

**INSPER – Instituto de Ensino e Pesquisa**  
**LL.M. em Direito Societário**

**Marina Carvalho Rodriguez**

**SOCIEDADES DE ECONOMIA MISTA - IMPEDIMENTO DE VOTO DO  
CONTROLADOR ESTATAL E O CASO ELETROBRAS**

**São Paulo**

**2017**

**Marina Carvalho Rodriguez**

**Sociedades de Economia Mista - Impedimento de Voto do  
Controlador Estatal e o Caso Eletrobras**

Monografia apresentada ao Programa de LL.M.  
em Direito Societário do Insper - Instituto de  
Ensino e Pesquisa, como parte dos requisitos para  
a obtenção do título de pós graduação em Direito.  
Orientadora: Prof. Ana Cristina von Gusseck  
Kleindienst

**São Paulo**

**2017**

Rodriguez, Marina Carvalho.

Sociedades de Economia Mista - Impedimento de Voto do Controlador Estatal e o Caso Eletrobras / Marina Carvalho Rodriguez; Orientadora: Prof. Ana Cristina von Gusseck Kleindienst – São Paulo, 2017.

Monografia (Pós-graduação Lato Sensu em direito societário – LLM). Área de concentração: Direito Societário. Insper Instituto de Ensino e Pesquisa.

1. Sociedades de Economia Mista 2. Governança Corporativa 3. Conflito de Interesses 4. Impedimento de Voto

**FOLHA DE APROVAÇÃO**  
**Marina Carvalho Rodriguez**

**Sociedades de Economia Mista - Impedimento de Voto do  
Controlador Estatal e o Caso Eletrobras**

Monografia apresentada ao Programa de LL.M.  
em Direito Societário do Insper - Instituto de  
Ensino e Pesquisa, como parte dos requisitos para  
a obtenção do título de pós graduação em Direito.

Aprovado em:

---

Prof. Ana Cristina von Gusseck Kleindienst

**São Paulo**

**2017**

RODRIGUEZ, Marina Carvalho Rodriguez. Sociedades de Economia Mista - Impedimento de Voto do Controlador Estatal e o Caso Eletrobras. Monografia (Pós-graduação Lato Sensu em direito societário – LLM) - Insper Instituto de Ensino e Pesquisa, São Paulo, 2017.

## RESUMO

Nas sociedades anônimas, o art. 115, §1º da Lei nº 6.404/76 se coloca como ferramenta de proteção do interesse social ao regular as hipóteses de impedimento de voto por acionistas em assembleia geral, e, conseqüentemente, tem sido avaliado como um mecanismo de proteção dos interesses dos acionistas minoritários, apesar das controvérsias que há tempos circundam a sua aplicação. O presente estudo tem por objeto a análise da regra de impedimento de voto voltada ao ente estatal controlador de sociedades de economia mista, também sujeito ao art. 238 da Lei nº 6.404/76. Esse segundo dispositivo, de um lado, reafirma a aplicabilidade dos deveres e responsabilidades de acionista controlador ao Estado, quando na posição de controlador sociedades de economia mista, mas de outro lado, confere legitimidade ao Estado para orientar as atividades da companhia de modo a atender ao interesse público que justificou a sua criação. Primeiramente, são brevemente explorados o fundamento constitucional e regime jurídico da sociedade de economia mista, para em seguida passar às tentativas doutrinárias de mediação da contraposição entre o interesse do Estado no uso da sociedade de economia mista para a persecução de políticas públicas – podendo resultar em uma conduta não maximizadora de lucros por parte da sociedade – e o interesse dos acionistas minoritários na contínua maximização de valor da companhia. A partir das posições apresentadas, a persecução do interesse público é apontada como elemento do interesse social sociedade de economia mista, observadas algumas condicionantes da atuação do controlador estatal, compiladas a partir de diversos critérios tradicionalmente empregados pela doutrina (e.g., interesse público primário x secundário). Em seguida, são abordados, com ênfase nas sociedades de economia mista, o voto abusivo (contrário ao interesse social) e as hipótese legais de impedimento de voto do art. 115, §1º da Lei nº 6.404/76, passando das hipóteses menos controversas (laudo de avaliação e aprovação de contas) às mais controversas (benefício particular e conflito de interesses). A intenção do presente trabalho é a apontar a insuficiência dos critérios doutrinários existentes acerca da conduta estatal nas sociedades de economia mista, apresentados na primeira parte do estudo, para lidar com a controvérsia do impedimento de voto do controlador estatal, especialmente na hipótese de conflito de interesses. Essa insuficiência é apontada em

situações envolvendo, por exemplo, contratos de concessão de serviços públicos, que, por natureza, abrangem tanto interesses públicos primários como secundários, como ocorreu no Caso Eletrobras (Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2013/6635), analisado ao final do trabalho.

Palavras-Chave: Sociedades de Economia Mista; Governança Corporativa; Conflito de Interesses; Impedimento de Voto

## ABSTRACT

RODRIGUEZ, Marina Carvalho Rodriguez. *Partially State-Owned Companies – Voting Prohibition of the Public Controlling Shareholder and the Eletrobras Case*. 2017. Monograph (Corporate Law LL.M.) - Insper Instituto de Ensino e Pesquisa, São Paulo, 2017.

For Brazilian corporations, Article 115, §1º of Law nº 6.404/76, which sets forth the situations in which a given shareholder must refrain from voting in a General Meeting (voting prohibition), has been deemed as a tool to protect company interests, and consequently, also as tool to protect minority shareholders, despite the controversies surrounding its application. This work exams how the voting prohibition rule applies to public entities as controlling shareholders of partially State-Owned Companies, also subject to article 238 of Law nº 6.404/76. This second rule, on the one hand, reaffirms that general duties and responsibilities of controlling shareholders apply to public entities in control of partially State-Owned Companies, but on the other hand, allows for the public entity to legitimately guide the company's activities in order to pursuit the public interest that inspired its foundation. First, we explore the constitutional foundations and legal regimen of partially State-Owned Companies, to then present the doctrinal attempts made to harmonize the opposing interests of, on one side, the State in using these companies to implement public policies – which may result in conducts that do not maximize shareholder value – and, on the other side, minority investors, that demand continuous increase in shareholder value. Based on the doctrine presented on partially State-Owned Companies, the pursuit of public interest is defined as an integral part of company interest, provided that certain conditions traditionally proposed by specialized authors are observed by the public entity (e.g., distinction between primary *versus* secondary public interests). Subsequently, we address, with an emphasis on partially State-Owned Companies, the matter of illegal vote (a vote contrary to the company's interest) and the specific situations contained in Article 115, §1º of Law nº 6.404/76, in which a shareholder must refrain from voting (voting prohibition), going from the two less controversial ones (evaluation reports and ratification of a director's actions) to the two more controversial ones (special benefits and conflict of interest). The purpose of this work is to point out the inadequacy of the criteria traditionally proposed by corporate law authors, presented at the first part of this study, to deal with the controversy around voting prohibition applied to public entities as controllers of partially State-Owned Companies, especially in the case of voting prohibitions arising out of conflicts of interest.

Such inadequacy is pointed out, for example, in situations involving public service concession contracts, which, by their own nature, cover both primary and secondary public interests, as demonstrated through the Eletrobras Case (CVM Sanctioning Administrative Procedure No. RJ2013/6635), examined in the final portion of this work.

Keywords: State Owned Companies; Corporate Governance; Conflicts of Interest; Restrictions on Shareholder Voting



# SUMÁRIO

	<b>Introdução</b> .....	p. 8
<b>1</b>	<b>Sociedade de Economia Mista – Fundamento Constitucional e Regime Jurídico</b> ...	p. 14
<b>1.1</b>	Lucratividade <i>versus</i> Interesse Público.....	p. 20
<b>2.</b>	<b>Impedimento de Voto e o Controlador Estatal</b> .....	p. 29
<b>2.1</b>	Laudo de Avaliação e Aprovação de Contas.....	p. 31
<b>2.2</b>	Benefício Particular e Conflito de Interesses.....	p. 33
<b>3.</b>	<b>Caso Eletrobras</b> .....	p. 44
	<b>Conclusão</b> .....	p. 52
	<b>Bibliografia</b> .....	p. 55

- **Introdução**

Empresas públicas, sociedades de economia mista e outras sociedades com participação estatal são *players* importantes na economia global e sua relevância tem se destacado nos últimos anos<sup>1</sup>. Na década de 1970 sociedades controladas pelo Estado representavam mais de 70% da capitalização de mercado no Brasil<sup>2</sup>. Apesar de esse número de ter diminuído após a onda de privatizações nos anos 80 e 90, sua presença no mercado brasileiro continua expressiva. Segundo estudo realizado pela B3 S.A.<sup>3</sup>, as companhias controladas pelo Estado em 2015 representavam 21,9% do volume médio diário negociado e 14,23% da capitalização de mercado, equivalentes, respectivamente a R\$ 1,5 bilhão e R\$ 300 bilhões.

Ademais, temas envolvendo sociedades de economia mista têm ganhado maior visibilidade, em grande parte, devido aos escândalos de corrupção envolvendo as estatais e polêmicas decorrentes da orientação dos seus negócios para fins políticos. Nesse contexto, o estudo das questões atinentes à participação do Estado como acionista controlador e a harmonização dos seus interesses com aqueles dos acionistas minoritários é importante para a compreensão e atualização dessa modalidade ainda tão relevante em nosso mercado acionário.

Nas sociedades anônimas, o art. 115, §1º da Lei nº 6.404/76 se coloca como ferramenta de proteção do interesse social ao regular as hipóteses de impedimento de voto por acionistas em assembleia geral, e, conseqüentemente, tem sido avaliado como um mecanismo de proteção dos interesses dos acionistas minoritários, apesar das controvérsias que há tempos circundam a sua aplicação. Tendo em vista as particularidades das sociedades de economia mista em relação às demais companhias, questiona-se o eventual impacto do art. 238 da Lei nº 6.404/76, que permite a orientação das atividades da sociedade de economia mista para o fim que orientou sua criação, nas discussões sobre impedimento de voto do acionista controlador em sociedades de economia mista.

---

<sup>1</sup> Segundo o relatório da PricewaterhouseCoopers intitulado *State-Owned Enterprises Catalysts for public value creation?*: “SOEs are an influential and growing force globally. For instance, the proportion of SOEs among the Fortune Global 500 has grown from 9% in 2005 to 23% in 2014, driven particularly by the growth of Chinese SOEs.”

<sup>2</sup> Cf. PARGENDLER, Mariana; LAZZARINI, Sérgio Giovanetti; MUSACCHIO, Aldo. *O Estado como Acionista: Desafios para a Governança Corporativa no Brasil*. In: FONTES FILHO, Joaquim R.; LEAL, Ricardo P. C. Leal. (Org.). *O Futuro da Governança Corporativa: Desafios e novas fronteiras*. São Paulo: Saint Paul Editora, 2013, p. 81.

<sup>3</sup> Dados apresentados pela BM&F Bovespa (atual B3 – Brasil, Bolsa, Balcão) no Programa de Destaque em Governança de Estatais com data base de 31 de agosto de 2015. O dado de volume médio diário negociado refere-se ao período de setembro de 2014 a agosto de 2015.

Esse dispositivo, de um lado, reafirma a aplicabilidade dos deveres e responsabilidades de acionista controlador ao Estado quando na posição de controlador sociedades de economia mista, mas de outro lado confere legitimidade ao Estado para orientar as atividades da companhia de modo a atender ao interesse público que justificou a sua criação. O dispositivo busca mediar o potencial embate entre (i) o interesse do Estado no uso da sociedade de economia mista para a persecução de políticas públicas e (ii) o interesse dos acionistas minoritários na contínua maximização de valor para companhia.

Dessa forma, a interpretação desse artigo consiste uma reflexão acerca dos limites ao uso político das sociedades de economia mista pelo Estado, em seu papel de acionista controlador, frente aos interesses dos acionistas minoritários. A delimitação dos parâmetros que tradicionalmente orientam a conduta estatal na sociedade de economia mista passa, necessariamente, por conceitos de direito administrativo (interesse público primário *versus* secundário), mas o embasamento legal para essa atuação é uma regra societária (Art. 238 da Lei nº 6.404/76).

A decisões do Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) de 26 de maio de 2015 no Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2013/6635 e no Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2012/113, envolvendo, respectivamente, a Centrais Elétricas Brasileiras S.A. – Eletrobras (“Eletrobras”) e a Empresa Metropolitana de Águas e Energia S.A., são os entendimentos mais recentes da CVM acerca de conflitos entre os entes estatais, na posição de controladores de sociedades de economia mista, e os investidores privados, na posição de acionistas minoritários.

No processo administrativo envolvendo a Eletrobras (“Caso Eletrobras” ou “PAS CVM nº RJ2013/6635”), abordado no presente estudo por envolver especificamente a questão do impedimento de voto, a União Federal foi condenada por ter votado em situação de conflito de interesses em assembleia geral da Eletrobras que aprovou a renovação antecipada de concessões de distribuição e transmissão de energia elétrica existentes entre a União Federal (poder concedente) e a companhia (concessionária). A possibilidade de renovação antecipada das concessões havia sido criada e normatizada pela União Federal, por meio de Medida Provisória nº 579/12, posteriormente alterada por outros normativos. Tal norma previa que a aceitação da renovação antecipada por parte das concessionárias gerava a sua renúncia ao direito de questionar judicialmente o cálculo de indenização devida ao final do termo dos

contratos pela própria União Federal, na qualidade de poder concedente, às concessionárias. Essa indenização, prevista no art. 36 da Lei nº 8.987/95, era devida pelo poder concedente em razão dos investimentos ainda não depreciados ou amortizados realizados pelas concessionárias com a finalidade de garantir a continuidade do serviço prestado.

O caso envolvendo a Eletrobras é um exemplo dos conflitos de interesse inerentes às sociedades de economia mista, nesse caso decorrentes da atividade estatal pela União Federal simultaneamente em três frentes atuação<sup>4</sup>: (i) acionista controlador da Companhia, (ii) poder concedente dos serviços de distribuição e transmissão de energia elétrica, nos quais a companhia atua e (iii) ente normatizador do setor elétrico, por meio da edição de Medidas Provisórias e da atuação da Agência Nacional de Energia Elétrica (ANEEL), autarquia em regime especial vinculada ao Ministério de Minas e Energia. A atuação concomitante da União Federal nesses três polos posicionou-a em uma situação de grande poder perante a Eletrobras, estimulando a confusão entre os três papéis, a princípio distintos e independentes.

Dessa forma, o tema da proibição de voto por conflito de interesses de ente estatal controlador de sociedade de economia mista está inserido na discussão mais ampla a respeito da governança corporativa, da transparência e da influência governamental nas sociedades de economia mista. Esses são assuntos que vêm sendo rediscutidos diante dos acontecimentos envolvendo empresas públicas e sociedades de economia mista e que fazem parte da agenda política atual, o que pode ser demonstrado por duas iniciativas relativamente recentes.

A Lei nº 13.303/16 impôs algumas melhorias na governança das sociedades de economia mista e empresas públicas, obrigatórias a partir do segundo semestre de 2018. Contudo, foi excluída a proposta contida no projeto de lei original de que eventualmente os custos do direcionamento das sociedades de economia mista para a persecução de políticas públicas fossem orçados e arcados pelo Estado (controlador).

---

<sup>4</sup> A preocupação acerca dos conflitos de interesse surgidos da atividade estatal em mais de uma frente de atuação relacionada às companhias estatais também foi trazida pelo documento Guidelines on Corporate Governance of State-owned Enterprises da OECD, que propõe, no entanto, uma divisão dualista: “When the state plays a dual role of market regulator and owner of SOEs with economic operations (e.g. in newly deregulated and often partially privatized network industries) the state becomes at the same time a major market player and an arbitrator. This can create conflicts of interest that are neither in the interest of the enterprise, the state or the public. Full administrative and legal separation of responsibilities for ownership and market regulation is a fundamental prerequisite for creating a level playing field for SOEs and private companies and for avoiding distortion of competition. Such separation is also advocated by the OECD Principles of Regulatory Reform”.

Além disso, a B3 apresentou em 30 de junho de 2015 o Programa Destaque em Governança de Estatais, que consiste em um programa por adesão voluntária de certificação de práticas diferenciadas de governança para sociedades de economia mista. O programa, com o intuito de recuperar a credibilidade das sociedades de economia mista perante o mercado (informação verbal)<sup>5</sup>, propõe melhorias de governança nas seguintes categorias: transparência, controles internos, composição da administração e compromisso do controlador público. Todavia, até a entrega do presente trabalho não há sociedades aderentes ao Programa Destaque em Governança de Estatais<sup>6</sup>, lançado oficialmente em setembro de 2015.

Nesse contexto, a uniformização dos entendimentos sobre o regime aplicável à sociedade de economia mista pode trazer uma maior segurança jurídica para esse instituto e maior compreensão e previsibilidade por parte do Estado, dos entes privados e da sociedade sobre as implicações da adoção dessa estrutura híbrida de atuação estatal na atividade econômica. Essa previsibilidade ajuda a embasar: (i) a opção pelos entes estatais por essa modalidade (a partir do conhecimento dos seus limites de atuação) e (ii) a decisão de investimento pelos investidores privados.

