

**UNIVERSIDADE PRESBITERIANA MACKENZIE**  
**CLODOMIRO FERNANDES LACERDA**

**GOVERNANÇA CORPORATIVA**  
**NAS SOCIEDADES DE ECONOMIA MISTA DE CAPITAL ABERTO**

São Paulo  
2016

CLODOMIRO FERNANDES LACERDA

GOVERNANÇA CORPORATIVA  
NAS SOCIEDADES DE ECONOMIA MISTA DE CAPITAL ABERTO

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Direito da Universidade Presbiteriana Mackenzie, como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre em Direito Político e Econômico.

ORIENTADOR: Prof. Dr. Fabiano Dolenc Del Masso

São Paulo

2016

L131g

Lacerda, Clodomiro Fernandes

Governança corporativa nas sociedades de economia mista de capital aberto. / Clodomiro Fernandes Lacerda. – São Paulo, 2017.

119 f.; 30 cm

Dissertação (Mestrado em Direito Político e Econômico) - Universidade Presbiteriana Mackenzie - São Paulo, 2017.

Orientador: Fabiano Dolenc Del Masso.

Bibliografia : f. 111-119

1. Sociedade de economia mista. 2. Governança corporativa. 3. Sociedade anônima. 4. Capital aberto. 5. Mercado de capitais. I.Título.

CDDir 342.23

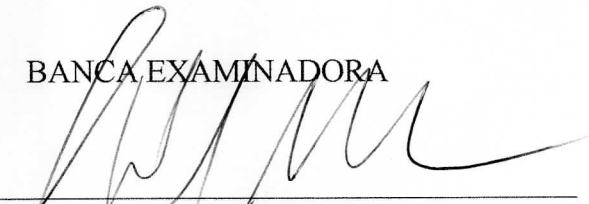
CLODOMIRO FERNANDES LACERDA

GOVERNANÇA CORPORATIVA  
NAS SOCIEDADES DE ECONOMIA MISTA DE CAPITAL ABERTO

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Direito da Universidade Presbiteriana Mackenzie, como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre em Direito Político e Econômico.

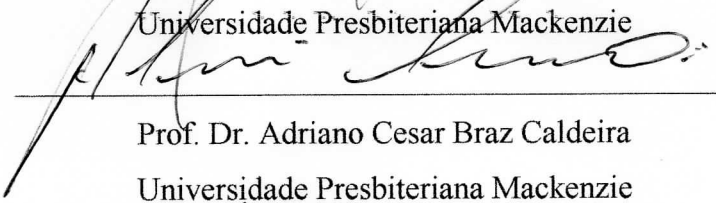
Aprovada em 26/01/2017

BANCA EXAMINADORA



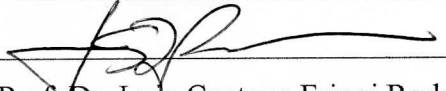
---

Prof. Dr. Fabiano Dolenc Del Masso  
Universidade Presbiteriana Mackenzie



---

Prof. Dr. Adriano Cesar Braz Caldeira  
Universidade Presbiteriana Mackenzie



---

Prof. Dr. Luiz Gustavo Friggs Rodrigues  
Faculdades Integradas Campos Salles

*À Eliana, pelo apoio incondicional; aos meus pais, Geraldo e Célia, por serem exemplos de simplicidade e dedicação; aos meus irmãos, por dividirem comigo a luta pela transformação de um destino e a torcida pelo sucesso e pela felicidade do outro; e aos meus filhos, Lucas e Davi, simplesmente por existirem.*

## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço a todos aqueles que foram meus professores ao longo da minha vida acadêmica, por terem contribuído para o meu desenvolvimento educacional e pessoal. Agradeço especialmente aos professores do Programa de Pós-Graduação do Mackenzie, notadamente ao Professor Fabiano Dolenc Del Masso, pela forma segura, serena e atenciosa com que me orientou. Também agradeço aos professores Luiz Gustavo Friggi Rodrigues e Adriano Cesar Braz Caldeira pelos precisos apontamentos feitos por ocasião das bancas de qualificação e de defesa. Agradeço ainda à Universidade Presbiteriana Mackenzie e ao Banco do Brasil, pelas oportunidades oferecidas, e a todos os colegas dessas duas instituições.

