMIA

5.1 ESSÊNCIA DICOTÔMICA

[46] Conforme PELA op. cit. p. 130.

As empresas estatais, quais sejam, empresa pública e empresa de economia mista, estão inseridas na Constituição Federal em seu Artigo 173, §1º:

> Art. 173. Ressalvados os casos previstos nesta Constituição, a exploração direta de atividade econômica pelo Estado só será permitida quando necessária aos imperativos da segurança nacional ou a relevante interesse coletivo, conforme definidos em lei.
> § 1º A lei estabelecerá o estatuto jurídico da empresa pública, da sociedade de economia mista e de suas subsidiárias que explorem atividade econômica de produção ou comercialização de bens ou de prestação de serviços, dispondo sobre:[47]

A exploração direta da atividade econômica pelo Estado só é permitida nos casos previstos em lei, ou seja, quando for necessária à preservação da segurança nacional ou quando for necessária ao interesse público[48], pelo que se verifica que, no que tange às empresas estatais existentes, já lhes foi atribuída a característica de relevância a um dos referidos aspectos.

Tanto as empresas públicas quanto as de economia mista detém personalidade jurídica própria e seguem as regras do direito privado, com a diferença de que a empresa pública tem a totalidade de seu capital social representada pelo ente estatal, enquanto a de economia mista tem o Estado como seu controlador, por este deter a maioria das ações representativas de seu capital social, sendo que as demais ações, neste caso, são detidas por particulares.[49]

Outra diferença entre empresas públicas e de economia mista, segundo ensina Carolina Barros Fidalgo:

> Reside na sua forma jurídica. A empresa pública pode assumir qualquer forma admitida em direito, ao passo que a sociedade de economia mista só pode ser constituída sob a forma de sociedade anônima. Vale aqui fazer a observação de que a adoção de formas societárias já consagradas no âmbito do Direito Comercial apresenta vantagens estruturais jurídicas já

---

[47] Constituição Federal, Art. 173, §1º.
Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicaocompilado.htm, acesso em 10/06/2017.

[48] Conforme MODESTO, Paulo. Reforma do Estado, Formas de prestação de serviços ao público e parcerias público-privadas. Revista Eletrônica de Direito Administrativo Econômico. Salvador. Instituto de Direito Público da Bahia, nº 2, mao-jun-jul, 2005. Disponível em http://www.direitodoestado.com.br, acessado em 10/06/2017.

[49] SILVA, De Plácido e. Vocabulário Jurídico / atualizadores: Nagib Slaibi Filho e Gláucia Carvalho. Rio de Janeiro: Forense. 28ª Edição. 2010. p. 1304

> consolidadas e testadas pelo curso do tempo, evitando controvérsias e problemas que podem surgir da criação de estruturas totalmente novas.[50]

Para fins deste trabalho, nos ateremos às sociedades de economia mista, uma vez que busca-se enfatizar o aspecto essencial de tais companhias, o qual consiste na necessidade de conciliação entre os interesses públicos e privados, os quais tendem a ser conflitantes.

Acerca das sociedades de economia mista, leciona José Edwaldo Tavares Borba:

> Observe-se que a condição de economia mista não decorre da simples participação do Estado, ainda que majoritária, no capital da sociedade.
> O Decreto-lei nº 200/67, com a redação que lhe foi dada pelo Decreto-lei nº 900/69, ao dispor sobre reforma administrativa, estabeleceu (art. 5º, inciso III), em definição analítica, os seguintes elementos caracterizadores da sociedade de economia mista:
> a) personalidade jurídica de direito privado;
> b) criação por lei;
> c) objeto ligado à exploração de atividade econômica;
> d) forma de sociedade anônima;
> e) controle majoritário da União (ou do Estado ou Município), ou de entidade de administração indireta.[51]

Segundo Fabio Ulhoa Coelho, o ente estatal que atua como controlador nas empresas de economia mista tem as mesmas responsabilidades que teria o acionista controlador particular em sociedades anônimas privadas, com a ressalva posta pela própria lei de que a orientação dos negócios pode ser traçada de modo a atender o interesse público.[52]

Assim, depreende-se que a sociedade de economia mista pode deter um interesse dúplice ou dicotômico a orientar o vetor de seus negócios, qual seja, a obtenção de lucro, típica de qualquer sociedade empresária, e o atendimento ao interesse público, específico de empresas públicas.

---

[50] FIDALGO, op. cit. p. 135.
[51] BORBA, José Edwaldo Tavares. Sociedade de economia mista e privatização. Rio de Janeiro: Lumen Juris. 1997. p.118.
[52] Conforme COELHO, Fábio Ulhoa. Manual de direito comercial. 14ª Edição. rev. atual. de acordo com o novo código civil e alterações da LSA, e ampl. com estudo sobre o comércio eletrônico. São Paulo: Saraiva. 2003. p. 222.

Isso significa que a sociedade de economia mista, buscando atender ao interesse público, pode, na orientação geral de seus negócios, praticar atividade que comprometa o lucro, ou até mesmo a maximização do valor da companhia a médio e longo prazo.