Retornando ao presente estudo, primeiramente serão brevemente explorados o fundamento constitucional e regime jurídico da sociedade de economia mista, incluindo conceitos trazidos no Decreto-Lei nº 200/67, na Lei nº 6.404/76 e na Lei nº 13.303/16 (Item 1. Sociedade de Economia Mista – Fundamento Constitucional e Regime Jurídico). Em seguida, passaremos às tentativas doutrinárias de conciliação da dicotomia entre o interesse do Estado no uso da sociedade de economia mista para a persecução de políticas públicas – podendo resultar em uma conduta não maximizadora de lucros por parte da sociedade – e o interesse dos acionistas minoritários na contínua maximização de valor da companhia (Item 1.1 Lucratividade *versus* Interesse Público). A partir das posições apresentadas, a persecução do interesse público é apontada como elemento do interesse social sociedade de economia mista, observadas algumas condicionantes da atuação do controlador estatal, compiladas a partir de diversos critérios tradicionalmente empregados pela doutrina (e.g., interesse público primário x secundário). Depois, serão abordados, com ênfase nas sociedades de economia mista, o voto

---

<sup>5</sup> Cf. FERNANDES, Flavia Mouta. Seminário IDSA e Insper em comemoração aos 10 anos do IDSA em 10 de novembro de 2015.

<sup>6</sup> Informação obtida em contato telefônico com a B3 em 16 de junho de 2017.

abusivo (contrário ao interesse social) e as hipótese legais de impedimento de voto do art. 115, §1º da Lei nº 6.404/76 (Item 2. Impedimento de Voto e o Controlador Estatal), passando das hipóteses menos controversas (Item 2.1 Laudo de Avaliação e Aprovação de Contas) às mais controversas (Item 2.2 Benefício Particular e Conflito de Interesses). A intenção do presente trabalho é a apontar a insuficiência dos critérios doutrinários existentes acerca da conduta estatal nas sociedades de economia mista, apresentados na primeira parte do estudo, para lidar com a controvérsia do impedimento de voto do controlador estatal, especialmente na hipótese de conflito de interesses. Essa insuficiência é apontada em situações envolvendo, por exemplo, contratos de concessão de serviços públicos, que, por natureza, abrangem tanto interesses públicos primários como secundários, como ocorreu no Caso Eletrobras (Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2013/6635), analisado na parte final do trabalho (Item 3. Caso Eletrobras), anteriormente às conclusões finais.

## **1. Sociedade de Economia Mista – Fundamento Constitucional e Regime Jurídico**

As empresas estatais e sociedades de economia mista representam, antes de tudo, mecanismos de intervenção estatal no domínio econômico *em sentido estrito*, em que o próprio Estado atua como agente econômico<sup>7</sup>. Essa forma de intervenção estatal na economia tem necessariamente, caráter excepcional, em razão da prevalência do princípio da livre iniciativa, previsto no art. 170 da Constituição Federal<sup>8</sup>. Em linha com esse princípio, aos poucos a atuação do Estado como agente econômico tem dado lugar à intervenção estatal na forma fiscalização e regulação<sup>9</sup>. Houve, a partir da década de 1990, a privatização completa de diversas empresas estatais e sociedades economia mista, que passaram a desempenhar serviços públicos em regime de concessão, sob a Lei nº 8.987/95, contando com a fiscalização de agências reguladoras. A onda de privatizações se concentrou nas empresas públicas e

---

<sup>7</sup> Cf. EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Volume III. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 235.

<sup>8</sup> Cf. LIMA ROCHA, Astrid Monteiro de Carvalho Guimarães de. O Estado empresário: interesse público, conflito de interesse e comportamento abusivo do acionista controlador nas sociedades de economia mista. In: ARAGÃO, Alexandre Gusmão de (coord.). *Empresas Públicas e Sociedades de Economia Mista*. Belo Horizonte: Fórum, 2015. p. 81.

<sup>9</sup> Cf. EIZIRIK, Nelson. *Op. Cit.* p. 235.

sociedades de economia mista que operavam serviços de natureza tarifária, como portos, estradas de ferro e os setores de telecomunicações e energia<sup>10</sup>. Contudo, como apontado anteriormente, as empresas estatais e sociedades de economia mista continuam representando uma parcela relevante do mercado brasileiro.

Em razão do princípio da *subsidiariedade* ou *residualidade* da atuação Estado como agente econômico, a sua decisão explorar determinada atividade econômica, deve ser pautada pela persecução do interesse público, na qualidade de motor da atividade estatal, nas situações em que as soluções empresariais idealizadas por indivíduos ou organismos sociais forem insuficientes<sup>11</sup>. Parte da doutrina sustenta também o que seria a moderna *função regulatória*<sup>12</sup> das empresas estatais ou sociedades de economia mista, na medida em que compartilham o mercado com sejam empresas privadas, sendo capazes de estabelecer padrões que favoreçam os consumidores, de modo a induzir a adoção desses mesmos comportamentos nos seus concorrentes privados.

Em atendimento ao art. 173, caput da Constituição Federal<sup>13</sup>, essa atuação deve ocorrer apenas nos casos previstos na própria Constituição Federal (e.g., serviços públicos), bem como quando necessária aos imperativos de segurança nacional ou relevante interesse coletivo<sup>14</sup>.

---

<sup>10</sup> Cf. CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. Volume IV, Tomo I. São Paulo: Saraiva, 4 ed., 2011. p. 396.

<sup>11</sup> *Ibidem*, p. 378.

<sup>12</sup> PINTO JUNIOR, Mario Engler. A atuação empresarial do Estado e o papel da empresa estatal. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. Vol. 151/152, 2009. São Paulo: Malheiros. p. 266.

<sup>13</sup> Art. 173, caput da Constituição Federal - 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.

<sup>14</sup> Nesse sentido, se posicionam EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Volume III. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 288; LEITE, Carina Lellis Nicoll Simões. O lucro nas sociedades de economia mista. In: ARAGÃO, Alexandre Gusmão de (coord.). *Empresas Públicas e Sociedades de Economia Mista*. Belo Horizonte: Fórum, 2015. p. 107; e VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. *Curso de Direito Comercial*. Volume 3. São Paulo: Malheiros, 2008. p. 683. No entanto, posição diversa era sustentada por BORBA, José Ewaldo Tavares. *Sociedades de Economia Mista e Privatização*. Lumens. Rio de Janeiro, 1997, p. 6, que defende que “A interpretação mais consistente é, contudo, a restritiva. O legislador constituinte, ao empregar a expressão ‘exploração direta’, pretendeu, com efeito, fazer o confronto com a expressão ‘exploração indireta’, que se exerce através da economia mista e da empresa pública, as quais poderão atuar em qualquer setor da economia em que se mostre necessária a presença do Poder Público. Essa interpretação encontra apoio, inclusive, no art. 21, inciso XI, da Constituição, onde se fala em ‘explorar diretamente ou mediante concessão a empresas sob controle acionário estatal, serviços telefônicos...’. Daí se deduz que o legislador constituinte, a se referir a ‘exploração direta’, circunscreve a expressão apenas à pessoa jurídica da União, pois a

Todavia, há que se reconhecer que tais requisitos trazidos pelo texto constitucional envolvem um juízo eminentemente político<sup>15</sup>.

A sociedade de economia mista, em particular, e ao contrário do que ocorre com a empresa pública, conta com a conjunção de capitais públicos e privados em um único empreendimento e a forma obrigatória de sociedade anônima. Trata-se, portanto, de uma estrutura em que o Estado empresário se associa ao capital privado para a consecução de um interesse público, mas adota a forma empresarial, regida, via de regra, pelo direito privado, conforme disposto no art. 173, §1º da Constituição Federal<sup>16</sup>. O dispositivo constitucional visa assegurar que o Estado, no exercício de atividade econômica – a qual, como regra geral, cabe a empresas privadas – venha a competir em condições de igualdade com a iniciativa privada, sem se valer de prerrogativas que são, na essência, reservadas à função estatal. Essa preocupação com o aspecto concorrencial é colocada da seguinte forma por Modesto Carvalhosa<sup>17</sup>:

Deve assim, o Estado, ao atuar na esfera econômica, reservada aos particulares, buscar um tratamento isonômico com as demais empresas privadas. Essa isonomia, consagrada constitucionalmente (art. 173, §1º da CF de 1988), visa a impedir que o Poder Público, exercendo atividade econômica, valha-se de um regime jurídico privilegiado que torne desleal a sua competição com as empresas privadas.

---

alternativa, exploração por entidade sob controle estatal, não seria, a contrario sensu, ‘exploração direta’. A exploração direta ocorreria apenas quando a União agisse ela própria, como costumava ocorrer com os serviços industriais do Estado”. Com o advento da Lei nº 13.303/16, que menciona expressamente em seu artigo art. 2, §1º, a necessidade de indicação na lei de criação do “relevante interesse coletivo” ou “imperativo de segurança nacional”, essa posição não teria mais como prosperar.

<sup>15</sup> Cf. PINTO JUNIOR., Mario Engler. *Op. Cit.*, p. 267.

<sup>16</sup> Art. 173, § 1º da Constituição Federal - 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: (...) II - a sujeição ao regime jurídico próprio das empresas privadas, inclusive quanto aos direitos e obrigações civis, comerciais, trabalhistas e tributários; (Incluído pela Emenda Constitucional nº 19, de 1998)

<sup>17</sup> CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. Volume IV, Tomo I. São Paulo: Saraiva, 4ª ed., 2011, p. 378.



Na ótica de direito administrativo, contudo, as sociedades de economia mista integram a administração indireta, ao lado das autarquias, empresas públicas e fundações públicas<sup>18</sup>. Na classificação de Hely Lopes Meirelles, Délcio Aleixo e José Burle Filho<sup>19</sup> acerca da organização da Administração Pública, são consideradas, ao lado das empresas públicas, como “entidades empresariais” da administração. Trata-se, pois, de uma forma híbrida, ou “pessoa jurídica de direito privado *sui generis*”, como colocado por Nelson Eizirik<sup>20</sup>, cujo regime jurídico “não é integralmente privado, uma vez que ela se submete, em diversos aspectos, às regras de direito público, basicamente para alcançar os objetivos que justificaram sua criação”. Apesar do disposto no art. 173, §1º da Constituição Federal, a natureza híbrida das sociedades de economia mista impõe que estas aceitem fontes legislativas diversas: constitucionais, administrativas, de direito privado (Lei nº 6.404/76) e legislação especial (lei de criação)<sup>21</sup>. Como integrantes da administração indireta, as sociedades de economia mista estão sujeitas, por exemplo, aos princípios de princípios da legalidade, impessoalidade, moralidade, publicidade e eficiência, bem como ao controle externo do Tribunal de Contas e exigência de prévio concurso público para contratação de pessoal<sup>22</sup>.

As regras de nosso sistema legal específicas em relação às sociedades de economia mista estão presentes na Constituição Federal, na Lei nº 6.404/76 e, mais recentemente, na Lei nº 13.303/16. Os dois primeiros diplomas legais não traziam uma conceituação suficientemente abrangente e precisa em relação às sociedades de economia mista, o que podia ser encontrado apenas no Decreto-Lei nº 200/67, que introduziu a reforma administrativa federal. O art. 5º,

---

<sup>18</sup> Essa é a classificação trazida pelo Decreto-Lei nº 200/67, que traz a seguinte redação: “Art. 4º A Administração Federal compreende: (...) II- A Administração Indireta, que compreende as seguintes categorias de entidades, dotadas de personalidade jurídica própria: a) Autarquias; b) Empresas Públicas; c) Sociedades de Economia Mista. d) fundações públicas”

<sup>19</sup> MEIRELLES, Hely Lopes; ALEIXO, Délcio Balestero; BURLE FILHO, José Emmanuel. *Direito Administrativo Brasileiro*. São Paulo: Malheiros. 40ª ed., 2014. p. 68

<sup>20</sup> EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Volume III. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 295. Posição similar é adotada por CARVALHOSA, Modesto. *Op. Cit.*, p. 359.

<sup>21</sup> Cf. EIZIRIK, Nelson. *Op. Cit.* p. 293

<sup>22</sup> Cf. PINTO JUNIOR, Mario Engler. A atuação empresarial do Estado e o papel da empresa estatal. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. Vol. 151/152, 2009. São Paulo: Malheiros, p. 259

inciso III do referido normativo traz cinco características básicas das sociedades de economia mista: (i) personalidade jurídica de direito privado; (ii) criação por lei (presente também no art. 236 da Lei nº 6.404/76<sup>23</sup> e no art. 37, inciso XIX da Constituição Federal); (iii) objeto ligado à exploração de atividade econômica; (iv) forma de sociedade anônima; e (v) controle majoritário da União Federal ou de entidades da administração indireta<sup>24</sup>.

A Lei nº 13.303/16<sup>25</sup> reproduziu esse conceito em seu art. 4º, trazendo essencialmente os mesmos requisitos do Decreto-Lei nº 200/67, com exceção da exploração de atividade econômica, citada ao longo da norma. Tal lei também menciona expressamente a possibilidade de que o controle seja exercido além da União, também pelos estados, Distrito Federal, municípios e entidades da administração indireta.

Nota-se, portanto, que não basta a titularidade transitória por ente estatal da maior parte do capital de uma sociedade a fim de que esta seja caracterizada como sociedade de economia mista. Nas palavras de José Edwaldo Tavares Borba<sup>26</sup>, a economia mista é “sociedade anônima ajustada, de modo permanente, a objetivos de interesse público, sem descurar, naturalmente, as pretensões dos acionistas privados”. A sociedade é marcada por esse arranjo híbrido permanente, que tem como um de seus pressupostos a criação por lei.

---

<sup>23</sup> O art. 236 da Lei nº 6.404/76 dispõe que “A constituição de companhia de economia mista depende de prévia autorização legislativa”. Já o texto constitucional, em seu art. 37, inciso XIX requer não apenas a necessidade de autorização legislativa para a criação da sociedade de economia mista, mas também que essa criação se dê por lei específica: “XIX - somente por lei específica poderá ser criada autarquia e autorizada a instituição de empresa pública, de sociedade de economia mista e de fundação, cabendo à lei complementar, neste último caso, definir as áreas de sua atuação, (Redação dada pela Emenda Constitucional nº 19, de 1998)”.

<sup>24</sup> Conforme a sistematização proposta por BORBA, José Edwaldo Tavares. *Sociedades de Economia Mista e Privatização*. Lumens. Rio de Janeiro, 1997, p. 7. Em relação a esse último ponto, vale ressaltar que apesar de o Decreto-Lei nº 200/67 referir-se apenas à União, dado que trata da reforma administrativa em âmbito Federal, essa definição de sociedade de economia mista pode, naturalmente, ser estendida aos estados e municípios. Inclusive, conforme apontado na obra citada, “muitos estados e municípios cuidaram, inclusive, de reproduzir, na legislação local, a definição federal”.

<sup>25</sup> Art. 4º da Lei nº 13.303/16 - Sociedade de economia mista é a entidade dotada de personalidade jurídica de direito privado, com criação autorizada por lei, sob a forma de sociedade anônima, cujas ações com direito a voto pertençam em sua maioria à União, aos Estados, ao Distrito Federal, aos Municípios ou a entidade da administração indireta.

<sup>26</sup> BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito Societário*. 11ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2008. p. 497.

A lei autorizativa tem a função de explicitar o interesse público que justificou a criação da sociedade, de modo a delimitar o âmbito da intervenção estatal, evitando que esta seja realizada de forma arbitrária<sup>27</sup>. Além disso, como o capítulo da Lei nº 6.404/76 dedicado às sociedades de economia mista estabelece para estas algumas regras específicas, a inclusão da autorização legislativa como traço distintivo desse tipo de sociedade uma traz maior previsibilidade em relação a seu status.

As poucas regras específicas impostas por esse capítulo da Lei nº 6.404/76 em relação à sociedade de economia mista essencialmente buscam estabelecer um *regime protetivo* para o investidor privado. Tais regras asseguram, por exemplo, a eleição de ao menos um representante dos acionistas minoritários no conselho de administração da companhia (art. 239), a existência de conselho fiscal permanente e a eleição de ao menos dois conselheiros fiscais pelos acionistas minoritários, sendo um pelos acionistas detentores de ações ordinárias e outro pelos preferencialistas (art. 240). Essa intenção ficou registrada também na exposição de motivos da Lei nº 6.404/76, que trouxe expressamente a preocupação do legislador em estabelecer garantias ao investidor privado que se associa ao Estado na sociedade de economia mista, inclusive, reafirmando para essa modalidade de investimento a existência dos mesmos direitos de que fruem os acionistas das demais companhias<sup>28</sup>. A lógica subjacente a essa preocupação é de que a atração do capital privado para o empreendimento depende da capacidade do Estado em outorgar e assegurar esses direitos aos acionistas minoritários, o que se verá também nas considerações a seguir relativas ao papel da lucratividade e do interesse público na sociedade de economia mista.

---

<sup>27</sup> Cf. LIMA ROCHA, Astrid Monteiro de Carvalho Guimarães de. O Estado empresário: interesse público, conflito de interesse e comportamento abusivo do acionista controlador nas sociedades de economia mista. In: ARAGÃO, Alexandre Gusmão de (coord.). *Empresas Públicas e Sociedades de Economia Mista*. Belo Horizonte: Fórum, 2015, p. 88.