## RESUMO

O objetivo do presente trabalho é analisar o arcabouço institucional das sociedades de economia mista de capital aberto no que se refere à proteção dos acionistas minoritários. Para tanto, pretende-se, introdutoriamente, apresentar um panorama sobre os diferentes interesses envolvidos nas companhias abertas em geral. Em seguida, intenta-se discutir os desafios singulares próprios das sociedades de economia mista e os tipos de problemas a que seus acionistas minoritários estão sujeitos. Por fim, tenciona-se esmiuçar a estrutura básica de governança instituída pelo ordenamento jurídico brasileiro para essas companhias e formular uma avaliação sobre as limitações desses mecanismos.

Palavras-chave: Sociedade de economia mista. Governança corporativa. Sociedade anônima. Capital aberto. Mercado de capitais.

## **ABSTRACT**

The aim of this dissertation is to analyze the institutional governance framework for mixed-capital corporations regarding the protection of minority shareholders. Thus, first, it presents an overview of various interests involved in corporations with public-traded shares, as a whole. Then, it discusses the unique challenges these corporations face having the government in their control, and the typical problems that their minority shareholders are subject to. Finally, it scrutinizes the basic governance framework established by the Brazilian legal system for these companies, and it makes an assessment of the limitations of these mechanisms.

**Keywords:** Mixed-capital corporations. Corporate governance. Joint stock companies. Capital market.



## SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO .....	9
2	ESTRUTURA DE INTERESSES NAS COMPANHIAS DE CAPITAL ABERTO.....	14
2.1	Arcabouço institucional das companhias abertas no contexto da política econômica estatal.....	14
2.2	Divergências de interesses entre propriedade, controle e administração.....	27
3	DESAFIOS SINGULARES PARA A GOVERNANÇA DAS SOCIEDADES DE ECONOMIA MISTA.....	42
3.1	Duplo problema de agência das sociedades de economia mista.....	42
3.2	Duplicidade de objetivos: interesse público e lucratividade.....	55
4	ESTRATÉGIAS INSTITUCIONAIS PARA PROTEÇÃO DOS ACIONISTAS MINORITÁRIOS DAS SOCIEDADES DE ECONOMIA MISTA DE CAPITAL ABERTO.....	71
4.1	Estrutura jurídica básica de governança para as sociedades de economia mista de capital aberto.....	71
4.2	Limitações das estratégias institucionais de governança para as sociedades de economia mista de capital aberto.....	87
5	SÍNTESE CONCLUSIVA.....	104
	REFERÊNCIAS .....	111

## 1 INTRODUÇÃO

A governança das sociedades anônimas de capital aberto, assim como a de outras sociedades empresárias, é comumente referida como governança corporativa, em uma tradução já consagrada da expressão inglesa *corporate governance*<sup>1</sup>.

O conceito de governança corporativa, por outro lado, é muito variado, porque nele normalmente se pretende incluir a concepção sobre quais interesses devem ser contemplados como interesse social das companhias, especialmente se esse deve se limitar aos interesses dos acionistas ou se também deve abranger os interesses dos demais atingidos pela exploração da atividade econômica (*stakeholders*), notadamente trabalhadores, fornecedores e comunidade local<sup>2</sup>. Outras vezes, esse conceito tem um enfoque fortemente centrado na figura dos administradores e demais detentores de posições executivas na companhia e nos padrões de conduta deles esperados<sup>3</sup>.

Para este trabalho, todavia, se conceberá a governança corporativa como a forma como é estruturada a divisão de poder entre a propriedade, o controle e os administradores, sobretudo

---

<sup>1</sup> Registre-se, contudo, que há os que preferam simplesmente utilizar a expressão “governo das empresas” (WALD, 2002) ou “governança das sociedades comerciais” (ABREU, 2010, *passim*).

<sup>2</sup> “Governança corporativa pode ser compreendida, muito mais adequadamente, como um amplo conjunto de arranjos jurídicos, culturais e institucionais que determina (i) o que as companhias abertas podem fazer, (ii) quem as controla, (iii) como esse controle é exercido, e (iv) como os riscos e resultados das atividades das companhias são alocados” (YAZBEK, 2011, p. 120).