Apesar disso, o próprio doutrinador supracitado ressalta que o Estado, enquanto controlador de sociedades de economia mista, não pode determinar que a mesma persiga o interesse público a tal ponto que o déficit de tal persecução enseje a descaracterização do investimento feito pelos minoritários, sendo possível a responsabilização pelo prejuízo que causar em relação a atividades altamente deficitárias.[53]

Sendo assim, ainda segundo ensinamentos de Fabio Ulhoa Coelho, em relação ao acionista que ingressa no quadro acionário da sociedade de economia mista, presume-se que este esteja ciente de tais condições, ou seja, que eventualmente pode ter o valor de suas ações ou o recebimento de seus dividendos levemente comprometido pela necessidade de atendimento ao interesse da coletividade.[54]

Esse seria o risco inerente ao investimento em tais companhias, o qual se soma ao risco que circunda todo e qualquer investimento em ações, podendo ser reduzido pelos benefícios legais detidos por tais companhias, como, por exemplo, a impossibilidade de ser objeto de falência.

Acerca da impossibilidade de a empresa de economia mista ser objeto de falência, posiciona-se Manoel Justino Bezerra Filho:

> A Lei retira também de seu âmbito de incidência as sociedades de economia mista.
> (...)

[53] Conforme COELHO. op. cit. p. 223.
[54] Conforme COELHO. loc. cit.

> O legislador entendeu por bem excluir as sociedades de economia mista que de 2001 com a revogação do art. 242 da Lei das S.A., até a vigência da nova lei falimentar estavam sujeitas à falência.[55]

Importante ressaltar que este capítulo se presta a descobrir se a função dicotômica da empresa de economia mista, a qual consiste em promover o lucro e a maximização do valor da companhia a longo prazo e, ao mesmo tempo, praticar políticas públicas necessárias que podem ter o condão de impactar negativamente em tal valor, seria o fator determinante da atual crise das companhias de economia mista.

Isso porque tal dicotomia é a própria essência das companhias em questão. Senão vejamos:

Conforme ensinamento de Jonathan Barros Vita e Paulo Antonio Brizzi Andreotti, o texto constitucional contemplou o Estado brasileiro como liberal-social, assumindo forte compromisso com os princípios liberais, como a livre iniciativa, mas também estabelecendo compromisso com a ideologia social, ampliando consideravelmente os mecanismos de indução do desenvolvimento nacional, dentre os quais está a possibilidade de intervenção estatal na economia.[56]

Ainda segundo os referidos autores:

> Esta complementaridade entre a intervenção pública e livre mercado, permite que a liberdade econômica caminhe junto com a intervenção do Estado como forma de corrigir falhas de mercado e implementar direitos sociais, objetivando assim o desenvolvimento socioeconômico do país, passando a legitimar e instrumentalizar o Estado do século XXI.[57]

Sendo assim, a figura traçada pelo legislador acerca da estrutura e função da sociedade de economia mista encontra perfeita subsunção aos princípios constitucionais, contrariando o argumento de que tal fator seria ponto determinante

---

[55] BEZERRA FILHO, Manoel Justino. Lei de recuperação de empresas e falência: Lei 11.101/2005 : comentada artigo por artigo. 10ª Edição rev., atual. e ampl. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais. 2014. p. 70.

[56] Conforme VITA, Jonathan Barros ANDREOTTI; Paulo Antonio Brizzi. Petrobrás e o preço dos combustíveis: os novos paradigmas da intervenção do estado na economia. Scientia Iuris. Londrina. v.18, n.2, p.25-54, dez.2014 DOI:10.5433/2178-8189.2014v18n2p25. p. 27.

[57] VITA. loc. cit.

da crise atualmente experimentada por tais sociedades, mesmo porque, se bem geridas, as sociedades de economia mista têm plena capacidade de serem eficientes e atenderem às expectativas dos acionistas, *stakeholders* e da população.

Esse é o entendimento de Alexandre Di Miceli da Silveira, que, ao apresentar o problema da função-objetivo das sociedades de economia mista, representado pela dicotomia já explicitada acima, apresenta duas possibilidades de conciliação de interesses: (i) a primeira seria assumir tal dicotomia e informar aos investidores, antes do investimento, de que algumas decisões da companhia representariam sacrifício de rentabilidade em prol da persecução de políticas públicas; e (ii) a segunda seria conferir autonomia total aos administradores de tais companhias para perseguirem a majoração da rentabilidade, permitindo, no entanto, a utilização das mesmas como executoras das políticas públicas, porém com total transparência em relação aos custos, os quais deveriam ser arcados pelo Estado e não pelos acionistas.[58]

Ainda segundo o supracitado autor:

> A definição transparente da função-objetivo das ECEs (e dos mecanismos para assegurar a manutenção de tais critérios a longo prazo) terminaria por protege-la, impelindo-as a uma maior eficiência operacional e financeira, algo positivo para seus investidores (incluindo o Estado), demais stakeholders e a sociedade como um todo.[59]

Assim, parece-nos que, apesar de serem conflitantes, caso a função-objetivo das sociedades de economia mista seja bem delimitada e transparente aos investidores, os interesses distintos entre acionistas minoritários e Estado não seriam óbice à gestão eficiente da dita companhia.