<sup>28</sup> Exposição de Motivos da Lei nº 6.404/76 – “A lei de sociedades anônimas, além de dispor sobre essa forma de sociedade quando utilizada pelo setor privado, é lei geral das sociedades de economia mista, que por ela se regem, com as derrogações constantes das leis especiais que autorizam a sua constituição (Constituição, art. 170, § 2º). Daí as normas reunidas neste Capítulo, que dizem respeito, essencialmente, às disciplinas dos direitos e à defesa dos minoritários, adaptando às peculiaridades da empresa mista os princípios básicos da lei. Com efeito, ao buscar a forma anônima para o empreendimento que promove, o Estado visa a assegurar ao particular, aos quais oferece associação, os mesmos direitos e garantias de que fruem os acionistas das demais companhias sem prejuízo das disposições especiais da lei federal (art. 236)”.

## 1.1 Lucratividade *versus* Interesse Público

Como já mencionado, as sociedades de economia mista são instrumentos de intervenção do Estado na economia, direcionados para um determinado interesse público reconhecido em lei autorizativa, e que contam com a participação do capital privado. A forma da sociedade de economia mista é de sociedade anônima, que, por definição, deve possuir finalidade lucrativa, como dispõe o art. 2º, caput da Lei nº 6.404/76. E não poderia ser de outra forma, dado que a participação do capital privado nesse empreendimento só é possível em razão da expectativa de retorno financeiro que possuem esses acionistas minoritários<sup>29</sup>. A obtenção de lucros é essencial para a captação de recursos junto à iniciativa privada, dado que essa expectativa de retorno do acionista minoritário é seu incentivo para que invista na sociedade de economia mista. Apesar de a presença da lucratividade ser amplamente reconhecida, os doutrinadores divergem quanto à posição relativa entre os elementos de lucratividade e interesse público.

Para Nelson Eizirik, Mario Engler Pinto Junior e Astrid Lima Rocha<sup>30</sup>, a lucratividade é efetivamente reconhecida como um componente do interesse social da sociedade de economia mista, ao lado do interesse público que justificou sua criação. Portanto, ambas as finalidades parecem estar justapostas. Essa também é a posição de Alexandre Santos de Aragão<sup>31</sup>, para quem eventual conflito entre os dois elementos não deve ser resolvida pela “preferência absoluta e a priori de um interesse (interesse público material) sobre o outro (interesse público e privado de lucro)”. Essa foi a posição adotada pela maior parte dos autores pesquisados e que

---

<sup>29</sup> A esse respeito, cumpre destacar a posição de LEITE, Carina Lellis Nicoll Simões. O lucro nas sociedades de economia mista. In: ARAGÃO, Alexandre Gusmão de (coord.). *Empresas Públicas e Sociedades de Economia Mista*. Belo Horizonte: Fórum, 2015. p. 109 a 127, que enumera também outras justificativas para a finalidade lucrativa das sociedades de economia mista, como os princípios de eficiência e economicidade, bem como a importância arrecadatória dos dividendos percebidos pelo próprio Estado, convertidos em receitas primárias, podendo ser realocados pelo próprio governo.

<sup>30</sup> Nesse sentido, EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Volume III. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 314; PINTO JUNIOR, Mario Engler. A atuação empresarial do Estado e o papel da empresa estatal. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. Vol. 151/152, 2009. São Paulo: Malheiros, p. 273; e LIMA ROCHA, Astrid Monteiro de Carvalho Guimarães de. O Estado empresário: interesse público, conflito de interesse e comportamento abusivo do acionista controlador nas sociedades de economia mista. In: ARAGÃO, Alexandre Gusmão de (coord.). *Empresas Públicas e Sociedades de Economia Mista*. Belo Horizonte: Fórum, 2015, p. 89.

<sup>31</sup> ARAGÃO, Alexandre Santos de. *Empresas Estatais - O Regime Jurídico das Empresas Públicas e Sociedades de Economia Mista*. Rio de Janeiro, Forense, 2015. p. 344

entendemos ser a mais adequada diante do cenário complexo em que se inserem as sociedades de economia mista.

Carina Simões Leite<sup>32</sup> também considera que convivem na sociedade de economia mista os dois tipos de finalidades, porém em diferentes graus de importância, sendo que em primeiro lugar, deve ser considerado “o interesse público que justifica a exploração da atividade econômica pelo poder público” e apenas em segundo lugar deve ser considerada a finalidade lucrativa que “decorre da escolha pela modalidade empresarial e da atração de investimentos da iniciativa privada”. Essa posição também é adotada por Gustavo Saad Diniz<sup>33</sup>, que igualmente defende a prevalência do interesse público nas sociedades de economia mista.

Modesto Carvalhosa<sup>34</sup>, por outro lado, vai um pouco além desses dois autores e coloca expressamente a lucratividade como *meio* para consecução da real finalidade da sociedade de economia mista, que seria a persecução do interesse público. Para esse autor, a lucratividade parece ser considerada apenas por seu valor instrumental, como forma de viabilização do interesse público e não como uma finalidade propriamente dita. Também nesse sentido, vale também destacar a já notória afirmação do Min. Carlos Ayres Britto no âmbito do julgamento do Recurso Extraordinário nº 599.628-DF, que tinha por escopo decidir a respeito da aplicabilidade do regime de precatórios à Eletrobras, na qualidade de sociedade de economia mista. O Min. Carlos Ayres Britto<sup>35</sup>, relator do caso, defendeu que:

Não há lucro, o lucro é eventual, e não fim da atividade. Enquanto nas empresas privadas o lucro é o fim e o serviço prestado é o meio, a mercadoria vendida é meio, a intermediação realizada é meio, a empresa desempenha essas atividades para obter lucro, no âmbito das empresas estatais prestadoras de serviço

---

<sup>32</sup> LEITE, Carina Lellis Nicoll Simões. *Op. Cit.*, p. 107.

<sup>33</sup> DINIZ, Gustavo Saad. Conflitos de interesses na Sociedade Anônima. In: COELHO, Fabio Ulhoa (coord.) *Tratado de Direito Comercial*. São Paulo, Saraiva, 2015. p. 103.

<sup>34</sup> CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. Volume IV, Tomo I. São Paulo: Saraiva, 4ª ed., 2011, p. 410.

<sup>35</sup> Recurso Extraordinário nº 599.628-DF. Voto Rel. Min. Carlos Ayres Britto, p. 191

público o lucro é meio; obtém-se o lucro para prestar o serviço, e o serviço é tão importante que, mesmo que não haja lucro, ainda assim ele deve ser prestado.

Já o Min. Joaquim Barbosa<sup>36</sup>, o mesmo acórdão e, em posição diametralmente oposta, lembrou que a Eletrobras atua em regime de concorrência com empresas privadas e enfatizou a finalidade lucrativa da sociedade, ponderou que “o direito de buscar o lucro é essencial ao modelo econômico adotado na Constituição, tendo como perspectiva o particular, e não o Estado” e afirmou ser incontroverso que a Eletrobras teria como *objetivo principal* o lucro.

A despeito de tais divergências, seja como componente do interesse social, finalidade principal, secundária, ou mesmo elemento de mero caráter instrumental, fato é que a lucratividade é amplamente reconhecida como característica da sociedade de economia mista. O que se admite nesse tipo de sociedade é a *flexibilização da lucratividade em favor do interesse público que justificou a criação da sociedade*, o que exploraremos a seguir.

A complexidade dessa afirmação reside na definição das hipóteses e em qual medida, efetivamente, a finalidade lucrativa poderia ser mitigada em favor da persecução do interesse público sem violar interesses dos acionistas privados. O dispositivo legal que trata desse tema, ainda que de modo vago, é o art. 238 da Lei nº 6.404/76, que enuncia: “A pessoa jurídica que controla a companhia de economia mista tem os deveres e responsabilidades do acionista controlador (artigos 116 e 117), mas poderá orientar as atividades da companhia de modo a atender ao interesse público que justificou a sua criação”.

O primeiro elemento a ser explorado é a definição do *interesse público* que permitiria a mitigação da finalidade lucrativa. Como se depreende da própria redação do art. 238 da Lei nº 6.404/76, não se trata de qualquer interesse público, mas aquele específico que justificou a criação da sociedade de economia mista. Nesse sentido, Vera Helena de Mello Franco<sup>37</sup> observa que o referido artigo trata de “interesse público concreto, plenamente tipificado na lei autorizadora e assumido, normativamente, dentre os fins, cuja realização o Estado se propõe a

---

<sup>36</sup> Idem. Voto Min. Joaquim Barbosa, p. 190.

<sup>37</sup> FRANCO, Vera Helena de Mello. Grupos Econômicos sob o Controle Estatal: Conflito de Interesses (a Norma do Art. 238 da Lei das S.A. Aplicação e Limites). Tese de Doutorado em Direito Comercial. São Paulo: Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 1982. p. 174.

realizar, mediante a Administração Pública”. Daí deriva a importância da autorização legislativa para a formação da sociedade, pois é na lei de criação da sociedade de economia mista que deve constar a justificativa para a sua criação, a qual servirá como elemento delimitador para a atuação estatal<sup>38</sup>. Recentemente, o art. 2º, §1º da Lei nº 13.303/16<sup>39</sup> consolidou essa posição, ao determinar que a lei de autorização para a constituição da empresa pública e da sociedade de economia mista deve indicar, de forma clara, o relevante interesse coletivo ou imperativo de segurança nacional, nos termos do art. 173, caput da Constituição Federal.

É preciso, contudo, reconhecer que a praxe legislativa anterior não era a enumeração no direito positivo dos interesses públicos específicos que levaram à criação de determinada sociedade de economia mista, de modo que o interesse público referido pelo art. 238 da Lei nº 6.404/76, precisa, por vezes, ser inferido a partir do seu setor de atuação e da “ligação que a teoria econômica e política faz da presença do Estado” nesse setor, como leciona Alexandre Santos de Aragão<sup>40</sup>, que também exemplifica: “presume-se que uma estatal de petróleo é criada com objetivos como o de assegurar o abastecimento nacional, a independência energética nacional, auferir os lucros com as atividades, entre outros explorados pela literatura”.

Outro exemplo são os bancos públicos, que têm como interesse público predominante a difusão da bancarização e do acesso ao crédito para as pessoas físicas e jurídicas no seu território de atuação. No caso de sociedades de economia mista que prestem serviços públicos, naturalmente, se destacam os objetivos de universalização do acesso ao serviço e modicidade tarifária, princípios de que regem os serviços públicos de forma geral, como pontuado por Mario Engler<sup>41</sup>. O autor pondera, ainda, que esse interesse público é inferido a partir do panorama histórico que circundou a formação daquela sociedade, mas há que se reconhecer

---

<sup>38</sup> Cf. LIMA ROCHA, Astrid Monteiro de Carvalho Guimarães de. *Op. Cit.*, p. 89.

<sup>39</sup> Art. 2º, §1º da Lei nº 13.303/16 - A constituição de empresa pública ou de sociedade de economia mista dependerá de prévia autorização legal que indique, de forma clara, relevante interesse coletivo ou imperativo de segurança nacional, nos termos do caput do art. 173 da Constituição Federal.

<sup>40</sup> ARAGÃO, Alexandre Santos de. *Op. Cit.*, p. 354.

<sup>41</sup> PINTO JUNIOR, Mario Engler. A atuação empresarial do Estado e o papel da empresa estatal. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. Vol. 151/152, 2009. São Paulo: Malheiros, p. 263.

também certa mutabilidade desse interesse ao longo do tempo, pois o interesse público não é estanque, de modo comporta evolução, podendo adquirir novas conotações em face de alterações no cenário social e econômico<sup>42</sup>.

De todo modo, é importante reforçar que não se pode inferir um interesse excessivamente genérico, ou desvinculado do setor de atuação da sociedade de economia mista. Nesse sentido, Alexandre Santos de Aragão<sup>43</sup> levanta a seguinte hipótese:

Por exemplo, o Banco do Brasil pode ser levado por seu acionista controlador a manter abertas agências deficitárias em região na qual a população não possa ter outros meios de acesso ao sistema bancário se não por este banco público, mas não pode impedir o seu fechamento simplesmente para evitar o aumento do desemprego e da miséria nessas regiões. Por mais que o combate à miséria seja um relevantíssimo interesse público, não é um interesse público específico o suficiente para ser considerado como uma das causas da criação de um banco público.

Importante observar, como pontua também o autor, que objetivos macroeconômicos são admitidos, mas apenas nos casos em que estão relacionados aos motivos que levaram à criação daquela sociedade de economia específica e que o controle inflacionário não seria admitido, por exemplo, como legítima função de uma petrolífera estatal, cabendo ordinariamente ao Banco Central<sup>44</sup>. Essa crítica em relação à Petrobras também é realizada por Leonardo Cruz e Felipe Heemstede<sup>45</sup>, que acrescentam que o governo dispõe de outros mecanismos de controle inflacionário que não prejudicam o bem jurídico da poupança popular.

---

<sup>42</sup> Mario Engler, ainda, exemplifica: “Uma sociedade de economia mista instituída inicialmente para garantir o suprimento de determinado insumo industrial ou produto de consumo popular, em regime de monopólio, deve alterar posteriormente suas políticas públicas e forma de atuação no mercado, quando deixa de ser monopolista e passa a competir com a iniciativa privada. O mesmo raciocínio aplica-se a empresa estatal que antes operava no setor de infraestrutura básica em regime de serviço público não regulado, e agora deve se sujeitar a regulação externa independente e à disputa no mercado com outros agentes econômicos autorizados a fornecer a mesma utilidade”. *Ibidem*, p. 273.

<sup>43</sup> ARAGÃO, Alexandre Santos de. *Op. Cit.*, p. 356.

<sup>44</sup> Cf. ARAGÃO, Alexandre Santos de. *Op. Cit.*, p. 359.

<sup>45</sup> CRUZ, Leonardo Baptista Rodrigues; HEEMSTEDÉ, Felipe Tucunduva Van. *Conflito de Interesses no Exercício do Direito de Voto e Garantia de Orientação das Atividades das Sociedades de Economia Mista: uma Análise Crítica da Decisão Proferida no Caso da Eletrobras (PAS CVM n. RJ 2013/6635)*. p. 332 (não publicado).



Além do requisito da previsão legal do interesse público que justificou a criação da companhia, parte dos autores<sup>46</sup> que se dedicam à interpretação do art. 238 recorre à clássica distinção doutrinária formulada pelo autor italiano Renato Alessi<sup>47</sup> entre interesses públicos *primários* e *secundários*, popularizada no Brasil por Celso Antônio Bandeira de Mello. O interesse público a que se refere o art. 238 da Lei nº 6.404/76 seria necessariamente o *interesse público primário*, entendido como o interesse da coletividade ou interesse público em sentido estrito.

Já o *interesse público secundário*, que corresponde ao interesse patrimonial da administração pública ou do aparato estatal, na qualidade de pessoa jurídica, jamais servirá para justificar a violação da máxima de persecução de lucros. Isso ocorre porque o interesse público secundário possui caráter meramente instrumental, na medida em que serve para o bom atendimento do interesse público primário, como apontado por Mario Engler<sup>48</sup>. Por exemplo, a imposição de renúncia a direitos creditórios de que a sociedade de economia mista é titular frente ao Estado, sem qualquer contrapartida compensatória em favor da sociedade, é ato que visa apenas o enriquecimento do erário (interesse público secundário), constituindo, portanto, conduta abusiva do controlador. O mesmo se dá com a subscrição de ações pelo controlador com a realização de bens estranhos ao objeto social da sociedade de economia mista e não compatíveis com o interesse social, hipótese de abuso de poder de controle listada pelo art. 117, §1º, alínea “h” da Lei nº 6.404/76, e, portanto, aplicável a qualquer controlador, inclusive o controlador público.

---

<sup>46</sup> Fazem-no expressamente, por exemplo, CARVALHOSA, Modesto. Comentários à Lei das Sociedades Anônimas. Volume IV, Tomo I. São Paulo: Saraiva, 4ª ed., 2011. p. 410; PINTO JUNIOR, Mario Engler, *Empresa estatal: função econômica e dilemas societários*, São Paulo: Atlas, 2013, 2ª ed., pp. 230 e ss; e LIMA ROCHA, Astrid Monteiro de Carvalho Guimarães de. O Estado empresário: interesse público, conflito de interesse e comportamento abusivo do acionista controlador nas sociedades de economia mista. In: ARAGÃO, Alexandre Gusmão de (coord.). *Empresas Públicas e Sociedades de Economia Mista*. Belo Horizonte: Fórum, 2015. p. 92.

<sup>47</sup> ALESSI, Renato. *Sistema Istituzionale del Diritto Amministrativo Italiano*, 3ª ed. Milão, Giuffrè, 1960, p. 197. Apud MELLO, Celso Antônio Bandeira de. *Curso de Direito Administrativo*. 27ª edição. São Paulo: Malheiros Editores, 2010. p. 66.

<sup>48</sup> PINTO JUNIOR, Mario Engler. *Op. Cit.*, p. 269.