<sup>3</sup> Nesse sentido, por exemplo, a concepção de Lobo (2011, p. 51), que a define como “conjunto de normas, consuetudinárias e escritas, de cunho jurídico e ético, que regulam os deveres dos administradores de transparência, diligência, lealdade, informação e não intervenção em qualquer operação em que tiverem interesses conflitantes com os da companhia, o exercício das funções, atribuições e poderes dos membros do conselho de administração, da diretoria executiva, do conselho fiscal e dos auditores externos, e o relacionamento entre si e com a própria sociedade, seus acionistas e o mercado em geral”.

quanto aos mecanismos de contrabalanceamento entre eles<sup>4</sup>, com o fim de assegurar que a companhia atinja os objetivos visados por seus constituintes.

Desse modo, delimita-se o referido conceito, para efeito do estudo aqui proposto, aos interesses dos acionistas (proprietários, i.e., aqueles que contribuíram com o fornecimento de capital para a formação da companhia)<sup>5</sup> e, em razão desse pressuposto, aos mecanismos legais instituídos para mitigar os potenciais conflitos entre os acionistas controladores e os demais acionistas, assim como entre os acionistas em geral (considerados em conjunto) e os administradores<sup>6</sup>.

Esses conflitos são uma consequência natural do fato de a companhia, enquanto espécie de pessoa jurídica, ser uma concepção artificial do ordenamento jurídico, cuja manifestação de vontade depende da atuação de pessoas naturais<sup>7</sup>.

No caso da companhia aberta, os proprietários – ao menos, parte deles – são pulverizados, motivo por que há necessidade de se atribuir a certas pessoas o poder de tomar decisões em nome dela, i.e., de definir os destinos do complexo de ativos nela reunidos. Os demais proprietários ficam sujeitos aos desígnios daqueles com poder de decisão, os quais, no entanto, podem se valer de sua condição para promoverem os seus interesses pessoais, em vez de perseguirem os interesses próprios da companhia e, por conseguinte, de todos os seus constituintes.

---

<sup>4</sup> Pretende-se, assim, atacar aquilo que Barbosa (2009, p. 21) chamou de “questão central da governança corporativa”, qual seja, “a distribuição de forças entre os agentes envolvidos na vida societária”.

<sup>5</sup> Alinha-se, nesse aspecto, ao conceito proposto por Shleifer e Vishny (1997, p. 737): “*Corporate governance deals with ways in which suppliers of finance to corporations assure themselves of getting a return on their investment. How do the suppliers of finance get managers to return some of the profits to them? How do they make sure that managers do not steal the capital they supply or invest it in bad projects? How do suppliers of finance control managers?*”.

<sup>6</sup> Conceito semelhante é utilizado por Abreu (2010, p. 7): “‘Governança (ou governo) das sociedades’ designa o complexo das regras (legais, estatutárias, jurisprudenciais, deontológicas), instrumentos e questões respeitantes à administração e ao controlo (ou fiscalização) das sociedades”. Em sentido parecido, o Cadbury Report (COMMITTEE ON THE FINANCIAL ASPECTS OF CORPORATE GOVERNANCE, 1992): “*Corporate governance is the system by which companies are directed and controlled*”. De forma similar, Wald (2002): “O governo da empresa significa o estabelecimento do Estado de Direito na sociedade anônima, ou seja, refere-se à organização e à dinâmica dos poderes, ao estabelecimento da adequada definição dos órgãos sociais e das respectivas competências, assim como dos direitos e deveres dos vários acionistas. No fundo, significa a institucionalização da empresa, mediante a regulamentação de sua estrutura administrativa”.

<sup>7</sup> “Como as pessoas jurídicas são seres da razão, entes lógicos, abstratos, compreende-se que, sob o prisma naturalista, não possuem nem inteligência, nem vontade, nem ação. O Direito, contudo, imputa-lhes diretamente a vontade e a ação das pessoas naturais que procedem na qualidade jurídica de seus Agentes” (MELLO, 2010, p. 137).