Tal constatação, no entanto, faz permanecer a questão acerca do motivo da crise experimentada pelas companhias de economia mista no atual cenário econômico nacional.

---

[58] Conforme SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. Governança corporativa no Brasil e no mundo: teoria e prática. Rio de Janeiro: Elsevier. 2010. p.325.
[59] SILVEIRA. op. cit. p. 326.

Para tentar elucidar os motivos pelos quais as empresas de economia mista experimentam sua atual crise, talvez a maior desde sua inclusão na Constituição Federal de 1988, faremos tal análise com base no caso da Petrobras, maior companhia de economia mista do país, e a que sofreu as mais notórias perdas em razão da crise à qual foi submetida.

5.2 FRAGILIDADE FRENTE À INTERVENÇÃO POLÍTICA EXCESSIVA – O CASO PETROBRAS

Conforme anteriormente posto, as companhias de economia mista estão passando por sua maior crise desde que foram incluídas na Constituição Federal de 1988, motivo pelo qual se faz pertinente a identificação dos motivos que causaram a fragilidade de tal modelo.

No capítulo anterior, estudou-se a essência dicotômica das sociedades de economia mista, concluindo-se que não é a dicotomia, existente entre os interesses públicos e privados de seus acionistas, a ensejadora da fragilidade que levou tais empresas à atual situação de crise.

Neste capítulo, verificaremos o caso específico da crise experimentada pela Petrobras, tentando estabelecer, pela análise deste célebre caso prático, quais seriam os pontos que ocasionaram a fragilidade de tal “gigante global do petróleo” a ensejar a atual situação de crise por ela vivenciada.

Segundo Wladimir Tadeu Silveira Coelho:

> A Empresa Brasileira de Petróleo (Petrobrás) foi criada no ano de 1953 como forma de superar as dificuldades impostas pelos grupos monopolistas internacionais que impediam o avanço da indústria petrolífera no Brasil. Assim, a missão principal dessa empresa seria a exploração, refino e distribuição do petróleo em território nacional, contando para esse fim, até o ano de 1994, com o monopólio desse setor da economia.[60]

[60] COELHO, Wladimir Tadeu Silveira. A exploração petrolífera na América do Sul: uma breve análise do caso boliviano. Boletim Científico n.20 e n.21 da Escola Superior do Ministério Público da União 2006. Disponível em: [http://boletimcientifico.escola.mpu.mp.br/boletins/boletim-cientifico-n.-20-e-n.-21-julho-dezembro-de-2006/a-exploracao-petrolifera-na-america-do-sul-uma-breve-analise-do-caso-boliviano] acessada em 21/06/2017.

Segundo Jarbas Amorim Americano e Maria Lúcia Pacheco de Mattos:

> A Petrobrás é a maior empresa brasileira do ramo de energia. Uma companhia que tem em sua trajetória conquistas, recordes e reconhecimento internacional. Uma empresa socialmente responsável e preocupada com a preservação do meio ambiente.[61]

Em que pese o fato de que a citação supra de Jarbas Amorim Americano e Maria Lúcia Pacheco de Mattos foi feita em 2005 considerando a situação da empresa à época, atualmente a Petrobras ainda é a maior empresa do ramo energético brasileiro.[62]

Ainda no que se refere aos excertos supra colacionados, verifica-se que a empresa foi criada pelo Estado para suprir a impossibilidade de competição de empresas petrolíferas privadas, eventualmente criadas, com os grupos monopolistas internacionais da época, sendo que a Petrobras deixou de monopolizar o setor no Brasil apenas em 1994.

Considerando que a atividade principal da referida sociedade é a exploração e produção de petróleo e gás natural[63], e sendo tais produtos essenciais para a matriz energética brasileira, detendo, portanto, grande relevância ao interesse nacional, evidentemente necessária é a atuação estatal apta a garantir que tais insumos sejam geridos também pelo prisma do interesse público, como já explorado no capítulo anterior.

Ocorre que, ao exercer o papel de acionista controlador, muitas vezes sob a premissa de atendimento ao interesse público, o Estado vem cometendo abusos de diversas ordens, impactando não apenas na desvalorização e perda da confiança dos investidores na referida empresa, como também no desenvolvimento do país.

---

61 AMERICANO, Jarbas Amorim e Maria Lúcia Pacheco de Mattos. Gestão da estratégia: experiências e lições de empresas brasileiras / organizadores David Kallás e André Ribeiro Coutinho. Rio de Janeiro: Elsevier. 2005. 6ª Reimpressão. p. 39.

62 http://mm.exame.abril.com.br/empresas/filtrar/2016/energia/Todos, acessada em 20/06/2017.

63 http://www.petrobras.com.br/pt/nossas-atividades/areas-de-atuacao/exploracao-e-producao-de-petroleo-e-gas/, acessada em 20/06/2017.