Um exemplo mencionado por José Alexandre Tavares Guerreiro<sup>49</sup>, ainda que sem fazer menção expressa à clássica distinção, é a crítica à luz do art. 238, sobre a aprovação em assembleia geral de remuneração excessiva a administradores ligados à administração pública, a custa da companhia. O autor afirma que “Se a pessoa jurídica deseja agraciar seus servidores à custa da sociedade de economia mista, não serve ao interesse desta, mas ao seu próprio. E cada vez menos se pode dizer que o interesse do Estado é, efetivamente, sinônimo de interesse público” (grifo nosso). Em relação a esse ponto, é necessário ponderar a definição do que seria uma remuneração excessiva ao administrador é fator de difícil avaliação na prática, e que sua mensuração em casos concretos e deve, necessariamente, levar em consideração a qualificação e o histórico do profissional, a remuneração praticada por outras empresas do mesmo setor e região de atuação, bem como outros fatores de mercado. A atração de talentos de perfil adequado àquela da sociedade contribui para o interesse social e deve ser perseguida por qualquer companhia, inclusive a sociedade de economia mista, o que de maneira nenhuma se confunde com o tão criticado loteamento de cargos nas estatais com indicações políticas, problema que a recente Lei nº 13.303/16 não parece ter sido capaz de endereçar completamente<sup>50</sup>.

Essa distinção entre interesses públicos primários e secundários ainda será retomada em outros itens do presente trabalho, em que serão exploradas as limitações dessa distinção decorrentes da sua aplicação prática. Essas limitações costumam surgir quando uma determinada transação contempla aspectos que denotam a presença, concomitantemente, de interesses da coletividade e interesses patrimonial do ente estatal, como ocorreu no Caso Eletrobras. Porém, por ora é possível estabelecer que os interesses primários devem estar presentes para legitimar a atuação estatal balizada no art. 238 da Lei nº 6.404/76.

---

<sup>49</sup> GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Conflito de interesse entre sociedade controladora e controlada e entre coligadas, no exercício do voto em assembleias gerais e reuniões sociais. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. nº 51, jul./set. 1983. São Paulo: Malheiros, p. 32.

<sup>50</sup> Mencionamos o artigo “Lei não altera o loteamento político de estatais” de autoria de Daniel Rittner para o Jornal Valor Econômico publicado em 06 de abril de 2017, disponível em: <http://www.valor.com.br/politica/4929074/lei-nao-altera-o-loteamento-politico-de-estatais>.

Além dos fatores citados até o momento, de ordem qualitativa e que derivam diretamente do art. 238 da Lei nº 6.404/76, Alexandre Santos de Aragão<sup>51</sup> sugere a existência também de limitações ao Estado controlador de ordem quantitativa, sendo necessária uma ponderação entre o interesse público a ser perseguido e a lógica econômica inerente a qualquer empresa. Segundo o autor, interesses públicos poderiam induzir a sociedade de economia mista a realizar operações individualmente deficitárias, mas nunca comprometer a sua lucratividade como um todo.

Caso as políticas públicas perseguidas pela sociedade de economia mista no desempenhar de suas atividades se chegassem ao ponto de comprometer a sua sustentabilidade financeira como um todo, se imporia a compensação financeira da sociedade pelo Estado, por meio de subvenções econômicas, nos moldes do art. 12, §3º, inciso II da Lei nº 4.320/64, como defendido também por Mario Engler<sup>52</sup>. Essa opção dependeria, nas palavras de Alexandre Santos de Aragão<sup>53</sup>, “de uma ponderação entre o nível e a amplitude da perda de lucratividade e a intensidade e a gravidade do interesse público a ser atendido, obedecido o limite da proporcionalidade estrito senso”.

A despeito de tais comentários, não parece haver na doutrina parâmetros suficientemente claros de ordem quantitativa que possibilitariam delinear as limitações dessa natureza que se imporiam, na prática, aos gestores da sociedade de economia mista na persecução de interesses públicos. Podemos utilizar como referência a manutenção da sustentabilidade financeira da sociedade como um todo, mas nos parece que na realidade de uma sociedade de economia mista de grande porte, envolvida em uma multiplicidade de negócios e frentes de atuação, seria mais difícil identificar na prática se aquela política em específico teria sido o fator determinante para o comprometimento financeiro da sociedade.

---

<sup>51</sup> ARAGÃO, Alexandre Santos de. *Empresas Estatais - O Regime Jurídico das Empresas Públicas e Sociedades de Economia Mista*. Rio de Janeiro, 2015. p. 361.

<sup>52</sup> PINTO JUNIOR, Mario Engler. *Op. Cit.*, p. 277.

<sup>53</sup> ARAGÃO, Alexandre Santos de. *Op. Cit.*, p. 364.

Em posição parecida, Nelson Eizirik<sup>54</sup> também defende que os custos das da implementação de políticas públicas pelas sociedades de economia mista sejam *eventualmente* suportados pelo Estado na qualidade de acionista majoritário, de forma a não frustrar a justa expectativa dos acionistas minoritários em relação à ao retorno de seu investimento, mas também não traz parâmetros de ordem quantitativa para determinar as situações em que essa compensação seria necessária. Cabe pontuar que nas versões iniciais do Projeto de Lei nº 555/15, que deu origem à Lei nº 13.303/16, chegou a constar a previsão de eventual ressarcimento relativo às obrigações e responsabilidades assumidas pela empresa pública ou sociedade de economia mista em condições distintas de seus concorrentes do setor privado. Contudo, esse elemento foi posteriormente modificado e no art. 8º, §2º, inciso I da Lei nº 13.303/16 constou apenas a obrigação de discriminação desses custos de forma transparente, inclusive no plano contábil da sociedade<sup>55</sup>.

Em suma, considera-se que (i) a lucratividade seja uma característica inerente à sociedade de economia mista, sendo um componente do interesse social, ao lado da persecução do interesse público, a despeito da existência de divergência doutrinária em relação a esse status (dado que outras correntes consideram a lucratividade como finalidade principal, secundária, ou apenas meio para a consecução do interesse social); (ii) o que se aceita é a flexibilização dessa lucratividade em favor do interesse público sendo do que esse interesse deve ser: (a) aquele específico que justificou a criação da sociedade (art. 238), conforme explicitado na lei autorizativa de sua criação (obrigatório a partir da vigência da Lei nº 13.303/16) ou, se não tiver constado da lei autorizativa, inferido por meio do seu setor específico de atuação e do panorama histórico que circundou a formação daquela sociedade, sem deixar de considerar a sua relação com o cenário social e econômico atual; (b) necessariamente deve haver em jogo um interesse público em sentido estrito ou primário na classificação alessiana, ou seja, que não

---

<sup>54</sup> EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Volume III. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 308.

<sup>55</sup> Ao menos caminhando para um regime de maior *disclosure* em relação à alocação de verbas para a consecução de políticas públicas, o art. 8º, inciso I da mesma lei exige que as empresas públicas e sociedades de economia mista passem a elaborar carta anual, subscrita pelos membros do Conselho de Administração, com a explicitação dos compromissos de consecução de objetivos de políticas públicas pela empresa e suas subsidiárias, em atendimento ao interesse coletivo ou ao imperativo de segurança nacional que justificou a autorização para sua respectivas criação, com definição clara dos recursos a serem empregados para esse fim, bem como dos impactos econômico-financeiros da consecução desses objetivos, mensuráveis por meio de indicadores objetivos. Esse regime de *disclosure* mais amplo está em linha com a parte final do art. 173 §1º, inciso I da Constituição Federal, que estabelece que a lei deve disciplinar a fiscalização por parte da sociedade civil das sociedades de economia mista e de suas subsidiárias que explorem atividade econômica de produção ou comercialização de bens ou de prestação de serviços.

se confunde com o interesse patrimonial da Administração Pública ou do aparato estatal; e (c) as medidas com vistas à persecução desse interesse podem gerar iniciativas individualmente deficitárias, mas seu conjunto não deve colocar em risco a saúde financeira da sociedade como um todo.

## 2. Impedimento de Voto e o Controlador Estatal

O art. 115 da Lei nº 6.404/76<sup>56</sup> exige que o acionista exerça o direito de voto no interesse da companhia, ou seja de maneira alinhada ao interesse social. Isso significa que no exercício do direito de voto deve prevalecer o interesse da companhia ao interesse individual dos sócios, com o qual o interesse social não se confunde. A construção histórica do conceito de interesse social comportou diversas correntes e subcorrentes doutrinárias, sendo as principais a empresa em si, o institucionalismo e o contratualismo<sup>57</sup>.

Para fins do presente estudo, nos valeremos da visão de Erasmo Valladão<sup>58</sup>, segundo o qual “o interesse social corresponde ao interesse dos sócios enquanto sócios”, derivado do *status socii*, portanto, *ex causa societatis*. Da mesma maneira, Nelson Eizirik<sup>59</sup> reforça esse caráter *ex causa societatis* ao afirmar que “o acionista vota na condição de membro de determinada comunidade

---

<sup>56</sup> Art. 115 da Lei nº 6.404/76 - O acionista deve exercer o direito a voto no interesse da companhia; considerar-se-á abusivo o voto exercido com o fim de causar dano à companhia ou a outros acionistas, ou de obter, para si ou para outrem, vantagem a que não faz jus e de que resulte, ou possa resultar, prejuízo para a companhia ou para outros acionistas.

§ 1º o acionista não poderá votar nas deliberações da assembléia-geral relativas ao laudo de avaliação de bens com que concorrer para a formação do capital social e à aprovação de suas contas como administrador, nem em quaisquer outras que puderem beneficiá-lo de modo particular, ou em que tiver interesse conflitante com o da companhia.

§ 2º Se todos os subscritores forem condôminos de bem com que concorreram para a formação do capital social, poderão aprovar o laudo, sem prejuízo da responsabilidade de que trata o § 6º do artigo 8º.

§ 3º o acionista responde pelos danos causados pelo exercício abusivo do direito de voto, ainda que seu voto não haja prevalecido.

§ 4º A deliberação tomada em decorrência do voto de acionista que tem interesse conflitante com o da companhia é anulável; o acionista responderá pelos danos causados e será obrigado a transferir para a companhia as vantagens que tiver auferido.

<sup>57</sup> Cf. VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. *Curso de Direito Comercial*. São Paulo: Malheiros, 2008. p. 255.

<sup>58</sup> FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Conflito de Interesses nas Assembléias de S.A.* São Paulo: Editora Malheiros, 1993. p. 37.

<sup>59</sup> EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Volume I. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 653-654.

acionária, não com vistas ao atendimento de interesses a ela estranhos”, de modo que o interesse individual ou do sócio como terceiro não deve prevalecer em caso de conflito. Como apontado pelo autor, o interesse social não corresponde à mera somatória dos interesses dos acionistas, mas também não está completamente dissociado destes, estando composto de dois elementos, quais sejam, a *persecução do objeto social* e a *produção de lucros*.

No caso da sociedade de economia mista, como já citado no item anterior, nossa interpretação é de que o interesse social incorpora também a persecução do interesse público, de modo que a consecução do objeto social deve ser orientada pelo Estado como acionista controlador de modo a respeitar as premissas trazidas pela lei autorizativa da criação da sociedade, como, por exemplo, universalização de acesso e modicidade tarifária.

A primeira hipótese de voto irregular trazida pelo art. 115 da Lei nº 6.404/76 é o voto abusivo, isto é, aquele exercido com o fim de causar dano à companhia ou a outros acionistas, ou ainda, exercido com o fim de obter, para o acionista ou para outrem, vantagem a que não faz jus e de que resulte, ou possa resultar, prejuízo para a companhia ou para os demais acionistas. Esse dispositivo pressupõe que o voto seja exercido como uma conduta dolosa, com o objetivo de causar dano ou obter vantagem ilícita que possa gerar prejuízo à companhia ou aos demais acionistas, possuindo, portanto, um elemento subjetivo, como mencionado por Tavares Borba<sup>60</sup>. O acionista responde pelos danos causados pelo voto abusivo, ainda que esse voto não tenha prevalecido, conforme determinado pelo art. 115, §3º da Lei nº 6.404/76.

Como sustentado por Nelson Eizirik<sup>61</sup>, o voto abusivo é passível de ser praticado por qualquer acionista, seja controlador ou minoritário. Também não parece estar afastado dessa hipótese o Estado como controlador da sociedade de economia mista, que responderá pelos danos causados pelo exercício abusivo do seu direito de voto. O art. 238 Lei nº 6.404/76, apenas autoriza ao Estado controlador orientar os negócios da sociedade de economia mista para o interesse social que justificou a sua criação, o que não significa permitir a esse acionista específico o exercício abusivo do direito de voto. Inclusive, dado que o dispositivo mencionado reforça para o Estado os deveres e responsabilidades específicos do acionista controlador (artigos 116 e 117 da Lei nº

---

<sup>60</sup> BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito Societário*, 13ª edição, Rio de Janeiro: Renovar, p. 359.

<sup>61</sup> EIZIRIK, Nelson. *Op. Cit.*, p. 655.

6.404/76), seria absurdo considerar que este mesmo dispositivo eximiria o acionista controlador da sociedade de economia mista das responsabilidades comuns a qualquer acionista votante.

Ainda, o art. 115, §1º da Lei nº 6.404/76 estabelece circunstâncias específicas em que o acionista será, *a priori*, impedido de votar na decisão assemblear, sendo essas as hipóteses do chamado impedimento de voto. São os casos em que a lei reconhece a probabilidade de que voto do acionista seja orientado pelo seu interesse individual, que, em razão das circunstâncias, pode não ser compatível com o interesse social. Primeiramente, serão abordadas brevemente as duas hipóteses objetivas tratadas pelo dispositivo, para em seguida passar às situações de benefício particular e conflito de interesses, que têm efetivamente trazido maiores desafios à doutrina e à jurisprudência administrativa da CVM.

## 2.1 Laudo de Avaliação e Aprovação de Contas

A primeira hipótese de impedimento de voto é a deliberação relativa ao laudo de avaliação de bens com que o acionista concorrer para o capital da companhia. Essa regra reconhece um conflito inerente à situação em que o acionista aporta bens para a formação do capital da companhia e delibera sobre a exatidão do laudo de avaliação desses mesmos bens, em razão do potencial interesse do acionista na superavaliação dos bens conferidos ao capital, conflitante com o interesse da companhia e dos demais acionistas de preservar a veracidade do capital social e evitar diluição injustificada. Trata-se de hipótese denominada de voto de verdade, na qual a matéria apreciada envolve a apreciação objetiva dos fatos<sup>62</sup>.

Assim como no caso do caput do art. 115 da Lei nº 6.404/76, não vemos razão para não aplicar a regra ao controlador de sociedade de economia mista. O art. 238, que autoriza esse controlador a orientar as atividades da sociedade de economia mista para o interesse público que justificou sua criação, não teria o condão de permitir o seu voto quanto ao laudo referente à avaliação dos bens conferidos por esse controlador ao capital da sociedade. Nessa situação, se destaca o legítimo interesse dos acionistas minoritários privados em evitar eventual a

---

<sup>62</sup> CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. Volume II. São Paulo: Saraiva, 5ª ed., 2011. p. 334.

discricionabilidade do Estado na avaliação dos bens que pudesse resultar na diluição injustificada da participação desses acionistas, violando as garantias que o legislador procurou assegurar aos acionistas privados, ao estabelecer para sociedade de economia mista a forma de sociedade anônima no art. 173, §1º da Constituição Federal, o que se extrai também do trecho da Exposição de Motivos da Lei nº 6.404/76 mencionado anteriormente<sup>63</sup>.

A segunda hipótese de impedimento de voto refere-se à deliberação de aprovação de contas no caso de administrador que seja, concomitantemente, acionista da companhia. Trata-se de outra hipótese de voto de verdade. Contudo, esse impedimento de voto não traz impacto para o Estado como acionista controlador da sociedade de economia mista, dado que o ente estatal controlador da sociedade não é pessoa natural, mas pessoa jurídica de direito público.

A proibição nesse caso é de ordem personalíssima e se refere ao administrador que possuir participação societária na companhia, não sendo possível confundir essa situação com aquela do agente público que é indicado pelo ente estatal para compor a administração da sociedade de economia mista. Ainda que o Colegiado da CVM<sup>64</sup> tenha se manifestado no sentido que a participação indireta de administrador na companhia por meio de sociedades unipessoais é suficiente para configurar o impedimento, certamente não é esse o caso do ente estatal que indica agente público para fazer parte da administração da sociedade. Todavia, por óbvio, se o agente público que compuser a administração da sociedade de economia mista de capital aberto possuir participação na sociedade, estará impedido de votar em suas próprias contas.

Em relação aos dois tipos de deliberação mencionados, quais sejam, laudo de avaliação de bens com que o acionista concorrer para a formação do capital social e aprovação de suas contas como administrador, reconhece-se indiscutivelmente que o impedimento de voto é de natureza *absoluta*<sup>65</sup>, de modo que configurada a situação descrita nessas hipóteses, o acionista não poderá

---

<sup>63</sup> Vide Item 1.1 - Lucratividade *versus* Interesse Público.

<sup>64</sup> Conforme Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/10060, julgado pelo Colegiado da CVM em 10 de novembro de 2015.