Por essa razão, sobretudo diante dessa gama difusa de acionistas, sustenta-se a importância de o Estado atuar na organização do exercício do poder no âmbito da sociedade anônima de capital aberto, instituindo um arcabouço básico de regras, de sorte a fornecer um nível mínimo de proteção aos seus constituintes. Com isso, espera-se fomentar a utilização desse arranjo institucional como mecanismo de cooperação entre os agentes econômicos e impulsionar o desenvolvimento econômico.

A sociedade anônima de capital aberto, por outro lado, não é um instrumento de uso exclusivo dos agentes econômicos privados. Ela é também um dos mecanismos utilizados pelo Estado para atuar no ambiente econômico, em regime de monopólio ou em concorrência, assim como para a prestação de serviços públicos, como meio de descentralização administrativa.

Com efeito, ela viabiliza a associação entre o Estado e investidores privados na exploração de algumas empreitadas relevantes para a coletividade. Nesse caso, quando a sociedade anônima de capital aberto contempla a presença do Estado como acionista controlador, ela é classificada juridicamente como uma espécie própria de companhia, denominada sociedade de economia mista<sup>8</sup>.

O Brasil convive há muito tempo com esse modelo organizacional<sup>9</sup>, que permanece sendo muito significativo para a nossa economia<sup>10</sup>. Essa importância, por sua vez, tende a se acentuar se

---

<sup>8</sup> O conceito de sociedade de economia mista consolidou-se de vez no ordenamento jurídico brasileiro com o Decreto-lei nº 200/1967, o qual, na ocasião, fixou como critério de distinção em relação à empresa pública o fato de a União ou de uma de suas entidades de administração indireta deter todo o capital social, no que se refere às empresas públicas; e a maioria das ações com direito a voto, quanto às sociedades de economia mista. Esse critério passou a ser utilizado pela doutrina para fazer também a distinção das companhias integrantes da administração dos Estados e Municípios e foi ratificado pela Lei nº 13.303/2016 (Estatuto das Estatais).

<sup>9</sup> O Banco do Brasil, por exemplo, foi constituído em 1808 como uma sociedade de economia mista e assim se conserva até hoje, não obstante, à época, tenha nascido com atributos bastante particulares, pois sob a égide de um regime monárquico. Com origem efetivamente similar às modernas sociedades de economia mista, pode-se citar como exemplo mais remoto a constituição da Companhia Siderúrgica Nacional, em 1941. Antes dela, porém, ainda foi constituído o Instituto de Resseguros do Brasil, em 1939, mas com características bem peculiares, pois uma parte das ações – 70% – devia ser integralizada pelas instituições de previdência social (de classe A) e as outras – 30% –, pelas sociedades de seguros (de classe B), cujas participações eram revisadas anualmente, conforme começassem a operar no País novas sociedades da espécie (Decreto-lei nº 1.186/1939). Sob o regime republicano, por sua vez, há registros da utilização dessa denominação por Bilac Pinto, desde 1952, referindo-se, contudo, às companhias cuja participação do capital privado era apenas simbólica (VENÂNCIO FILHO, 1968, p. 340-342).

<sup>10</sup> Não obstante a desestatização ocorrida na década de 90, ainda perduraram sob o controle estatal, no âmbito federal, diversas companhias, como Petrobras S.A., Banco do Brasil S.A., Eletrobras S.A., Banco do Nordeste do Brasil S.A. e, no âmbito estadual, Sabesp S.A., Copasa S.A., Cemig S.A., Copel S.A., Banrisul S.A., Celesc, Cesp S.A., entre outras. Conforme a BM&FBovespa (2015), havia, em 31.8.2015, 30 (trinta) estatais listadas, sendo que elas “foram responsáveis, no período de setembro de 2014 a Agosto de 2015, por 21,9% do Volume Médio Diário Negociado (equivalente a R\$ 1,5 bilhão)”.

confirmados os clamores para a abertura de capital em bolsa de valores de algumas empresas públicas<sup>11</sup>, situação em que essas se transmudarão, também, em sociedades de economia mista.