Uma das formas de atuação abusiva do Estado na Petrobras foi a utilização da empresa como instrumento de manipulação de indicadores econômicos, diante da importância do preço dos combustíveis em tais números, tentando maquiar a má gestão do Estado na economia para fins, obviamente, político-partidários.

Acerca do tema, tomando como premissa que o objetivo central (função-objetivo) da Petrobras, além do lucro e valorização das ações, seria o aumento de produção e diminuição da dependência externa de combustíveis, ensinam Jonathan Barros Vita e Paulo Antonio Brizzi Andreotti:

> Porém, observa-se que contrariando o principal objetivo da Petrobras, a União vem utilizando referida empresa como instrumento de indução da estabilidade monetária, em razão de sua vinculação com a política pública de controle da inflação, determinada pela regulamentação dos preços dos combustíveis. Dentro deste cenário, a União está obrigando a Petrobras a vender a gasolina abaixo do preço de custo.[64]

Nesse sentido, verifica-se que, sob a premissa de atuar em favor da capacidade produtiva nacional pelo controle do preço dos combustíveis, e, consequentemente, atender ao interesse nacional, o Estado utilizou a estatal para atuar na manipulação da política monetária que vinha sendo aplicada no Brasil, visando alterar seus indicadores para camuflar a crise econômico-financeira decorrente da mesma, violando, portanto, a função-objetivo da estatal, e causando prejuízos bilionários aos acionistas.

Observe-se que o controle da estabilidade monetária do país não guarda qualquer relação com a função-objetivo da companhia, uma vez que exploração de petróleo e gás não pressupõe atividade bancária ou qualquer outra com o viés que, ilicitamente, tentou aplicar o controlador no caso em questão.

Em outras palavras, o controle da economia não constitui a função pública sob a qual se fundou a empresa, e não poderia integrar o rol de políticas públicas a serem praticadas pela Petrobras.

---

[64] VITA. op. cit. p. 38.

Ainda que assim não fosse, a atuação do Estado no caso em apreço, além de não atender a função-objetivo da companhia, também representou enormes prejuízos ao interesse coletivo e particular, limitando o crescimento da empresa e, consequentemente, de sua capacidade de exploração petrolífera.

Nesse sentido são os dizeres de Jonathan Barros Vita e Paulo Antonio Brizzi Andreotti, ao pontuarem que a Petrobras se transformou "em uma empresa precária e ineficiente ao interesse público, por impedir que a nova relação de simbiose existente entre Estado, Direito e Empresa presente na Petrobras, estabeleça a autossuficiência do Brasil na produção de combustíveis e incentive a criação de novos arranjos institucionais, que agregam a dialética das parcerias público-privadas, para atuação nas zonas de interesse híbrido, existentes no Estado moderno, a exemplo do Petróleo."[65]

Ainda acerca da intervenção estatal no preço dos combustíveis aplicada à Petrobras, os supracitados autores destacam que tal atuação se mostrou, inclusive, contraditória, no sentido de que a absurda tributação imposta aos combustíveis impede a redução dos preços ao consumidor, sendo o controle de preços, neste caso, irrelevante ao interesse público.[66]

Importante consignar que o Estado, por meio da Petrobras, além de influenciar indevidamente em indicadores econômicos, obstou em 2014 a apresentação de seu balanço auditado, obviamente na tentativa de esconder prejuízos e postergar a pressão dos minoritários pelo aumento do preço de venda de combustíveis, o que fatalmente implicaria no aumento dos preços para o consumidor e consistiria em medida deveras impopular para o governo e para a política econômica aplicada e defendida pelo Partido dos Trabalhadores (PT).

Além da função de manipular indicadores econômicos mediante controle do preço dos combustíveis, o atraso na apresentação do balanço auditado ocorreu pela

---

[65] VITA. op. cit. p. 39.
[66] Conforme VITA. op. cit. p. 45

recusa da auditoria contratada em assiná-lo até que a empresa considerasse, para inserção nos mesmos, o quanto apurado pela operação lava-jato em relação ao superfaturamento de contratos corridos entre 2004 e 2012.[67]

O atraso na divulgação dos balanços, que culminam por impactar em diversos indicadores econômicos, tornou-se conduta recorrente da Petrobras após ser atingida pela referida operação.[68]

Entrando no tema “operação lava-jato”, surge o outro fator determinante para a fragilidade das empresas de economia mista brasileiras, qual seja, a corrupção.

Segundo Marco Vinício Pretrelluzzi e Rubens Naman Rizek Junior, trazendo dado da revista Veja de 2011, o custo da corrupção no Brasil chega a mais de oitenta e dois bilhões de reais por ano.[69]

A corrupção que assola o cenário público brasileiro acaba por adentrar às sociedades de economia mista exatamente pelo controle que o ente público detém sobre seus administradores e, consequentemente, pela orientação geral de seus negócios.