<sup>65</sup> Nesse sentido, cabe mencionar o voto da Diretora Luciana Dias no âmbito do Processo Administrativo CVM Nº RJ2013/1091339: “Conforme já admitido pela CVM no Parecer de Orientação nº 34, de 2006, existe certo consenso na doutrina de que as duas primeiras hipóteses previstas no § 1º do art. 115 – (i) aprovação do laudo de avaliação de bens com que o acionista concorrer para a formação do capital social; e (ii) aprovação de suas contas como administrador – são casos de impedimento de voto a priori, ou seja, casos de conflito formal. Em outras palavras, não



participar da deliberação<sup>66</sup>. São mecanismos de legitimidade do voto *ex ante*, verificáveis independentemente da existência de prejuízo para a companhia, dado que o perigo de dano verificasse *in re ipsa*<sup>67</sup>. Portanto, em caso de deliberação relativa a laudo referente à avaliação dos bens conferidos pelo ente estatal controlador ao capital da sociedade de economia mista, o controlador estará efetivamente impedido de votar, não devendo o presidente da mesa computar o voto, caso o acionista se manifeste<sup>68</sup>.

Passemos às hipóteses de benefício particular e conflito de interesses, que têm sido objeto de maior discussão na doutrina e na jurisprudência administrativa.

## 2.2 Benefício Particular e Conflito de Interesses

Cabe, inicialmente, diferenciar para fins do presente trabalho os dois institutos, benefício particular e conflito de interesses, o que tem sido realizado pela doutrina, ainda que com certa dificuldade<sup>69</sup>.

---

interessa se o laudo pautado para deliberação está correto ou se a companhia tem interesse em adquirir os bens objeto do laudo que estão sendo conferidos ao seu capital: o acionista que os confere não pode votar para a aprovação da avaliação. O mesmo ocorre com a aprovação das contas. As contas podem estar absolutamente em ordem e o administrador ser competentíssimo e honestíssimo, como sempre se espera de um administrador, mas, ainda assim, ele não pode votar a aprovação das próprias contas. Segundo Comparato e Valladão França, essas vedações decorreriam da mera aplicação do princípio legal de que ninguém pode ser juiz de sua própria causa, de que ninguém está apto a dizer que uma transação que ele mesmo propõe é justa”.

<sup>66</sup> O significado de *participar da deliberação* ora pretendido é tão somente como o impedimento para o exercício do direito de voto, não impactando os direitos de comparecimento e voz do acionista. Mencionamos a seguir o entendimento de Nelson Eizirik: “A proibição de voto não importa em impedimento de comparecer à assembleia e discutir as matérias propostas para deliberação. O impedimento de voto é *ratione materiae*, não de comparecimento e manifestação de opinião sobre as matérias objeto da ordem do dia” (EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Volume I. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 656).

<sup>67</sup> Cf. FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Conflito de Interesses nas Assembléias de S.A.* São Paulo: Editora Malheiros, 1993. p. 92.

<sup>68</sup> EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Volume I. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 660.

<sup>69</sup> Cf. trecho do Parecer de Orientação CVM N° 34, de 18 de agosto de 2006: “Em resumo: é razoavelmente pacífico que a hipótese de benefício particular é diferente da hipótese de conflito de interesses, no texto do art. 115, § 1º, da Lei 6.404/76. Também é razoavelmente pacífico que em caso de benefício particular o acionista está previamente impedido de votar. Mas é normalmente difícil distinguir as hipóteses de benefício particular das hipóteses de conflito de interesses”.

Adotaremos como ponto de partida o posicionamento de Erasmo Valladão França<sup>70</sup>, que entende o benefício particular como o vantagem lícita concedida ao acionista (seja enquanto acionista ou enquanto terceiro<sup>71</sup>), mas que viole o princípio de igualdade entre eles, estando normalmente associado ao conceito de liberalidade. Além disso, cabe mencionar a ponderação feita por Marcelo Trindade em parecer no âmbito do Processo CVM nº RJ2013/10913 e endossada pela Diretora Ana Novaes no voto vencedor, no sentido de que para que se configure o benefício particular, a vantagem deve resultar diretamente ou constituir objeto da deliberação assemblear<sup>72</sup>. Portanto, o entendimento que tem prevalecido no Colegiado da CVM<sup>73</sup> é de que não devem ser

---

<sup>70</sup> FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. Conflito de interesses e benefício particular: uma distinção que se impõe definitivamente dirimir. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. nº 161/162, 2012. São Paulo: Malheiros, p. 43.

<sup>71</sup> A contrario sensu, alguns entendem que a vantagem deve ser de natureza societária. Nesse sentido, Nelson Eizirik comenta: “O entendimento dominante entre nós, tanto no regime anterior como no atual, da mesma forma que ocorre nos sistemas jurídicos francês e alemão, é no sentido de que o benefício particular constitui vantagem lícita, um favor concedido ao beneficiário, *em sua condição de acionista*, mas que rompe o princípio de igualdade entre os acionistas” (EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Volume I. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 659, grifo nosso). Esse entendimento foi reforçado no parecer elaborado pelo autor à Oi S.A. no âmbito do Processo Administrativo CVM Nº RJ2013/10913, cujo relatório afirma em seu parágrafo 109: “A mera celebração do MOU por acionistas da Oi não impediria o seu exercício de voto. Nem a liquidação das dívidas das holdings ou a eventual existência de prêmio das ações de emissão da Companhia detidas direta ou indiretamente por seus acionistas controladores quando da capitalização pela Portugal Telecom caracterizariam o benefício particular de tais acionistas. Para Nelson Eizirik, o benefício particular deve ser compreendido como aquele decorrente de deliberações da assembleia geral que acarretem uma *vantagem de natureza societária*, exclusiva para determinado acionista, sem ser atribuída aos demais acionistas de uma companhia” (grifo nosso).

<sup>72</sup> Trecho do voto da Diretora Ana Novaes no âmbito do Processo Administrativo CVM Nº RJ2013/1091339, que concluiu pela inexistência de impedimento de voto, *a priori*, por benefício particular aos acionistas controladores diretos e indiretos da Oi S.A. quanto às deliberações relativas ao Laudo de Avaliação e à determinação do valor de ativos Portugal Telecom SGPS S.A., no contexto de aumento de capital da Oi S.A.: “35. Em seu parecer acostado aos autos, Marcelo Trindade reforça esta posição ao esclarecer que o ‘...benefício particular a que se refere a Lei das S.A não deve ser confundido com vantagens ou proveitos indiretos que acionistas possam ter em uma deliberação, e que portanto apenas ficarão impedidos de votar os acionistas que se beneficiarem diretamente de uma certa deliberação’ (ênfase adicionada, p. 14 do parecer)”.

<sup>73</sup> Entendimento que prevaleceu também no âmbito (i) do Processo CVM 19957.003229/2017-8, relativo à possibilidade de voto pela Cemig em relação à inclusão de *poison pill* no estatuto social de sua controlada, Light S.A., conforme da Manifestação da Área Técnica acatada pelo Colegiado (ver item 46), bem como (ii) do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/591, relativo à possibilidade de voto pela inclusão de cláusulas estatutárias relativas ao funcionamento do conselho de administração da GPC Participações S.A., que supostamente beneficiariam grupo específico de acionistas e também a inclusão de cláusula estatutária de *poison pill*. A respeito desse último precedente, cabe destacar o trecho a seguir do voto proferido pelo Diretor-Relator Roberto Tadeu Antunes Fernandes em relação à questão das *poison pills*: “75. A prevalecer o entendimento da Acusação a respeito do alcance da vedação ao exercício de voto previsto no art. 115, §1º, da Lei nº 6.404/76, as assembleias gerais poderiam tornar-se palco de desconfianças múltiplas sobre as vantagens indiretas a serem percebidas pelos acionistas, o que geraria, a meu ver, diversos e infundados pedidos de declaração de impedimento de voto quando da sua realização”.

entendidos como benefícios particulares interesses econômicos indiretos do acionista que não sejam não diretamente derivados da deliberação.

As hipóteses de benefício particular apontadas classicamente na doutrina<sup>74</sup> apresentam manifestamente esse aspecto de liberalidade ou favor lícito concedido ao acionista – e.g., concessão de bonificação a determinados acionistas, participação nos lucros da sociedade por um período determinado de tempo por meio da emissão partes beneficiárias (atualmente não permitida em companhias abertas, conforme art. 47, parágrafo único da Lei nº 6.404/76) ou concessão de benefício de aposentadoria, inclusive extensível a herdeiros. Esses exemplos representam benefícios de natureza patrimonial ao acionista, de modo que se transpostos para uma sociedade de economia mista, resultariam em medidas de puro enriquecimento do erário.

Como mencionado anteriormente, entendemos que a regra do art. 238 da não exime o acionista controlador da sociedade de economia mista de qualquer das suas responsabilidades como acionista controlador ou das responsabilidades comuns a qualquer acionista votante, tais como as regras de impedimento de voto contidas no art. 115, § 1º, da Lei nº 6.404/76. Pelo contrário, tais deveres são reafirmados pelo dispositivo e seu efeito sobre tais regras é apenas indireto, no reconhecimento da persecução do interesse público como componente do interesse social. Todavia, para que componha o interesse da sociedade, o interesse público precisa estar em linha com as premissas discutidas no item 1.1 (Lucratividade *versus* Interesse Público), dentre as quais, figura a exigência de que esse não seja meramente um interesse público secundário. Logo, de pronto não vemos como poderia ser legítimo ao Estado controlador votar no caso desses exemplos de benefício particular trazidos pela doutrina, pois representam vantagens essencialmente patrimoniais.

Ainda, observando casos recentes em que a existência de impedimento de voto por benefício particular foi constatada pelo Colegiado da CVM, como a redução de capital com reembolso exclusivo a um único acionista (Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2013/1852 – Madenorte S.A. – Laminados e Compensados) e a inclusão de cláusulas estatutárias relativas ao funcionamento do conselho de administração da companhia que beneficiavam politicamente acionistas mais antigos (Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/591

---

<sup>74</sup> Para um resumo dos exemplos clássicos de benefício particular, vide FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. Conflito de interesses e benefício particular: uma distinção que se impõe definitivamente dirimir. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. nº 161/162, 2012. São Paulo: Malheiros, p. 44.

- GPC Participações S.A.), também não vemos como o art. 238 poderia legitimar o voto do ente estatal. Nesse último caso, apesar de não se tratar de um interesse diretamente patrimonial, haveria um favorecimento do ente estatal no exercício de direitos políticos, resultando na quebra de igualdade entre os acionistas nas relações de natureza societária.

Por fim, passemos à hipótese de impedimento de voto em razão de conflito de interesses, trazida pela parte final do art. 115, § 1º, da Lei nº 6.404/76. Assim como nas outras três hipóteses tratadas acima, tem prevalecido na jurisprudência administrativa, mesmo que após arraigadas discussões e longo período de oscilação de posicionamento<sup>75</sup>, a percepção do conflito de interesses como de natureza formal, ou seja, como impedimento de voto verificável *ex ante* e independentemente de qualquer análise de mérito da deliberação<sup>76</sup>. Dessa forma, o conflito de interesses existiria em qualquer negócio em que figurassem como contrapartes a companhia e o acionista, sendo que nesses casos o impedimento de voto surgiria como “pressuposto da própria licitude do negócio jurídico”, de forma a evitar vício na formação da vontade, como colocado por Modesto Carvalhosa<sup>77</sup>. Adotada essa visão, o escopo da norma seria de proteger a legitimidade da decisão assemblear, independentemente do conteúdo do negócio jurídico deliberado, em razão da existência de interesses contrapostos.

---

<sup>75</sup> Fazemos referência às duas decisões mais recentes do Colegiado da CVM acerca desse tema, em que prevaleceu o entendimento de que o conflito mencionado na parte final do art. 115 §1º, da Lei nº 6.404/76 seria de natureza formal: (i) Processo Administrativo Sancionador nº RJ2013/6635, julgado em 26 de maio de 2015 (Eletrobras); e (ii) Processo CVM nº RJ2009/13179, julgado em 9 de setembro de 2010 (Tractebel S.A.). Apesar disso, entendemos que a matéria está longe de ser pacificada, de modo que alterações na composição do Colegiado da CVM ainda podem resultar em reviravoltas no posicionamento da CVM, até mesmo levando em consideração o volume de doutrinadores alinhados à corrente que entende o conflito como de natureza substancial. Anteriormente às duas decisões citadas, resumidamente, o Colegiado havia oscilado entre as duas interpretações sobre a regra, conforme se denota pelo posicionamento da maioria dos diretores nos seguintes casos: (i) Processo nº RJ2004/5494,122 julgado em 14 de dezembro de 2004 (Companhia de Bebidas das Américas – Ambev – conflito substancial); (ii) Inquérito Administrativo CVM nº TA/RJ2002/1153, julgado em 6 de novembro de 2002 (Tele Norte Leste Participações S.A. – conflito substancial); (iii) Inquérito Administrativo CVM nº TA/RJ2001/4977, julgado em 19 de dezembro de 2001 – (CTMR Celular S.A. – conflito formal).

<sup>76</sup> Cf. EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Volume I. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 660.

<sup>77</sup> CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. Volume II. São Paulo: Saraiva, 5ª ed., 2011. p. 513.

Essa questão tem suscitado intenso debate também na doutrina<sup>78</sup>, de modo que ainda não se chegou a um consenso sobre se esse conflito de interesses trazido na parte final do art. 115, § 1º, da Lei nº 6.404/76 seria de fato de natureza formal, ou se seria substancial, ou seja, não uma proibição absoluta de voto, mas uma regra cuja aplicação dependeria da análise de mérito do negócio em questão para além da mera contraposição das partes. Nessa corrente, para a caracterização do conflito, precisaria ser comprovado que o acionista votou sacrificando o interesse social e privilegiando seu próprio interesse individual, o que seria verificável apenas *ex post*, a partir da avaliação dos impactos daquele contrato para os negócios sociais<sup>79</sup>.

Para fins do presente estudo, não se pretende, contudo, explorar exhaustivamente tal controvérsia, analisando a evolução no posicionamento do Colegiado da CVM ou as posições doutrinárias intermediárias existentes. Dada a riqueza de estudos e posicionamentos acerca dessa matéria e de modo a evitar desviar o foco do presente trabalho para além do impedimento de voto nas sociedades de economia mista, à luz das particularidades do Estado como acionista controlador – tema em torno do qual gravita o presente estudo – adotaremos por uma questão prática o posicionamento que tem sido sustentado mais recentemente pela jurisprudência administrativa, qual seja, o conflito formal (precedentes Tractebel e Eletrobras).

Dessa forma, não há o intuito de defender por meio do presente estudo a doutrina do conflito formal, mas apenas reconhecer que a solução hermenêutica a ser adotada em relação a esse ponto específico deve ser única relativamente a ambos os tipos de controladores (privado e estatal), a fim de se evitar o tratamento diferenciado do controlador estatal nesse aspecto, quando a própria Constituição Federal em seu art. 173, §1º impõe às sociedades de economia mista a forma de sociedades anônima como meio de proteção aos interesses dos acionistas minoritários.

---

<sup>78</sup> Apenas para enumerar alguns autores que se posicionam em relação à matéria, filiam-se à tese do conflito formal Modesto Carvalhosa (CARVALHOSA, Modesto. *Ob. Cit.*, p. 513 e ss.); e Calixto Salomão Filho (SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Novo Direito Societário*. 4ª ed. São Paulo: Malheiros, 2011, p. 35 e ss.). Já a tese do conflito substancial tem como alguns de seus adeptos (i) Erasmo Valladão (FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Conflito de Interesses nas Assembléias de S.A.* São Paulo: Editora Malheiros, 1993, p. 97); (ii) EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Volume I. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 662.; e (iii) LAZZARESCHI NETO, Alfredo Sérgio. *Lei das Sociedades por Ações Anotada*. 4ª ed. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 227 e ss.).

<sup>79</sup> Cf. definição de EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Volume I. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 663.

Nos resta avaliar o impacto possível do art. 238 da Lei nº 6.404/76 na interpretação da parte final do art. 115, § 1º, da Lei nº 6.404/76, que contém a hipótese de impedimento de voto por conflito de interesses. Esse conflito se manifestaria, por exemplo, nas situações em que o acionista ou sociedade sob seu controle contrata com a sociedade de economia mista. Como mencionado, entendemos que o efeito do art. 238 da Lei nº 6.404/76 é prever o interesse público como um componente do interesse social, observadas as premissas discutidas no item 1.1 do presente trabalho, além da reafirmação dos deveres e responsabilidades do Estado como acionista controlador.