A participação do Estado como acionista controlador faz das sociedades de economia mista uma espécie de companhia em que os conflitos são ainda mais patentes, pois há maior dificuldade de convergência de interesses entre o Estado, como acionista controlador, e os investidores privados, como acionistas minoritários, notadamente porque a participação de um e de outro no empreendimento econômico tem propósitos distintos.

A potencialidade de conflitos é acentuada ainda pelo fato de o Estado ser igualmente um ente abstrato, fruto da inventividade humana e, por conseguinte, subordinado aos desígnios das pessoas naturais que atuam em seu nome, pessoas essas que têm, do mesmo modo, seus interesses pessoais. Por isso, de forma semelhante ao que ocorre no seio das companhias de capital aberto, há também, no âmbito do próprio Estado, conflitos de interesses internos, os quais podem transbordar para a atuação das sociedades de economia mista por ele controladas.

O tema, por sua vez, está sob intenso debate na sociedade civil em razão dos recentes escândalos de corrupção envolvendo companhias organizadas sob essa forma, cujo exemplo mais emblemático são os fatos apurados no âmbito da Operação Lava Jato<sup>12</sup>, a qual revelou a existência de acentuadas fragilidades na estrutura de governança da Petrobras.

Essa situação fez, inclusive, com que o Congresso Nacional rompesse a inércia de mais 20 (vinte) anos e promulgasse o estatuto das estatais enunciado pelo art. 173, §1º, da Constituição Federal, por meio da edição da Lei nº 13.303/2016 (doravante referida apenas como “Estatuto das Estatais”).

Nesse contexto, o objetivo do presente trabalho será fornecer uma contribuição acadêmica para a análise dos parâmetros estabelecidos pelo sistema jurídico brasileiro – já considerando o recente Estatuto das Estatais – para a governança das sociedades de economia mista de capital

---

<sup>11</sup> As empresas públicas são aquelas companhias dotadas de personalidade jurídica de direito privado e cujo capital social pertence integralmente à administração pública direta ou indireta, ainda que haja sociedade entre mais de um ente dessa natureza (art. 3º da Lei nº 13.303/2015 – Estatuto das Estatais).

<sup>12</sup> Informações detalhadas sobre o caso podem ser obtidas no *site* produzido pelo Ministério Público Federal <<http://lavajato.mpf.mp.br/entenda-o-caso>> (BRASIL, 2016). Nesse *site*, além de dados explicativos em relação à operação, também constam cópias das peças processuais de cada medida judicial e das decisões proferidas até então.

aberto, examinando, especificamente, de que forma as estratégias de que ele se vale protegem os acionistas minoritários, bem como quais são suas imperfeições<sup>13</sup>.

Para tanto, pretende-se, à partida, apresentar um panorama sobre os diferentes interesses envolvidos nas companhias abertas em geral. Em seguida, intenta-se discutir os desafios singulares próprios das sociedades de economia mista e os tipos de problemas a que seus acionistas minoritários estão sujeitos. Por fim, tenciona-se esmiuçar a estrutura básica de governança instituída pelo ordenamento jurídico brasileiro para essas companhias e formular uma avaliação sobre as limitações desses mecanismos.

---

<sup>13</sup> Cumpre registrar que, sem prejuízo dos mecanismos instituídos em lei, os acionistas também podem ser protegidos adicionalmente por soluções contratuais. Um exemplo disso é a adesão a segmentos específicos de listagem propostos pela bolsa de valores onde suas ações são negociadas. É o que se verifica em relação ao Banco do Brasil, o qual aderiu ao segmento Novo Mercado da BMF&Bovespa, assim como todas as companhias que, voluntariamente, decidiram por ter seus títulos negociados também na New York Stock Exchange – NYSE, o que exige delas a adoção de certas práticas de governança mais estritas, em razão dos requisitos específicos para listagem determinados por aquela bolsa estrangeira.