No caso da Petrobras, a corrupção foi verificada em diversos setores já identificados ou sob investigação do Ministério Público Federal (MPF) e Polícia Federal (PF), restando evidente que tais práticas ilícitas, como já explicitado, causaram incomensuráveis prejuízos à companhia, seus acionistas e sociedade como um todo.

---

[67] http://www.conjur.com.br/2015-fev-16/petrobras-acoes-canceladas-nao-apresentar-balanco, acessada em 21/06/2017.

[68] http://oglobo.vlex.com.br/vid/comatrasonobalanco543853770

[69] Conforme PETRELLUZZI, Marco Vinício. RIZEK JUNIOR, Rubens Naman. Lei anticorrupção: origens, comentários e análise da legislação correlata. São Paulo: Saraiva, 2014. p. 245.

O MPF, em seu site, explica o esquema aplicado à Petrobras, ressaltando a violação dos princípios aplicados à concorrência, bem como a utilização da empresa para os fins escusos dos agentes políticos:

> As empreiteiras - Em um cenário normal, empreiteiras concorreriam entre si, em licitações, para conseguir os contratos da Petrobras, e a estatal contrataria a empresa que aceitasse fazer a obra pelo menor preço. Neste caso, as empreiteiras se cartelizaram em um "clube" para substituir uma concorrência real por uma concorrência aparente. Os preços oferecidos à Petrobras eram calculados e ajustados em reuniões secretas nas quais se definia quem ganharia o contrato e qual seria o preço, inflado em benefício privado e em prejuízo dos cofres da estatal. O cartel tinha até um regulamento, que simulava regras de um campeonato de futebol, para definir como as obras seriam distribuídas. Para disfarçar o crime, o registro escrito da distribuição de obras era feito, por vezes, como se fosse a distribuição de prêmios de um bingo.
>
> Agentes políticos - Outra linha da investigação – correspondente à sua verticalização – começou em março de 2015, quando o Procurador-Geral da República apresentou ao Supremo Tribunal Federal 28 petições para a abertura de inquéritos criminais destinados a apurar fatos atribuídos a 55 pessoas, das quais 49 são titulares de foro por prerrogativa de função ("foro privilegiado"). São pessoas que integram ou estão relacionadas a partidos políticos responsáveis por indicar e manter os diretores da Petrobras. Elas foram citadas em colaborações premiadas feitas na 1ª instância mediante delegação do Procurador-Geral. A primeira instância investigará os agentes políticos por improbidade, na área cível, e na área criminal aqueles sem prerrogativa de foro. [70]

Interessante notar que os autores Jonathan Barros Vita e Paulo Antonio Brizzi Andreotti, bem como Alexandre Di Miceli da Silveira, defendem a utilização de empresas de economia mista no Brasil, sob a premissa de que a Governança Corporativa poderia ser uma forma de impedir abusos por parte do agente público controlador.

Ressaltam Jonathan Barros Vita e Paulo Antonio Brizzi Andreotti:

> Em tal conformação, a aplicação da governança corporativa nas sociedades de economia mista, teria por função central neutralizar os conflitos de interesse que envolve o poder público e a iniciativa privada, garantindo a cumprimento do meta-interesse existente nas sociedades de economia mista.[71]

---

[70] http://lavajato.mpf.mp.br/entenda-o-caso, acessada em 18/06/2017.
[71] VITA. op. cit. p. 40.

O economista Lucas Medeiros, em artigo sobre o caso Petrobras publicado na Revista RI nº 191 em Março de 2015, aduz:

> A governança corporativa explica e oferece soluções à corrupção na Petrobras que podem também ser aplicadas mais universalmente. Sob a ótica da governança, as grandes deficiências da Petrobras são um conselho de administração que não oferece nenhum contrapeso ao acionista controlador e cuja capacidade de supervisão é fraca. E esses problemas são característicos da muitas outras empresas brasileiras. Seria, portanto, um grande erro não utilizar as lições da Petrobras para promover melhorias em nossa governança corporativa como um todo.[72]

Alexandre Di Miceli da Silveira, por sua vez, além das possíveis soluções aos impasses causados pela dicotomia entre os interesses dos sócios público e privados das sociedades de economia mista, como já pontuado no subcapítulo anterior, ressalta, ao apresentar um caso ocorrido em 2009 com a própria Petrobras, a importância da governança corporativa para a proteção da empresa dos desvios eventualmente praticados pelo controle estatal:

> Independentemente do resultado final, o caso mostra a importância da formalização de regras de governança como forma de aumentar a blindagem política nas empresas sob controle estatal.[73]

A busca da retomada do crescimento por meio de investimentos fez, inclusive, a Petrobras requerer à B3, antiga BM&FBovespa, em maio de 2017, sua certificação no âmbito do Programa Destaque em Governança das Estatais, já estudando sua inclusão futura no Nivel 2 da B3, com o nítido intuito de implementar medidas de governança aptas a ensejar crescimento da confiança dos investidores.[74]

Com todo respeito aos referidos autores, parece-nos que a aplicação da Governança Corporativa não foi, como ainda não é, forte o suficiente para combater

---

[72] http://www.revistari.com.br/191/944, acessada em 18/06/2017.
[73] SILVEIRA. op. cit. p. 337.
[74] https://www.ultimoinstante.com.br/ultimas-noticias/economia/empresas/petrobras-pede-certificacao-na-listagem-nivel-2-da-b3/188290/, acessado em 10/06/2017.

os excessos praticados pelo governo, especialmente em uma sociedade, como é a brasileira, em que a corrupção está tão enraizada.