Como em qualquer sociedade anônima as contratações serão usualmente decididas pelos administradores, que atuam visando o interesse da companhia (art. 154 da da Lei nº 6.404/76) e vinculados ao dever de lealdade (art. 155 da da Lei nº 6.404/76), não devendo violar tais obrigações, ainda que para defesa do interesse dos que a elegeram (art. 154, § 1º, da Lei nº 6.404/76). Assim, como em qualquer companhia, transações entre o Estado controlador e a sociedade de economia mista, são transações entre partes relacionadas, geralmente avaliadas e deliberadas pela administração, que estará vinculada à regra do art. 245 da da Lei nº 6.404/76, e, portanto, proibida de favorecer sociedade coligada, controladora ou controlada, cumprindo-lhe zelar para que as operações entre as sociedades, se houver, observem condições estritamente comutativas, ou com pagamento compensatório adequado<sup>80</sup>. É comum, inclusive, que o conselho de administração ou parte dele tenha a atribuição de avaliar previamente transações com partes relacionadas acima de determinado valor. Mesmo que seja legítimo à sociedade de economia mista adotar uma conduta não maximizadora de lucros perante os consumidores em busca da realização do interesse público

---

<sup>80</sup> Citamos como exemplo o comunicado sobre transação com parte relacionada divulgado em 11 de outubro de 2016, em atendimento ao art. 30, inciso XXXIII da Instrução CVM nº 480, pela Empresa Metropolitana de Águas e Energia S.A. – EMAE, sociedade de economia mista controlada pelo Estado de São Paulo, operadora de sistema hidráulico e gerador de energia elétrica, localizado na Região Metropolitana de São Paulo, Médio Tietê e Vale do Rio Paraíba do Sul. O documento comunica a celebração de “Convênio de cooperação entre o Estado de São Paulo e a EMAE para a realização dos serviços para manutenção das condições operativas do canal do Rio Pinheiros, utilizando o sistema operado pela EMAE. (...) O convênio foi submetido ao Conselho de Administração da EMAE sendo a matéria aprovada por unanimidade.”

Conforme item 7.1. do formulário de referência da EMAE relativo ao exercício de 2016 – “Esse aumento de eficiência se dá por meio de serviços adicionais no canal Pinheiros que visam aumentar sua capacidade de trânsito das ondas de cheias, esses serviços incluíram a retirada de lixo e o desassoreamento do leito do canal, serviços que foram custeados pelo controlador por meio de repasse de recursos por meio de um convênio firmado com a Companhia.”

primário, a lógica alessiana leva a crer que as suas relações com o ente estatal (pessoa jurídica de direito público), devem se dar em condições comutativas<sup>81</sup>.

Caso haja favorecimento, os administradores poderão ser responsabilizados, conforme estabelece a parte final do art. 245 da da Lei nº 6.404/76. Portanto, na maior parte das situações, não será aplicável na prática a hipótese de conflito de interesses no exercício do voto do acionista tratada pelo art. 115, § 1º da Lei nº 6.404/76, pois caberá aos administradores da sociedade de economia mista, no cumprimento de seus deveres fiduciários, decidirem sobre a transação e a compensação adequada. Os administradores deverão atuar no interesse da sociedade, o que certamente inclui a persecução do interesse público orientada pelo Estado, mas não dispensa a regra do art. 245 da da Lei nº 6.404/76 e, portanto, não possibilita o favorecimento patrimonial da pessoa jurídica controladora em detrimento da companhia.

Apenas nas situações em que os administradores não se sentirem confortáveis para decidir autonomamente acerca da contratação e, por liberalidade, submeterem a matéria à assembleia, ou quando o estatuto da sociedade de economia mista exigir a aprovação em assembleia, é que será necessário o aval dos acionistas para a transação.

Outro ponto a ser mencionado é que a orientação das atividades da sociedade de economia mista de modo a atender ao interesse público que justificou a sua criação nem sempre envolve a criação de relações jurídicas com o Estado ou de relações envolvam puramente a contraposição de interesses patrimoniais entre o Estado e a companhia. Como visto no item 1.1, parte dos exemplos doutrinários acerca da persecução do interesse público no contexto das sociedades de economia

---

<sup>81</sup> A questão do favorecimento do ente estatal controlador ou de outra sociedade sob seu controle foi tratada pelo Colegiado da CVM no Processo Administrativo Sancionador nº RJ2012/1131, por meio do qual o Estado de São Paulo foi condenado por abuso de poder de controle via conduta omissiva perante a EMAE. O Estado de São Paulo havia permitido que a Sabesp realizasse continuamente captações de água em reservatórios de propriedade da EMAE, sem que houvesse qualquer contraprestação financeira entre as empresas. Destacamos o trecho a seguir do voto da Diretora Relatora Luciana Dias: “63. No entanto, o Estado não pode ignorar os interesses privados dos acionistas das companhias que dependem desses recursos quando escolheu explorá-los por meio de sociedades de economia mista. Por isso, embora seja legítima a orientação sobre a distribuição dos recursos de acordo com o interesse público, nada na lei permite que o Estado lide com os Reservatórios cujos direitos de uso são da EMAE e, portanto, indiretamente de todos os seus acionistas, como se fossem ativos exclusivamente públicos. Há regras específicas para reversão ao Estado de bens e direitos que são assegurados a entes privados e elas envolvem necessariamente uma indenização dos titulares desses bens ou direitos.

64. Nessas circunstâncias, em que se apelou à poupança popular e se coletou recursos de terceiros para financiar uma empresa que presta serviços públicos, lidar com os ativos da EMAE como se eles fossem exclusivamente públicos é tão irregular quanto lidar com bens públicos como se privados fossem”.

mista diz respeito, por exemplo, à universalização do acesso a serviços tipicamente privados, prestados aos consumidores sob o regime de concorrência com outras empresas (e.g., manutenção de agência bancária em região afastada, com baixo retorno financeiro). Nesses casos, não estarão presentes a relação jurídica e a contraposição de interesses que são pressuposto do conflito de interesses tratado na parte final do art. 115, § 1º da Lei nº 6.404/76.

A interpretação conjunta do artigo 115, § 1º (parte final) e do art. 238 apenas ocorrerá quando (i) houver o Estado como contraparte na relação contratual, estando presentes interesses contrapostos entre este e a sociedade de economia mista e (ii) os administradores não se sentirem confortáveis para decidir sobre a transação em razão do risco de favorecimento ou forem estatutariamente obrigados a submeter a decisão à assembleia geral. Não nos parece, portanto, que o art. 115, § 1º seja suficientemente abrangente a ponto de se tornar obstáculo para a consecução da finalidade publicista da companhia em todas as situações, de modo a esvaziar o alcance prático do art. 238 da Lei nº 6.404/76, posição defendida por Mario Engler<sup>82</sup>. Isso ocorre porque as situações de aplicação conjunta dos dispositivos são limitadas às circunstâncias supramencionadas.

Contudo, presentes esses elementos, surge a controvérsia da aplicação conjunta do art. 115, § 1º e do art. 238. Estará sendo avaliada pelos acionistas uma relação jurídica entre o ente estatal e a companhia, o que, pela doutrina do conflito formal, seria suficiente para causar o impedimento de voto. Como mencionamos, a lógica alessiana leva à conclusão de que é na relação com os consumidores e a sociedade em geral que operam a conduta não maximizadora de lucros e a vocação publicista da sociedade de economia mista (interesses primários). Não estaria legitimada com base no art. 238 a mera concessão de vantagens patrimoniais ao ente estatal, que seriam identificadas como interesses secundários. As relações com o ente estatal, acionista controlador, deveriam se dar em bases comutativas (art. 245).

Os problemas práticos da diferenciação alessiana se colocam quando determinada transação envolve tanto interesses identificados como da coletividade (primários), quanto interesses patrimoniais do ente estatal (secundários). Para fins dessa problemática, presume-se que os dois

---

<sup>82</sup> PINTO JUNIOR, Mario Engler. *Exercício do controle acionário na empresa estatal: Comentários a decisão da CVM no caso Eletrobras*, April 14, 2016. FGV Direito SP Research Paper Series, p. 13. Disponível em SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2765264>



aspectos sejam indissociáveis, isto é, que não seja logicamente possível à administração organizá-los em deliberações distintas a serem submetidas aos acionistas. Nesses casos, se indaga se a presença de um interesse público primário na deliberação seria suficiente para suplantar o impedimento do art. 115, § 1º ou se, pelo contrário, o interesse secundário contaminaria a deliberação, impedimento o voto do ente estatal.

Para ilustrar, cabem algumas considerações em relação aos contratos de concessão de serviços públicos, que serão relevantes para o comentário acerca do Caso Eletrobras. Assim como qualquer contrato, os contratos administrativos são negócios jurídicos bilaterais e comutativos, porém regidos pelo direito público e apenas supletivamente pelo direito privado<sup>83</sup>. Especificamente em relação aos contratos de concessão de serviços públicos, nos valeremos da definição de Celso Antônio Bandeira de Mello<sup>84</sup>:

A concessão é instituto através do qual o Estado atribui o exercício de um serviço público a alguém que aceite prestá-lo em nome próprio, por sua conta e risco, nas condições fixadas e alteráveis unilateralmente pelo Poder Público, mas sob garantia contratual de um equilíbrio econômico-financeiro, remunerando-se pela própria exploração do serviço, em geral e basicamente mediante tarifas cobradas diretamente dos usuários do serviço.

Como se nota pela definição acima, a concessão se dá pela formalização de uma relação jurídica entre o Estado e a empresa concessionária, mas o serviço é normalmente explorado mediante a cobrança de tarifas dos usuários. Aplicando-se a distinção alessiana, por um lado, trata-se de um contrato que regula as condições e a remuneração (política tarifária) da prestação desse serviço perante os usuários finais, portanto, orienta como se dará a relação entre esses usuários e a concessionária (interesse público primário)<sup>85</sup>. De outro lado, o contrato de concessão contempla

---

<sup>83</sup> Cf. MEIRELLES, Hely Lopes; ALEIXO, Délcio Balestero; BURLE FILHO, José Emmanuel. *Direito Administrativo Brasileiro*. São Paulo: Malheiros. 40ª ed., 2014. p. 229.

<sup>84</sup> MELLO, Celso Antônio Bandeira de. *Curso de Direito Administrativo*. 27ª edição. São Paulo: Malheiros Editores, 2010. p. 701

<sup>85</sup> Como exemplos desse tipo de cláusula que possui o objetivo final de disciplinar a relação da concessionária com o usuário, podemos citar os incisos a seguir do art. 23 da Lei nº 8.987/95.

“art. 23 - São cláusulas essenciais do contrato de concessão as relativas:

(..)

II - ao modo, forma e condições de prestação do serviço;

III - aos critérios, indicadores, fórmulas e parâmetros definidores da qualidade do serviço;

também cláusulas<sup>86</sup> acerca da relação entre o poder concedente e a concessionária, inclusive com aspectos patrimoniais (interesse público secundário), tais como, a aplicação de penalidades pecuniárias à concessionária, contratuais ou administrativas, os critérios para o cálculo e a forma de pagamento de eventuais indenizações devidas à concessionária e o tratamento dos bens reversíveis ao final do contrato. Nessas situações, a distinção alessiana pode ser um ponto de partida, mas não parece ser suficiente para solucionar a controvérsia<sup>87 88</sup>.

Em casos como esse, de relações contratuais em que estão em jogo tanto interesses da coletividade como interesses patrimoniais do Estado, há uma vertente que defende na sociedade de economia mista a legitimidade do voto do acionista controlador. Esse foi o posicionamento adotado

---

IV - ao preço do serviço e aos critérios e procedimentos para o reajuste e a revisão das tarifas;  
(...)  
VI - aos direitos e deveres dos usuários para obtenção e utilização do serviço;”

<sup>86</sup> Já como exemplos de cláusulas voltadas para a relação direta ente o poder concedente e a empresa concessionária, podemos citar os incisos abaixo do mesmo dispositivo da Lei nº 8.987/95.

“art. 23 - São cláusulas essenciais do contrato de concessão as relativas:

(...)  
VIII - às penalidades contratuais e administrativas a que se sujeita a concessionária e sua forma de aplicação;

(...)  
X - aos bens reversíveis;

XI - aos critérios para o cálculo e a forma de pagamento das indenizações devidas à concessionária, quando for o caso;”

<sup>87</sup> Aproveitamos para adiantar o trecho nesse sentido da manifestação de voto da Diretora Relatora Luciana Dias no Caso Eletrobras, explorado no item 3 do presente estudo: “61. O difícil exercício de construção da peça acusatória neste processo demonstra que essa distinção doutrinária, embora seja bastante útil, não resolve todos os problemas pertinentes à interpretação do art. 238. Primeiro porque a classificação dos interesses públicos em primários ou secundários julga a licitude da conduta do controlador público em função de uma combinação entre a intenção do Estado e as consequências patrimoniais da sua respectiva conduta. E essa distinção **apresenta limitações**. Ela **nem sempre contribui para solucionar as zonas cinzentas ou as situações que envolvem interesses públicos primários e também interesses públicos secundários**, como é o caso das decisões sobre o contrato de concessão.

(...)

65. Em síntese, embora a classificação dos interesses públicos em primários e secundários auxilie a interpretação do art. 238, ela não pode e não deve ser tomada de forma absoluta e em detrimento do critério adotado pela própria lei das sociedades por ações. **Trata-se de ferramenta útil e, talvez, preliminar** para determinar a licitude ou ilicitude de determinado ato do controlador público, mas que deve ser utilizada em conjunto com as demais circunstâncias do caso concreto, com o disposto na lei que criou a referida estatal e com o disposto em seu estatuto.” (grifo nosso).

<sup>88</sup> Também comenta nesse sentido Otávio Yazbeck: “É claro que, não raro, interesses primários e secundários encontram-se entremeados, sendo comum que o atendimento ao interesse secundário seja verdadeiro requisito para o melhor atendimento do interesses primários diversos. Permanece, porém, o valor da distinção como critério organizativo, fundamento de uma análise crítica da matéria.” (YAZBECK, Otávio. *Privatizações e relação entre interesses públicos primários e secundários – as alterações na legislação societária brasileira*. In Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. v. 39, n. 120, out/dez 2000, p. 108).

pela Procuradoria Federal Especializada no Caso Eletrobras<sup>89</sup> e pela defesa da União, com base em parecer formulado por Modesto Carvalhosa e Nelson Eizirik<sup>90</sup>. Tais posicionamentos partem do argumento de que é dever do Estado de perseguir o interesse público, afinal, esse é o motivo que legitima a alocação de capitais públicos na sociedade.

Em posicionamento intermediário, Mario Engler<sup>91</sup> entende ser possível a coexistência do voto estatal e de a vantagem patrimonial ao Estado, desde que essa seja acessória em relação à deliberação, hipótese em que seria permitido ao controlador estatal, *a princípio*, votar, prevalecendo nesse caso a tese do conflito de interesses material. Esse é um posicionamento interessante, mas que a nosso ver, considerando o precedente de Tractebel, peca ao diferenciar o controlador público do controlador privado em um aspecto interpretativo do direito societário (conflito formal ou material) que deveria ser comum entre todos os controladores, já que a aplicação do regramento geral da sociedade anônima funciona como uma garantia outorgada aos investidores privados.

---

<sup>89</sup> Cf. parágrafo 85 do Relatório do Relatório da decisão do Colegiado da CVM no Caso Eletrobras: “85. (...) a interpretação da PFE – segundo a qual, havendo qualquer interesse público primário em jogo, não caberia impedir o voto do controlador, ainda que para isso fosse necessário satisfazer também um interesse secundário (financeiro) apenas do Estado (...)”.

<sup>90</sup> Cf. trechos do parecer transcritos no parágrafo 89 do Relatório: “(vi) ‘[e]m consequência, à União não é atribuído o direito de votar nas Assembleias Gerais, mas sim o precípua **dever** de votar’ (fl. 488, grifo original); (vii) ‘[a]demais, levando-se em consideração as particularidades da deliberação em questão, que tem por objeto contratos firmados no seio da Administração Pública Federal, por entes dela integrantes, de que decorre a **total confluência** de interesses, fica evidente a inaplicabilidade da proibição de voto constante da parte final do artigo 115 §1º, da Lei das S.A.’ (fl. 489, grifo original); (viii) ‘[n]ão deve haver dúvida, portanto, quanto à **inaplicabilidade** da proibição de voto do Estado controlador por conflito de interesses (art. 115, §1º), como é o caso da [Companhia] e de suas Controladas, sob pena da mais absoluta subversão do regime jurídico aplicável” e “conclui-se que não há qualquer impedimento para que a União profira seu voto na deliberação assemblear da Consulente acerca da eventual prorrogação dos Contratos de Concessão’ (fl. 490, grifo original);”

<sup>91</sup> No entendimento de Mario Engler: “A distinção relevante nesse caso cinge-se ao caráter autônomo ou meramente acessório da vantagem patrimonial a ser apropriada pelo Estado, quando orienta a empresa estatal no atendimento do interesse público que justificou sua criação. O Estado estará proibido de votar, se o benefício particular consistir em tratamento mais favorável em face dos demais acionistas privados, tendo como pano de fundo as relações societárias (conflito de interesses formal). Não haverá impedimento a priori de voto, quando a decisão empresarial submetida à assembleia não trazer nenhuma vantagem diferenciada ao Estado e for justificável isoladamente sob a ótica da política pública compreendida no objeto social (ainda que beneficie indiretamente o Estado). Essa última hipótese não exclui desde logo a existência de interesse conflitante com o da companhia, a ser constatado posteriormente pelo exame do mérito da deliberação (conflito de interesses material)”. (PINTO JUNIOR, Mario Engler. *Exercício do controle acionário na empresa estatal: Comentários a decisão da CVM no caso Eletrobras*. Abril 14, 2016. FGV Direito SP Research Paper Series, p.12. Disponível em SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2765264>).