## **2 ESTRUTURA DE INTERESSES NAS COMPANHIAS DE CAPITAL ABERTO**

### **2.1 ARCABOUÇO INSTITUCIONAL DAS COMPANHIAS ABERTAS NO CONTEXTO DA POLÍTICA ECONÔMICA ESTATAL**

A queda do muro de Berlim, há pouco mais de 25 anos, simbolizou, além do fim da Guerra Fria entre duas grandes potências mundiais (Estados Unidos e União Soviética), a derrocada dos sistemas coletivistas<sup>14</sup>. Com isso, o capitalismo se tornou o paradigma dominante, revelando-se mais adequado às sutilezas da natureza humana, sobretudo diante das inevitáveis diferenças de valores e de anseios de cada indivíduo. Afinal, é da essência desse sistema o reconhecimento e a valorização da liberdade e da autonomia individual (NUSDEO, 2005, p. 116).

Ao paradigma capitalista, além disso, é inerente uma conformação de acordo com as nuances de cada sociedade, assimilando as singularidades e as necessidades próprias daquele conjunto de indivíduos que a compõem<sup>15</sup>. Essa conformação, por sua vez, está relacionada com o grau de interferência estatal no jogo econômico e com o nível de reconhecimento de autonomia e de liberdade dos atores econômicos. Cuida-se de uma decisão de natureza política<sup>16</sup>, a qual demanda suporte autorizativo no ordenamento jurídico daquela sociedade civil. A disciplina da

---

<sup>14</sup> Os sistemas coletivistas – também denominados sistemas de autoridade – caracterizam-se por as decisões econômicas serem centralizadas no poder político e os bens econômicos de produção pertencerem à coletividade, de modo que o Estado é o único produtor, empregador e vendedor, viabilizando, assim, que o excedente seja por ele apropriado (NUSDEO, 2005, p. 108-116).

<sup>15</sup> Segundo Grau (2003, p. 118), não existe um único sistema capitalista, mas sim vários sistemas capitalistas, i.e., um sistema capitalista de cada sociedade, conforme os ditames estabelecidos em seus ordenamentos jurídicos.

<sup>16</sup> “[R]epita-se ser a questão relativa ao ‘quanto de Estado’ insuscetível de resposta científica. Como dito, trata-se de uma opção política da sociedade e ela tenderá a combinar as parcelas de Estado e mercado nas proporções que se lhe afigurem desejáveis ao longo dos diferentes estágios de sua trajetória histórica. A ninguém é dado deter a chave do entendimento ou da solução do problema para se arvorar em decisor final” (GRAU, 2003, p. 216). “Os elementos políticos interferem e limitam a configuração econômica. A política [...] condiciona o sistema econômico possível” (TAVARES, 2011, p. 70).

atuação dos agentes econômicos<sup>17</sup> é um meio de preservação do próprio capitalismo (GRAU, 1997, p. 56), para correção das suas disfunções factuais.

Modernamente, todavia, mesmo sob o sistema capitalista, não basta ao Estado evitar o colapso das estruturas de mercado. A ele também é atribuída a responsabilidade principal de fomentar a criação de riquezas econômicas, de forma a atender às inesgotáveis expectativas e às crescentes necessidades de seus jurisdicionados, notadamente à medida que esse espectro se alarga para inserir no jogo político outros segmentos até então desconsiderados no processo deliberativo<sup>18</sup>. O crescimento econômico é uma necessidade imperiosa para a manutenção da coesão social, na medida em que, ao elevar as riquezas existentes, possibilita a promoção de justiça social<sup>19</sup>.

O papel contemporâneo do Estado nas economias capitalistas, nesse contexto, é atuar como coordenador do jogo econômico, não só o organizando, mas sobretudo o impulsionando, pois disso depende a consecução do desenvolvimento.

Nesse diapasão, a fixação das regras de atuação dos agentes econômicos é especialmente relevante. É a partir delas que eles calculam os riscos a que estarão expostos e conjecturam possíveis mitigadores. Com base nesse panorama, esses agentes farão uma avaliação sobre as potencialidades de lucros e daí decidirão empregar seus recursos em determinada atividade econômica. O sucesso ou fracasso da jogada será consequência da competência individual de cada um em avaliar, adequadamente ou não, os riscos envolvidos e em conceber mitigadores eficazes.

---

<sup>17</sup> “Sem normas, legais ou institucionais, mercados não serão eficientes, não atenderão aos interesses dos agentes econômicos, demonstrando que a noção de Adam Smith da ‘mão invisível’ baseada no egoísmo das pessoas que, por si, ajustaria a oferta à demanda estava equivocada. Regulação é instrumento legal para ordenar mercados, manifestada por via reguladora das atividades econômicas” (SZTAJN, 2004, p. 51).