Tanto é que, mesmo com o estabelecimento de regras de boas práticas de governança, como ocorre nos últimos 10 (dez) anos na Petrobras, esta foi objeto dos escândalos de corrupção, dentre os quais estão os acima destacados, sendo certo que o ente estatal neste cenário não é apto a administrar empresas de economia mista.

São inúmeras as novas notícias decorrentes dos novos desdobramentos da operação lava-jato, revelando que a corrupção afetou as mais diversas áreas da companhia, como na área internacional, em que o ex-gerente da área internacional teria recebido 4.8 milhões de dólares em propinas para dar opinião técnica favorável na compra, pela Petrobras, de um campo seco de petróleo em Benin, na África[75], notícia esta que, entre as centenas de outras que estão no site do MPF, levam a crer que não há preceitos de governança suficientes para estancar tanta corrupção.

Tanto é que o próprio IBGC suspendeu, em 2015, a Petrobras de seu quadro de sócios pelo prazo de um ano, entendendo que deveria dar à estatal "o tempo necessário para que transforme os esforços já realizados em um conjunto de práticas que assegure a robustez, a eficácia e a resiliência do modelo de governança efetivamente praticado na companhia e não apenas apontado em seus documentos."[76]

No documento em que o IBGC expôs seus motivos para a suspenção supradescrita, o instituto ressaltou que entendeu positiva a nova composição do conselho de administração, bem como a criação de uma diretoria específica de

---

[75] http://lavajato.mpf.mp.br/entenda-o-caso/todas-noticias - Força-tarefa em Curitiba denuncia ex-gerente da Petrobras pelo recebimento de US$ 4,8 milhões de propina

[76] http://economia.estadao.com.br/noticias/governanca,ibgc-suspende-petrobras-de-seu-quadro-associativo-por-um-ano--,1698136, acessado em 10/06/2017.

governança. No entanto, o próprio IBGC questiona se tais medidas seriam efetivas e sustentáveis.

Dessa forma, conclui-se que não são as características essenciais das sociedades de economia mista que as tornam frágeis e suscetíveis às crises impostas pelo controle governamental.

Ao contrário, não há na estrutura concebida pela legislação que regula tais companhias qualquer elemento que enseje tal fragilidade.

O problema das sociedades de economia mista está, portanto, na figura de seu controlador, o Estado, que no Brasil é extremamente inflado e eivado de grande poder sobre a iniciativa privada, e que está totalmente contaminado pela corrupção, a impedir qualquer medida que se preste a obstar os interesses criminosos de seus agentes.

Assim, não fosse a corrupção, a conclusão deste capítulo seria diferente. No entanto, no atual cenário, a única saída para retirar do Estado a orientação geral dos negócios da sociedade de economia mista, orientação esta que, como se viu, vem causando diversos prejuízos às iniciativas pública e privada, seria a privatização.

Apesar da conclusão acima ter recomendado a privatização como forma de resguardar os interesses da companhia, o presente estudo também concluiu pela necessidade de manutenção de certa ingerência estatal a salvaguardar o interesse público inerente à atividade das sociedades de economia mista.

É nesse sentido que se propõe a utilização das *Golden Shares* na privatização das sociedades de economia mista, mantendo a intervenção ativa do Estado, mas de forma mais branda do que pela titularidade da maioria das ações.

Isso permitiria certa ingerência de tal ente nas atividades estratégicas sujeitas ao interesse público, impedindo, no entanto, que tal atuação estatal extrapole os poderes específicos atribuídos pelo estatuto social ao ente desestatizante detentor de tais ações preferenciais de classe especial.

Essa alteração na composição acionária de tais sociedades impediria, ou ao menos limitaria severamente, a possibilidade de contaminação da empresa pela corrupção que assola atualmente a atividade estatal, evitando que tanto o interesse privado quanto o público sofressem prejuízos causados por governos transitórios, como ocorreu no caso analisado, uma vez que os agentes públicos não teriam acesso à orientação geral dos negócios da companhia, mas deteriam apenas poderes especiais aptos a garantir que o interesse público não seria prejudicado pelo acionista controlador privado.

6 CONCLUSÃO

O presente estudo buscou analisar as *Golden Shares*, mediante a verificação histórica de suas origens na Inglaterra, bem como de sua evolução no Brasil e no mundo, trazendo reflexões sobre a forma e função de tal mecanismo jurídico.