Essas perspectivas trazem, na prática, o problema da facilidade em “se conferir uma aparência de ‘primariedade’ a um ato” ou de escusar-se argumentando a “impossibilidade de dar cumprimento ao primário sem, a reboque, atender também o secundário”, conforme alertado pela Diretora Luciana Dias<sup>92</sup> no Caso Eletrobras. O entendimento de que a presença do interesse primário bastaria para afastar a regra do impedimento de voto dá margem a abusos por parte da Administração Pública. Mesmo a posição intermediária citada, pode gerar a dificuldade de se estabelecer, em qual medida o aspecto patrimonial para o ente estatal na transação é acessório ou principal, dado que o negócio normalmente é apresentado aos acionistas de forma única.

Por outro lado, a contraposição de interesses patrimoniais é um traço inerente aos negócios jurídicos bilaterais, como é o caso dos contratos administrativos (e.g., contrato de concessão de serviço público), de modo que privar o acionista controlador estatal de votar em deliberações cujo objeto são transações dessa natureza, pode, de fato, limitar a capacidade do Estado de perseguir o interesse público por meio da sociedade de economia mista em algumas situações além do desejado. Todavia, qualquer tentativa de solução que pretenda avaliar o mérito da deliberação para fins de determinar a existência ou não impedimento, de modo a examinar as vantagens e ônus colocados pela transação proposta ao Estado e à companhia, representaria um retorno à doutrina do conflito substancial.

Talvez por esta razão a decisão da CVM no Caso Eletrobras, que comentaremos a seguir, tenha gerado tantas dificuldades interpretativas: as ferramentas doutrinárias disponíveis (discutidas nesse item e naqueles anteriores) não eram suficientes para endereçar o problema do art. 238 de forma completa e a reabertura da discussão acerca do conflito formal *versus* substancial não parecia uma opção, entretanto, na prática, foi impossível aos julgadores ignorarem os contornos específicos da transação.

### **3. Caso Eletrobras**

O PAS CVM nº RJ2013/6635 teve por escopo apurar o descumprimento pela União do art. 115, § 1º da Lei nº 6.404/76, que trata das situações de impedimento de voto por conflito de

---

<sup>92</sup> Luciana Dias, em voto proferido no Caso Eletrobras, parágrafo 63.

interesses (parte final), e teve a relatoria da Diretora Luciana Dias. Na ocasião, a União votou em assembleia geral extraordinária da Eletrobras, em favor da renovação antecipada dos contratos de concessão de geração e transmissão de energia elétrica celebrados entre, de um lado, a própria União, na qualidade de poder concedente, e de outro, sociedades controladas pela Eletrobras.

A possibilidade de renovação antecipada dos contratos de concessão havia sido regulamentada pela Medida Provisória nº 579 de 9 de setembro de 2012, alterada pela Medida Provisória nº 591 de 29 de novembro de 2012 (“MP nº 591”). Esse normativo trazia alguns elementos controversos que foram discutidos ou citados ao longo do PAS CVM nº RJ2013/6635.

Primeiramente, a MP nº 591 previa drástica redução tarifária sobre a geração e transmissão de energia caso as concessionárias optassem pela renovação antecipada. Conforme informado no relatório da decisão, a aplicação dessa redução tarifária diminuiu em 70% as receitas Eletrobras relativas a tais contratos<sup>93</sup>.

A norma também esclareceu a forma de cálculo da indenização a que a concessionárias fariam jus ao fim dos contratos de concessão, nos termos do art. 35 e do art. 36 da Lei nº 8.987/95 (“Lei de Concessões”), relativamente aos bens reversíveis ainda não amortizados ou depreciados, que seriam revertidos ao Poder Concedente com a finalidade de garantir a continuidade do serviço prestado. Segundo a Lei de Concessões, a forma de cálculo dessa indenização deveria ter sido prevista nos contratos de concessão, que, todavia, haviam sido omissos a esse respeito no caso do setor elétrico. Para possibilitar esse cálculo, a MP nº 591 introduziu o conceito de “valor novo de reposição”, que levou em consideração o valor de mercado dos bens. O valor de indenização gerado por esse método era bastante inferior àquele esperado pela Eletrobras e pelas demais concessionárias do setor elétrico, que vinham depreciando e amortizando os ativos de concessão com base em taxas previstas no manual de contabilidade do setor elétrico, aprovadas pela ANEEL. Esperava-se que a indenização ao final do contrato corresponderia ao saldo contábil remanescente desses bens, o que não mais ocorreria em razão do regime previsto na MP nº 591. O disposto na referida medida provisória, portanto, reduziu o esperado valor da indenização pelos bens reversíveis.

---

<sup>93</sup> Luciana Dias, em relatório do Caso Eletrobras, parágrafo 15.

Por fim, a referida medida provisória previu que as concessionárias que optassem pela renovação antecipada das concessões deveriam renunciar a quaisquer direitos preexistentes que contrariassem o disposto na MP n° 591, impossibilitando o questionamento judicial pela Eletrobras acerca da controvérsia relacionada ao cálculo das indenizações referentes aos bens reversíveis. Esse último elemento da MP n° 591 se tornou efetivamente o centro das discussões travadas no PAS CVM n° RJ2013/6635. Isso ocorreu porque, provavelmente em razão das controvérsias relativas ao regime das sociedades de economia mista, discutidas nos itens anteriores, a área técnica optou por abordar na acusação apenas a questão da renúncia de direito de ação frente ao Estado, pois essa envolvia claramente um interesse público secundário: evitar uma possível diminuição patrimonial do ente estatal frente à companhia caso essa ajuizasse a ação e fosse bem-sucedida em elevar o valor da indenização devida pelo Estado em relação aos bens reversíveis. Ou seja, a estratégia acusatória foi de enfoque no interesse público secundário da deliberação, mesmo que essa envolvesse também um interesse primário.

Apenas reiterando, a acusação não abrangeu a diminuição das tarifas de geração e transmissão de energia cobradas dos usuários em decorrência da renovação antecipada dos contratos de concessão, ou seja, não abrangia o contrato de concessão naquilo que havia de disciplina acerca da relação entre a concessionária e o usuário<sup>94</sup>, mas apenas naquilo relacionado às questões entre a concessionária e Poder Concedente.

O voto da Diretora Relatora, acatado unanimemente pelos demais diretores, buscou em diversos trechos reafirmar a aplicação do regime societário para as sociedades de economia mista<sup>95</sup>, inclusive mencionando o seu regime protetivo em relação aos acionistas minoritários como uma consequência da escolha do Estado por essa forma legal que congrega capitais públicos e privados<sup>96</sup>. O voto alerta para a desproporção de poderes nas sociedades de economia mista advinda da tríplice função do Estado como acionista controlador, regulador do setor e formulador de

---

<sup>94</sup> Luciana Dias, em relatório do Caso Eletrobras, parágrafos 7, 62 e 72.

<sup>95</sup> Luciana Dias, em voto proferido no Caso Eletrobras, parágrafos 79 a 82.

<sup>96</sup> Idem, parágrafos 95 e 103 e 105.

políticas públicas, invocando o guia da Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico – OECD, mencionado na introdução do presente estudo<sup>97</sup>.

A única concessão feita ao Estado como controlador da sociedade de economia mista é a possibilidade de flexibilização da lucratividade, ou seja, de adoção de uma conduta não maximizadora de lucros, desde que isso não signifique subverter completamente a natureza lucrativas das sociedades anônimas<sup>98</sup>.

Como já adiantado, o voto acertadamente apresenta a distinção entre o interesses públicos primário e secundário como um ponto de partida, uma ferramenta preliminar na reflexão acerca da licitude da conduta estatal, mas também um conceito que apresenta suas limitações, sobretudo na solução de “zonas cinzentas ou as situações que envolvem interesses públicos primários e também interesses públicos secundários, como é o caso das decisões sobre o contrato de concessão”<sup>99</sup>.

O voto adota, ainda, a tese do conflito formal, de modo que não foi relevante para a decisão avaliar o mérito da ação que seria proposta ou suas chances efetivas de êxito<sup>100</sup>. Quanto a esse ponto, foi estabelecido como precedente o caso Tractebel, em que prevaleceu o conflito formal, sem reabrir as discussões acerca de uma ou outra teoria. Desse modo, presente a contraposição de interesses tratada na parte final do art. 115, § 1º da Lei nº 6.404/76, seria necessária a abstenção da União na deliberação, de modo a proteger a legitimidade da decisão assemblear.

Contudo, a SEP havia tratado de limitar a acusação ao aspecto mais controverso e que indubitavelmente representava um interesse público secundário na operação, a renúncia do direito de ação frente ao Estado, que impossibilitou o questionamento do montante da indenização devida pela União. Se, por um lado, a decisão foi pelo impedimento de voto na situação avaliada, por outro lado, o voto da Diretora Relatora reafirmou que o conflito de interesses abordado na acusação não decorre do fato de que a União era contraparte contratual na relação e indica que esse ponto ainda

---

<sup>97</sup> Idem, parágrafos 87 a 91.

<sup>98</sup> Idem, parágrafo 100.

<sup>99</sup> Idem, parágrafo 61.

<sup>100</sup> Idem, parágrafos 22, 106 e 118.

mereceria orientações mais precisas por parte da própria CVM<sup>101</sup>. Como visto no item anterior, os contratos de concessão de serviço público, como negócios jurídicos bilaterais, sempre trarão ônus e vantagens patrimoniais ao Estado na sua relação com a concessionária, dando origem ao pressuposto de contraposição de interesses típico do conflito formal quando submetidos à avaliação dos acionistas. Logo, a impressão é de que, apesar de não ter havido um retorno à doutrina do conflito substancial, o tipo da vantagem em questão foi relevante não só para a definição da estratégia acusatória da SEP, mas também para a decisão do Colegiado. É possível afirmar, portanto, que não houve uma diretriz definitiva da autarquia acerca da interpretação conjunta dos artigos 115, § 1º (na hipótese de conflito de interesses) e 238 da Lei nº 6.404/76, apesar de à primeira vista a sinalização ter sido por uma aplicação mais restrita do segundo, de modo a não colocá-lo em patamar superior ao primeiro<sup>102</sup>.

Apesar da acusação da SEP ter sido balizada na modalidade de conflitos de interesses (parte final do art. 115, § 1º, da Lei nº 6.404/76)<sup>103</sup>, as menções ao instituto do benefício particular ao final do voto condutor<sup>104</sup> contribuem para essa incerteza sobre se a renúncia ao direito de ação teria tido

---

<sup>101</sup> Idem, parágrafo 110, conforme trecho a seguir: “110. **Embora eu acredite que este é um assunto que ainda mereça discussão dentro desta Autarquia e talvez orientações mais precisas**, é importante lembrar que a acusação de conflito de interesses no presente caso **não decorre do fato de que a União era a contraparte contratual das subsidiárias da Companhia**. A SEP não questionou, portanto, a possibilidade de em outros casos o Estado votar em contratos de concessão” (grifo nosso).

<sup>102</sup> Essa foi a leitura de Leonardo Cruz e Felipe Heemstede: “Sem entrar no mérito se a decisão deveria ter adotado a teoria material, em detrimento da teoria formal, para apurar um caso de conflito de interesses entre a companhia e seu acionista controlador, mostra-se adequada a posição da relatora de não dar uma interpretação ampla à parte final do art. 238 da Lei nº 6.404/76, a ponto de colocá-la em patamar superior em relação ao art. 115, §1 da mesma lei.” (CRUZ, Leonardo Baptista Rodrigues; HEEMSTEDÉ, Felipe Tucunduva Van. *Conflito de Interesses no Exercício do Direito de Voto e Garantia de Orientação das Atividades das Sociedades de Economia Mista: uma Análise Crítica da Decisão Proferida no Caso da Eletrobras (PAS CVM n. RJ 2013/6635)* (não publicado).

<sup>103</sup> Luciana Dias, em relatório do Caso Eletrobras, parágrafo 58, que descreve: “58. Por esse motivo, a SEP entendeu que a satisfação daquele interesse público relacionado à política energética e à definição das tarifas não poderia ser invocada pela Acusada como uma exceção ao **impedimento de voto por conflito de interesses** e acusou a União de violar o art. 115, §1º, da Lei nº 6.404, de 1976.” (grifo nosso).

<sup>104</sup> Luciana Dias, em voto proferido no Caso Eletrobras, parágrafos 119 e 120 do voto: “119. O impedimento de voto nasce da necessidade de expurgar da assembleia geral os acionistas que tenham interesses próprios na deliberação a ser tomada e que, por isso, possam privilegiá-los, preterindo os interesses da companhia e dos demais acionistas. Em outras palavras, o impedimento de voto dos acionistas que possam se beneficiar de modo particular com a deliberação, seja na hipótese de benefício particular ou de conflito de interesses, é uma medida de proteção à legitimidade da assembleia e da decisão nela tomada.

120. Foi exatamente essa a situação identificada pela Acusação – a renovação antecipada dos contratos de concessão implicava a renúncia de certos direitos que a Eletrobras tinha em relação à União, de forma que, se não por outras



um peso diferenciado frente a outros elementos que também poderiam ser identificados como interesses secundários nos contratos de concessão. Se o incômodo em relação à renovação dos contratos de concessão era especificamente a questão renúncia do direito de ação, talvez pudesse ter sido tentado tratar de claramente o caso desde o início como de benefício particular, mesmo que para isso se tivesse que enfrentar a controvérsia doutrinária acerca da possibilidade de benefício particular em transação que envolvesse o acionista não na qualidade de sócio, mas de terceiro<sup>105</sup>.

Para casos futuros de celebração contratos de concessão que não impliquem em vantagens ao Estado tão gritantes como a renúncia a um direito de ação que poderia resultar em aumento da indenização pecuniária devida pelo Estado à companhia ou suas controladas, ainda paira a incerteza sobre a possibilidade de voto do acionista controlador público, caso a matéria seja submetida à assembleia geral.

Ademais, um ponto superveniente que gera incertezas é que, apesar de a indenização por bens reversíveis ser prevista como de responsabilidade do poder concedente pelo regime da Lei nº 8.987/95, havia sido estabelecida pela MP nº 591 e posteriormente art. 15 da Lei nº 12.783/2013<sup>106</sup> a possibilidade de que esse ônus fosse repassado pelo Estado aos usuários do sistema por meio de política tarifária ou que fossem usados na indenização recursos da Reserva Global de Reversão<sup>107</sup>,

---

questões já discutidas no voto, ao menos por essa, a decisão de renovação dos contratos envolvia interesses externos da União e a beneficiária de forma particular, colocando-a em situação de conflito.”

<sup>105</sup> Vide discussão da página 34 do presente trabalho.

<sup>106</sup>Lei nº 12.783/2013 - Art. 15. A tarifa ou receita de que trata esta Lei deverá considerar, quando houver, a parcela dos investimentos vinculados a bens reversíveis, ainda não amortizados, não depreciados ou não indenizados pelo poder concedente, e será revisada periodicamente na forma do contrato de concessão ou termo aditivo.

§ 1º O cálculo do valor dos investimentos vinculados a bens reversíveis, ainda não amortizados ou não depreciados, para a finalidade de que trata o caput ou para fins de indenização, utilizará como base a metodologia de valor novo de reposição, conforme critérios estabelecidos em regulamento do poder concedente.

(...)

§ 4º A critério do poder concedente e para fins de licitação ou prorrogação, a Reserva Global de Reversão - RGR poderá ser utilizada para indenização, total ou parcial, das parcelas de investimentos vinculados a bens reversíveis ainda não amortizados ou não depreciados.

<sup>107</sup>Conforme informação divulgada no website da Eletrobras, a Reserva Global de Reversão – RGR é formada por meio de tarifa cobrada dos usuários: “A Lei nº 12.783, de 11 de janeiro de 2013, que trata das concessões de geração, transmissão e distribuição de energia elétrica, direcionou os recursos disponíveis na conta da RGR para cobrir as indenizações aos concessionários, por ocasião da reversão dos bens ligados à execução do objeto das concessões. Dessa forma, a partir de janeiro de 2013, o fluxo de recursos da RGR será direcionado aos pagamentos decorrentes das renovações das concessões que irão vencer em 2015 e 2017.

(...)

modelo adotado mais recentemente pela Portaria nº 120 do Ministério de Minas e Energia<sup>108</sup>. Essa questão, que ainda não havia sido exatamente definida quando do julgamento do caso, torna ainda mais visível a insuficiência dos tradicionais conceitos de interesse público primário e secundário, tornando mais nebuloso o enquadramento do interesse público envolvido na renúncia ao direito à ação que trataria da indenização de bens reversíveis como primário ou secundário.

De modo geral, apesar dos pontos levantados, pode-se afirmar que, face à situação apresentada, a solução dada ao caso foi uma sinalização positiva para a evolução do mercado de capitais brasileiro. O precedente demonstra uma postura de defesa dos interesses dos acionistas minoritários e da poupança popular, em linha com o viés protetivo que inspirou o capítulo XIX da Lei nº 6.404/76<sup>109</sup>.