<sup>18</sup> “Antes de mais, é de assinalar que o Direito Econômico, como dissemos e repetimos, surgiu e edificou-se em função do intervencionismo estatal. Ora, este não intenta só responder, pontual e transitariamente, a dificuldade da economia (capitalista): por um lado, ele resulta do apelo de vários e novos ‘grupos de interesses’ (profissionais ou não) que se interpõem, digamos assim, entre o Estado (soberano) e a sociedade (agentes econômicos atomisticamente considerados); por outro lado, frequentemente vai implícita (pelo menos) na direção da economia pelo Estado a vontade de transformar (ou só reformar) o sistema ou o regime econômicos, para os adequar aos novos equilíbrios de poder que resultam da crescente influência dos novos grupos de interesses, isolada ou associadamente considerados” (PATRÍCIO, 1981, p. 52).

<sup>19</sup> “Razão para a intervenção de governo na atividade econômica é a necessidade de crescimento da economia, de melhorar a distribuição de renda. Sem mercados, o princípio geral inscrito na Constituição da República, a livre iniciativa, não se concretizaria. Como princípio fundamental, há que se entender que sua razão é a justiça social” (SZTAJN, 2004, p. 60).



Essas regras forjam um arranjo institucional, colocado à disposição dos agentes econômicos como parte do aparato de que dispõe o Estado para promover o desenvolvimento. A importância delas decorre da repercussão que produzem na decisão dos agentes de participarem de algum modo de determinada atividade econômica.

No caso brasileiro, os quadrantes da atuação estatal na ordem econômica estão definidos na Constituição Federal. No artigo 170, ela estabelece os fins a serem perseguidos pelo Estado no que tange à ordem econômica nacional<sup>20</sup>; no artigo 173, as excepcionais hipóteses em que o Estado pode atuar diretamente como agente econômico (; no artigo 174, a competência estatal como agente normativo e regulador da atividade econômica; no artigo 175, as atividades atribuídas ao Estado como prestador de serviço público; e nos artigos 176 e 177, as atividades econômicas sob regime especial de monopólio. Esses dispositivos fixam os parâmetros estruturantes do sistema capitalista brasileiro, indicando as metas e os objetivos a serem perseguidos pelos governantes públicos de plantão, os valores tidos por relevantes pela sociedade brasileira, os instrumentos de que pode se valer o Estado para o atingimento desse intento e as atividades a ele reservadas<sup>21</sup>.

Em essência, ao Estado é atribuída a tarefa de articular o jogo econômico, observada a ressalva fundamental de que, em decorrência da escolha pelo regime capitalista e do reconhecimento dos princípios que lhe são próprios (livre iniciativa, livre concorrência, propriedade privada dos bens de produção), o protagonismo no exercício da atividade econômica é das pessoas e dos grupos privados, contanto que observados os direitos e os interesses dos demais membros da coletividade<sup>22</sup>.

---

<sup>20</sup> “Analisado porém com alguma percuciência o texto, o leitor verificará que o art. 170 da Constituição, cujo enunciado é, inquestionavelmente, normativo, assim deverá ser lido: as relações econômicas – ou a atividade econômica – *deverão ser (estar)* fundadas na valorização do trabalho humano e na livre iniciativa, tendo por fim (fim delas, relações econômicas ou atividades econômicas) assegurar a todos existência digna, conforme os ditames da justiça social, observados os seguintes princípios ...” (GRAU, 1997, p. 49).

<sup>21</sup> “[O]s programas de governo deste e daquele Presidente da República é que devem ser adaptados à Constituição, e não o inverso, como se tem pretendido. A incompatibilidade entre qualquer deles e o modelo econômico por ela definido consubstancia situação de inconstitucionalidade, institucional e/ou normativa” (GRAU, 1997, p. 36).