Em tal análise, verificou-se a função primordial das *Golden Shares*, a qual consiste em mecanismo a ser utilizado em privatizações para a conservação de certos poderes pelo ente desestatizante em sociedades anônimas que detenham importância estratégica ao interesse público, permitindo certo grau de ingerência do Estado, mesmo depois da transferência do controle de tais companhias à iniciativa privada mediante a transferência da titularidade da maioria das ações a particulares.

Além da análise acerca da função das *Golden Shares* perante o ente desestatizante e o interesse público, verificou-se a licitude do referido mecanismo, tanto do ponto de vista estritamente legal, uma vez que restou comprovado que as *Golden Shares* foram perfeitamente recepcionadas pelo ordenamento jurídico pátrio, mesmo antes de sua inclusão na Lei 6.404/76 (Lei das S/A) em 2001, quanto do ponto de vista principiológico, tanto no que tange aos princípios nucleares do tipo societário das Sociedades Anônimas, quais sejam, (i) a responsabilidade limitada dos sócios em relação às dívidas sociais; e (ii) a divisão do capital social em ações passíveis de transferência, de modo a permitir a constante alteração da composição acionária, quanto dos princípios externos a tal núcleo, quais sejam, (i) da proporcionalidade entre direitos e participação acionária; (ii) da igualdade entre acionistas; e (iii) da maioria nas deliberações sociais.

Conclui-se que a única exceção feita à perfeita licitude na aplicação das *Golden Shares* em nosso ordenamento jurídico se dá em casos em que os poderes conferidos pelo estatuto social ao detentor de *Golden Shares* limitam o direito à livre circulação de ações, sendo que tal ilicitude somente é verificada em sociedades

anônimas abertas, diante da obrigatoriedade da livre circulação aplicada a tais companhias.

Além das conclusões acerca da função e legalidade das *Golden Shares*, buscou-se, paralelamente, analisar as sociedades de economia mista sob o enfoque da atual crise que tais empresas sofrem no Brasil, caracterizando-as segundo seu aspecto dicotômico, que consiste no atendimento aos interesses públicos e privados inerentes a tal espécie de companhia, e verificando se a fragilidade que levou à atual crise provinha de tal essência dicotômica.

Tal constatação, no entanto, não ocorreu. Ao contrário, verificou-se que a essência dicotômica das sociedades de economia mista não é responsável pela fragilidade que possibilitou a referida crise, concluindo-se que não é a sua constituição acionária o elemento de fragilidade de tais companhias.

Entendendo que não é a concepção teórica da sociedade de economia mista a causadora dos problemas por ela enfrentados, buscou-se a análise do caso prático da Petrobras, a qual culminou com a conclusão de que a corrupção que está firmemente incutida no Estado por meio de seus representantes é a real causadora das perdas sofridas por tais empresas nos últimos anos, sendo que soluções à má utilização de tais empresas, como, por exemplo, a governança corporativa, não teriam boas chances de prosperar pelo enorme poder que os agentes estatais corruptos têm sobre a orientação geral de seus negócios.

Assim, sugeriu-se a privatização das empresas de economia mista como forma de frear a utilização das mesmas para a satisfação dos interesses escusos dos agentes públicos que as controlam, momento em que retomou-se a análise das *Golden Shares*, desta vez como mecanismo apto a garantir a satisfação do interesse público inerente à tais empresas, sem permitir o controle dos agentes públicos sobre a orientação geral dos negócios de tais companhias, concluindo-se que, em tal cenário, restaria impedida a utilização de tais sociedades, agora privatizadas, para

fins outros que não sua função-objetivo, impedindo a efetivação dos interesses escusos dos agentes públicos e dos partidos políticos que estiverem no poder.

7 REFERÊNCIAS

ALMEIDA, Amador Paes de. Manual das sociedades comerciais. São Paulo: Saraiva, 1995.

AMERICANO, Jarbas Amorim e Maria Lúcia Pacheco de Mattos. Gestão da estratégia: experiências e lições de empresas brasileiras / organizadores David Kallás e André Ribeiro Coutinho. Rio de Janeiro: Elsevier. 2005. 6ª Reimpressão.

BEZERRA FILHO, Manoel Justino. Lei de recuperação de empresas e falência : Lei 11.101/2005 : comentada artigo por artigo. 10ª Edição rev., atual. e ampl. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais. 2014.

BORBA, José Edwaldo Tavares. Sociedade de economia mista e privatização. Rio de Janeiro: Lumen Juris. 1997.

CARVALHOSA, Modesto e Nelson Eizirik. A Nova Lei das S/A, São Paulo: Saraiva, 2002

CARVALHOSA, Modesto. Estudos de direito empresarial/ Modesto Carvalhosa, Nelson Eizirik – São Paulo. Sarariva, 2010.

COELHO, Fábio Ulhoa. Curso de Direito Comercial, 7ª Edição, volume 2, São Paulo. Saraiva, 2004

COELHO, Fábio Ulhoa. Manual de direito comercial. 14ª Edição. rev. atual. de acordo com o novo código civil e alterações da LSA, e ampl. com estudo sobre o comércio eletrônico. São Paulo: Saraiva. 2003.