Como esperado, as reações dos agentes do mercado à decisão do Colegiado da CVM, em especial daqueles que atuam na defesa dos interesses dos acionistas minoritários, foram positivas<sup>110</sup>. Contudo, a solução interpretativa dada ao caso também foi alvo de críticas, sob a perspectiva publicista, por restringir demasiadamente o exercício do poder de controle estatal na sociedade de economia mista na visão daqueles que entenderam a presença do interesse relativo à renúncia do direito de ação como elemento mais acidental e que por isso deveria ter tido menor peso na decisão da autarquia<sup>111</sup>.

---

A RGR foi prorrogada até 2035 pela Lei nº 12.431. A tarifa incide indiretamente na conta de luz do consumidor final, mas quem paga são as concessionárias de energia elétrica, e é fixada em 2,5% do ativo imobilizado em serviço (usinas, torres de transmissão etc.), com os ajustes previstos em lei, observando o limite de 3% da receita anual da empresa.”(<http://www.eletrobras.gov.br/ELB/data/Pages/LUMISA14E9AB4PTBRIE.htm>)

<sup>108</sup> Conforme nota divulgada pelo website do Ministério de Minas e Energia em 22 de abril de 2016. ([http://www.mme.gov.br/web/guest/pagina-inicial/outras-noticias/-/asset\\_publisher/32hLrOzMKwWb/content/ressarcimento-a-transmissoras-de-energia-sera-incorporado-as-receitas-em-oito-anos](http://www.mme.gov.br/web/guest/pagina-inicial/outras-noticias/-/asset_publisher/32hLrOzMKwWb/content/ressarcimento-a-transmissoras-de-energia-sera-incorporado-as-receitas-em-oito-anos))

<sup>109</sup> Conforme trecho da Exposição de Motivos da Lei nº 6.404/76 transcrito em nota do Item 1.1 – Lucratividade *versus* Interesse Público.

<sup>110</sup> Vale citar a parabenização emitida pela Associação dos Investidores no Mercado de Capitais – AMEC em 28 de julho de 2015, que além do Caso Eletrobras abarcou também o Processo Administrativo Sancionador nº RJ2012/1131, relativo a abuso de poder do Estado de São Paulo em relação à EMAE. (<https://www.amecbrasil.org.br/amec-parabeniza-formalmente-cvm-pelas-decisoes-nos-casos-ema-e-eletrobras>)

<sup>111</sup> Nos referimos às críticas tecidas por Mario Engler acerca da solução do caso: “A questão chave aqui não é sobre qualificação jurídica do interesse público primário, mas sobre o peso que deve ser dado à presença acidental do

Além da insuficiência dos critérios usados tradicionalmente na doutrina para se lidar com as questões atuais envolvendo a legitimidade estatal no direcionamento das atividades da sociedade de economia mista, uma outra questão foi evidenciada pelo Caso Eletrobras: a da real efetividade das penalidades aplicadas como instrumento para coibir futuras condutas abusivas por parte do controlador público. Na ocasião do julgamento do Caso Eletrobras, o art. 11, §1º da Lei nº 6.385/76 previa que as multas administrativas aplicadas pela CVM não poderiam superar o maior entre: (i) R\$ 500.000,00 (quinhentos mil reais); (ii) cinquenta por cento do valor da emissão ou operação irregular; e (iii) três vezes o montante da vantagem econômica obtida ou da perda evitada em decorrência do ilícito. Nos casos em que havia dificuldade para mensurar o valor da vantagem obtida com o ilícito, não se tratando também de uma operação específica com valor previamente determinado, a multa a ser aplicada pela CVM em processos administrativos acabava sendo limitada a R\$ 500.000,00 (quinhentos mil reais).

Esse valor podia até ser adequado para coibir a prática de ilícitos por administradores, a depender de sua situação patrimonial. Contudo, em se tratando de condutas ilícitas praticadas pelos controladores das companhias (como voto em conflito de interesses) a magnitude desse valor não parecia expressiva o suficiente para coibir as condutas indesejadas. O limite de valor em questão não era atualizado desde a reforma da Lei nº 6.385/76 ocorrida em 1997, conhecida como Lei Kandir. O baixo limite muitas vezes comprometia a finalidade educativa da penalidade em relação ao mercado, por foi alvo de reiteradas críticas<sup>112</sup>. Especificamente no caso das sociedades de economia mista, surgem duas dificuldades adicionais: (i) o valor da multa se torna irrisório frente à magnitude do ente estatal, de modo que os prejuízos se atêm ao campo reputacional; e (ii) a

---

interesse público secundário, para efeito de aplicação do impedimento de voto previsto no artigo 115, § 1º, da Lei nº 6.404/76.

O juízo feito pela CVM foi bastante rigoroso esse particular, a ponto de inviabilizar o exercício do poder de controle acionário sobre tema extremamente sensível a Eletrobras. Talvez seja exagerada a afirmação contida no voto condutor, de que a União tinha incentivo econômico para votar favoravelmente à renovação das concessões, porquanto ficaria liberada do pagamento de indenização mais elevada pelos ativos não amortizados. Seria mais realista assumir como motivação básica a implementação do novo modelo tarifário no setor elétrico (com os ganhos políticos daí decorrentes)”. (PINTO JUNIOR, Mario Engler. *Exercício do controle acionário na empresa estatal: Comentários a decisão da CVM no caso Eletrobras*, April 14, 2016. FGV Direito SP Research Paper Series, p. 13. Disponível em SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2765264>)

<sup>112</sup> Como exemplo, citamos artigo de autoria de Érica Gorga para o Jornal Valor Econômico publicado em 23 de maio de 2016, disponível em: <http://www.valor.com.br/opiniaio/4573577/o-resgate-da-credibilidade-no-mercado-de-capitais>.

ausência de consequências diretas e imediatas para os agentes estatais responsáveis pela tomada de decisão. Contudo, recentemente a MP nº 784/17 aumentou o teto para multas administrativas aplicadas pela CVM, em uma sinalização positiva ao mercado em geral quanto ao *enforcement* das regras societárias. Ainda assim, no caso das sociedades de economia mista, em que o Erário Público arca com a penalidade pecuniária, que é revertida para o próprio aparato estatal<sup>113</sup>, a medida tem pouco efeito coercivo, dado que as consequências aos envolvidos normalmente se atêm ao campo reputacional.

- **Conclusão**

O art. 238 da Lei nº 6.404/76 atua na legitimação da conduta estatal por imbuir o interesse social da sociedade de economia mista do elemento de interesse público que justificou sua criação, permitindo a flexibilização da finalidade lucrativa da companhia, mas sem retirar do controlador estatal os deveres e responsabilidades de qualquer acionista controlador, e pela lógica, os também aqueles comuns a qualquer acionista, tais como as regras de impedimento de voto trazidas pelo art. 115, § 1º da mesma lei.

Tomando como exemplo os contratos de concessão de serviços públicos, vimos que esses necessariamente contemplam tanto interesse primários (e.g., condições do serviço, política tarifária) como secundários (e.g., penalidades contratuais, indenizações e tratamento de bens reversíveis). Em geral, as contratações com o acionista controlador, como quaisquer transações com partes relacionadas, serão definidas pelos administradores, no exercício de seus deveres fiduciários, mas quando forem submetidos à assembleia geral, seja por liberalidade ou por exigência estatutária, se imporá a necessidade de harmonização entre o art. 238 e o art. 115, § 1º (parte final) da Lei nº 6.404/76.

Na prática, os instrumentos tradicionais da doutrina para estabelecer os parâmetros para a legitimidade da atuação estatal na sociedade de economia mista se mostraram insuficientes frente às transações envolvendo o Estado e a sociedade de economia mista, não tendo sido adequados

---

<sup>113</sup> As receitas auferidas com as penalidades aplicadas passam a integrar o patrimônio da CVM, conforme art. 33, inciso II do Decreto nº 6.382/08.

para solucionar as zonas cinzentas e situações em que esses dois aspectos forem indissociáveis, ou seja, quando não for logicamente possível organizá-los em deliberações distintas, como no Caso Eletrobras e nos demais casos envolvendo contratos de concessão de serviços públicos, que, por sua própria natureza, envolvem interesses da coletividade e do ente estatal.

Diante desse cenário em que as ferramentas disponíveis não eram suficientes para endereçar o problema do art. 238 de forma completa e, mesmo que a reabertura da discussão acerca do conflito formal *versus* substancial não fosse uma opção, na prática, não foi possível aos julgadores ignorarem os contornos específicos da transação. Para além da mera contraposição de interesses comum a todo negócio jurídico bilateral que caracteriza o conflito formal (e.g., caso Tractebel), a acusação e o voto condutor conferiram maior ênfase ao interesse estatal mais controverso na transação, a renúncia ao direito de ação face ao controlador estatal, tratando-o, ao final do voto, como benefício particular. Assim, apesar do esforço do voto condutor em reafirmar aplicabilidade do regime das sociedades anônimas para a sociedade de economia mista, inclusive como consequência da escolha pelo Estado por essa forma de atuação, que congrega capitais públicos e privados, não houve uma diretriz definitiva acerca dos limites da atuação do controlador estatal face à regra de impedimento de voto em situações com maior nuance ou de mera contraposição de interesses (conflito de interesses da parte final do art. 115, § 1º da Lei nº 6.404/76).

A decisão de condenação da União no Caso Eletrobras representou um passo acertado na direção da proteção dos acionistas minoritários em sociedades de economia mista, na medida em que sinalizou ao mercado que os excessos estatais não serão tolerados pelo regulador, ao menos quando se tornarem tão evidentes como no caso estudado. A recente MP nº 784/17, que aumentou o teto para multas administrativas aplicadas pela CVM, também funcionou como uma sinalização positiva em relação ao mercado em geral quanto ao *enforcement* das regras societárias, mas no caso das sociedades de economia mista, a medida tem pouco efeito coercivo.

De todo modo, permanece certa indefinição acerca dos parâmetros adequados para nortear a atuação do controlador estatal, particularmente em relação à questão do impedimento de voto por conflito de interesse (parte final do art. 115, § 1º da Lei nº 6.404/76), o que pode comprometer a segurança jurídica em torno das sociedades de economia mista, modalidade ainda expressiva no mercado de capitais brasileiro. Espera-se que julgados administrativos futuros enderecem de maneira mais exaustiva essa questão, a fim de gerar maior previsibilidade ao Estado, em sua opção

por essa forma de atuação, mas também aos acionistas privados, a fim de permitir uma decisão de investimento mais informada.

É sabido que a possibilidade de os negócios da sociedade de economia mista serem afetados pela influência estatal sempre estará presente – como deve ser – em prospectos e formulários de referência dessas companhias, de modo que esse é um elemento necessariamente levado em consideração pelo mercado, mas estabelecer os limites dessa influência diminui o grau de incerteza em torno do instituto e certamente pode contribuir para uma mensuração mais eficaz desses impactos pelos investidores.

- **Bibliografia**

ARAGÃO, Alexandre Santos de. *Empresas Estatais - O Regime Jurídico das Empresas Públicas e Sociedades de Economia Mista*. Rio de Janeiro, Forense, 2015.

CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. Volumes II e IV, São Paulo: Saraiva, 4<sup>a</sup> ed., 2011.

COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima*. 5<sup>a</sup> ed. Rio de Janeiro: Forense, 2008.

CRUZ, Leonardo Baptista Rodrigues; HEEMSTEDE, Felipe Tucunduva Van. *Conflito de Interesses no Exercício do Direito de Voto e Garantia de Orientação das Atividades das Sociedades de Economia Mista: uma Análise Crítica da Decisão Proferida no Caso da Eletrobras (PAS CVM n. RJ 2013/6635)*. p. 332 (não publicado).

DINIZ, Gustavo Saad. Conflitos de interesses na Sociedade Anônima. In: COELHO, Fabio Ulhoa (coord.) *Tratado de Direito Comercial*. São Paulo, Saraiva, 2015.

EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Volumes I e III. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

FRANCO, Vera Helena de Mello. *Grupos Econômicos sob o Controle Estatal: Conflito de Interesses (a Norma do Art. 238 da Lei das S.A. Aplicação e Limites)*. Tese de Doutorado em Direito Comercial. São Paulo: Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 1982.

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Conflito de Interesses nas Assembléias de S.A.* São Paulo: Editora Malheiros, 1993. p. 37.

\_\_\_\_\_. Conflito de interesses e benefício particular: uma distinção que se impõe definitivamente dirimir. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. nº 161/162, 2012. São Paulo: Malheiros.

GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Conflito de interesse entre sociedade controladora e controlada e entre coligadas, no exercício do voto em assembleias gerais e reuniões sociais. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. nº 51, jul./set. 1983. São Paulo: Malheiros.

LAZZARESCHI NETO, Alfredo Sérgio. *Lei das Sociedades por Ações Anotada*. 4<sup>a</sup> ed. São Paulo: Saraiva, 2012.

LEÃES, L. G. Paes de Barros. Conflito de interesses. In: *Estudos e Pareceres sobre Sociedades Anônimas*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1989.

LEITE, Carina Lellis Nicoll Simões. O lucro nas sociedades de economia mista. In: ARAGÃO, Alexandre Gusmão de (coord.). *Empresas Públicas e Sociedades de Economia Mista*. Belo Horizonte: Fórum, 2015.

LIMA, Paulo B. de Araújo; IBMEC. *Sociedades de economia mista e a lei das S.A.* Rio de Janeiro: IBMEC, 1980.

LIMA ROCHA, Astrid Monteiro de Carvalho Guimarães de. O Estado empresário: interesse público, conflito de interesse e comportamento abusivo do acionista controlador nas sociedades de economia mista. In: ARAGÃO, Alexandre Gusmão de (coord.). *Empresas Públicas e Sociedades de Economia Mista*. Belo Horizonte: Fórum, 2015.

MELLO, Celso Antônio Bandeira de. *Curso de Direito Administrativo*. 27ª edição. São Paulo: Malheiros Editores, 2010.

\_\_\_\_\_. Natureza Essencial das Sociedades de Economia Mista e Empresas Públicas: Consequências em seus Regimes. In: *Grandes Temas de Direito Administrativo*. São Paulo: Malheiros, 2009.

MEIRELLES, Hely Lopes; ALEIXO, Délcio Balestero; BURLE FILHO, José Emmanuel. *Direito Administrativo Brasileiro*. São Paulo: Malheiros. 40ª ed., 2014.

MERLUSSI, Natália Parmigiani. *Aspectos do Conflito de Interesses entre Acionistas e a Companhia Aberta*. Tese de Doutorado em Direito Comercial. São Paulo: Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2016 (não publicado).

MUSACCHIO, Aldo; LAZZARINI, Sérgio Giovanetti. *Reinventing state capitalism: leviathan in business, Brazil and beyond*. Cambridge: Harvard Business Press, c2014. 347 p. ISBN 9780674729681 enc.)

ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT - OECD. *Guidelines on Corporate Governance of State-owned Enterprises*, 2015. (Disponível em: [http://www.oecd-ilibrary.org/governance/oecd-guidelines-on-corporate-governance-of-state-owned-enterprises-2015\\_9789264244160-en](http://www.oecd-ilibrary.org/governance/oecd-guidelines-on-corporate-governance-of-state-owned-enterprises-2015_9789264244160-en))

PARGENDLER, Mariana; LAZZARINI, Sérgio Giovanetti; MUSACCHIO, Aldo. O Estado como Acionista: Desafios para a Governança Corporativa no Brasil. In: FONTES FILHO, Joaquim R.; LEAL, Ricardo P. C. Leal. (Org.). *O Futuro da Governança Corporativa: Desafios e novas fronteiras*. São Paulo: Saint Paul Editora, 2013.

PINTO JUNIOR, Mario Engler. A atuação empresarial do Estado e o papel da empresa estatal. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. Vol. 151/152, 2009. São Paulo: Malheiros.

\_\_\_\_\_. *O Estado como acionista controlador*. Universidade de São Paulo, 2009.

\_\_\_\_\_. *Exercício do controle acionário na empresa estatal: Comentários a decisão da CVM no caso Eletrobras*, April 14, 2016. FGV Direito SP Research Paper Series, p. 13. (Disponível em SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2765264>)



\_\_\_\_\_. O Novo Mercado da Bovespa e o Compromisso da Sociedade de Economia Mista com Práticas de Boa Governança Corporativa. *Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro*, V. 128, 2002.

\_\_\_\_\_. Regulação Econômica e Empresas Estatais, in *Revista de Direito Público da Economia*, V. 15, 2006.

PRICEWATERHOUSECOOPERS LLP. Relatório *State-Owned Enterprises Catalysts for public value creation?*, 2015. (Disponível em: <http://www.pwc.com/gx/en/psrc/publications/assets/pwc-state-owned-enterprise-psrc.pdf>)

SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Novo Direito Societário*. 4ª ed. São Paulo: Malheiros, 2011.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. *Governança Corporativa no Brasil e no Mundo – Teoria e Prática*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010.

TAVARES BORBA, José Ewaldo Tavares. *Direito Societário*. 11ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.

\_\_\_\_\_. *Sociedades de Economia Mista e Privatização*. Rio de Janeiro: Lumens, 1997.

VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. *Curso de Direito Comercial*. São Paulo: Malheiros, 2008.

YAZBECK, Otávio. *Privatizações e relação entre interesses públicos primários e secundários – as alterações na legislação societária brasileira*. In *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. v. 39, n. 120, out/dez 2000.