COELHO, Wladimir Tadeu Silveira. A exploração petrolífera na América do Sul: uma breve análise do caso boliviano. Boletim Científico n.20 e n.21 da Escola Superior do Ministério Público da União 2006. Disponível em: [http://boletimcientifico.escola.mpu.mp.br/boletins/boletim-cientifico-n.-20-e-n.-21-julho-dezembro-de-2006/a-exploracao-petrolifera-na-america-do-sul-uma-breve-analise-do-caso-boliviano] acessada em 21/06/2017

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de capitais – regime jurídico. 3ª Edição revista e ampliada – Rio de Janeiro. Renovar, 2011.

FIDALGO, Carolina Barros. O estado empresário: regime jurídico das tradicionais e novas formas de atuação empresarial do estado na economia brasileira. 2012. 370f. Dissertação de Mestrado. Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Faculdade de Direito.

MARTINS, Fran. Comentários à lei das sociedades anônimas / Fran Martins ; revista e atualizada por Roberto Papini. 4ª Edição. rev. e atual. Rio de Janeiro: Forense, 2010.

MIDTTUN, Atle. European Energy Industry Business Strategies. 2001. 448 f. Oxford/UK. Elsevier. p.128. Disponível em: (https://books.google.com.br/books?id=HLw0ermxLRwC&pg=PA128&lpg=PA128&dq=southern+company+national+power+golden+share&source=bl&ots=mp4TvRr3ko&sig=99KQveuV1WQ57au9jQbsAhn3m04&hl=pt-BR&sa=X&ved=0ahUKEwi_i_mJjcjUAhUNl5AKHSyEAcAQ6AEIKTAB#v=onepage&q=southern%20company%20national%20power%20golden%20share&f=false), acesso em 17/06/2017.

MODESTO, Paulo. Reforma do Estado, Formas de prestação de serviços ao público e parcerias público-privadas. Revista Eletrônica de Direito Administrativo Econômico. Salvador. Instituto de Direito Público da Bahia, nº 2, mao-jun-jul, 2005. Disponível em http://www.direitodoestado.com.br, acessado em 10/06/2017.

PAVEZI, Fabiano Esteves de Barros. Ações Golden Share. Limites do Poder de Veto (O Veto Estatal). 2014. 131f. Tese de Mestrado - Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo.

PELA, Juliana Krueger. As *Golden shares* no direito brasileiro. 2007. 244 f. Tese de Doutorado – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo.

PETRELLUZZI, Marco Vinício. RIZEK JUNIOR, Rubens Naman. Lei anticorrupção: origens, comentários e análise da legislação correlata. São Paulo: Saraiva, 2014

SANTOS, Maria Paula Correia Pedroso dos. Divesture/Acquisition Analysis: Pt/Telefónica/Vivo Case Study. 2011. 81f. Project submitted as partial requirement for the conferral of Master in Finance. ISCTE Business School, Finance Department. Lisboa – Portugal. p. 21. Disponível em: (https://repositorio.iscte-iul.pt/bitstream/10071/4324/1/MSC%20finance%20master%20thesis_final.pdf), acesso em 17/06/2017.

SILVA, De Plácido e. Vocabulário Jurídico / atualizadores: Nagib Slaibi Filho e Gláucia Carvalho. Rio de Janeiro: Forense. 28ª Edição. 2010. p. 1304

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. Governança corporativa no Brasil e no mundo: teoria e prática. Rio de Janeiro: Elsevier. 2010.

VITA, Jonathan Barros ANDREOTTI; Paulo Antonio Brizzi. Petrobrás e o preço dos combustíveis: os novos paradigmas da intervenção do estado na economia. Scientia Iuris. Londrina. v.18, n.2, p.25-54, dez.2014 DOI:10.5433/2178-8189.2014v18n2p25.

http://economia.estadao.com.br/noticias/governanca,ibgc-suspende-petrobras-de-seu-quadro-associativo-por-um-ano--,1698136, acessado em 10/06/2017.

http://lavajato.mpf.mp.br/entenda-o-caso, acessada em 18/06/2017.

http://lavajato.mpf.mp.br/entenda-o-caso/todas-noticias - Força-tarefa em Curitiba denuncia ex-gerente da Petrobras pelo recebimento de US$ 4,8 milhões de propina, acessada em 19/06/2017.

http://mm.exame.abril.com.br/empresas/filtrar/2016/energia/Todos, acessada em 20/06/2017.

http://oglobo.vlex.com.br/vid/comatrasonobalanco543853770.

http://www.conjur.com.br/2015-fev-16/petrobras-acoes-canceladas-nao-apresentar-balanco, acessada em 21/06/2017.

http://www.petrobras.com.br/pt/nossas-atividades/areas-de-atuacao/exploracao-e-producao-de-petroleo-e-gas/, acessada em 20/06/2017.

http://www.revistari.com.br/191/944.

https://www.ultimoinstante.com.br/ultimas-noticias/economia/empresas/petrobras-pede-certificacao-na-listagem-nivel-2-da-b3/188290/.