<sup>22</sup> “Livre iniciativa e livre mercado são valores recepcionados pelo legislador pátrio em 1988 e, por isso, a análise dos mercados deve considerar duas vertentes: a liberal, em que a livre iniciativa e livre concorrência são vistas como favorecedoras das eficiências alocativa e produtiva, e a social, que impõe limites à livre iniciativa para privilegiar outros valores” (SZTAJN, 2004, p. 17). “[F]orça é reconhecermos, de uma parte, que a *livre concorrência* é elevada à condição de princípio da ordem econômica, na Constituição de 1988, mitigadamente, não como liberdade anárquica, porém social” (GRAU, 1997, p. 237).

O setor privado, portanto, não é concebido constitucionalmente como um entrave às finalidades estatais de desenvolvimento econômico, mas sim como um aliado indispensável à geração e à expansão das riquezas necessárias ao atingimento dos fins da ordem econômica<sup>23</sup>.

Por esse motivo, na estruturação do mercado, o Estado deve forjar as condições apropriadas para a livre exploração privada da atividade econômica e para o florescimento da criatividade inerente dos seres humanos, notadamente para que o empenho dos agentes econômicos em lograr riquezas pessoais possa contribuir para o desenvolvimento da nação.

Dentro dessa toada, um aspecto extremamente relevante no contexto do fomento da liberdade e do empreendedorismo econômico é a instituição de mecanismos para a cooperação e para o alinhamento de interesses entre os agentes econômicos, do que são exemplos as sociedades empresárias ou mercantis e, mais especificamente, as sociedades anônimas de capital aberto, as quais permitem a associação entre empreendedores e investidores.

As origens das sociedades anônimas foram as companhias coloniais de navegação e comércio, da época mercantilista, criadas para viabilizar a associação entre o Estado absolutista e a burguesia na exploração das riquezas das colônias. Por elas, instituiu-se um mecanismo que permitiu a associação entre o Estado e particulares na exploração das colônias.

No princípio, contudo, o próprio Adam Smith, um dos principais teóricos do liberalismo econômico, não concebia utilidade no modelo das sociedades anônimas para o sistema de livre mercado<sup>24</sup>. Não obstante, à medida que o capitalismo foi se consolidando, enxergou-se que essa estrutura jurídica era um mecanismo muito útil para ser simplesmente descartado, sobretudo porque encoraja a tomada de riscos e incentiva o empreendimento econômico, o que é imprescindível para o desenvolvimento almejado pela coletividade em geral<sup>25</sup>.

---

<sup>23</sup> “[É] óbvio que a exigência preliminar de superação dos problemas políticos passa pelo estabelecimento de um processo de desenvolvimento, que implica a conjugação do crescimento econômico autossustentado com a progressiva eliminação das desigualdades sociais. Um processo dessa natureza não é natural, mas voluntário e programado. Ele somente se desencadeia com a instauração de uma política nacional a longo prazo, abrangendo todos os setores da vida social” (COMPARATO, 1989, p. 103-104 *apud* GRAU, 1997, p. 240).

<sup>24</sup> Berle e Means (1984, p. 269) observam que “[q]uando Adam Smith falava de ‘empresa’, tinha em mente a unidade típica do pequeno negócio individual, em que o proprietário, talvez com a ajuda de alguns aprendizes ou trabalhadores, labutava para produzir bens para o mercado ou para comercializá-los. Adam Smith repudiava de maneira muito enfática a sociedade anônima como mecanismo comercial, afirmando que a dispersão da propriedade tornava impossível uma administração eficiente”.

<sup>25</sup> “A constituição dessas sociedades era, na verdade, promovida pelo Estado, como descentralização política, social e econômica de suas funções. [...] Assim, surgiram e se impuseram as sociedades por ações no século XVII, formadas pela conjugação de capitais públicos e particulares. [...] Mais tarde, já no desenvolver da Revolução

A indução ao empreendimento e ao investimento por meio dessas companhias ocorre notadamente porque se trata de um instrumento que permite que as pessoas definam a parcela de suas riquezas que será colocada em jogo na exploração econômica, evitando o risco de perderem toda a fortuna pessoal em caso de insucesso da empreitada<sup>26</sup> ou, o que é pior, de ficarem condenadas a carregarem as dívidas decorrentes de uma decisão infeliz de investimento pelo restante da vida, se o empreendimento fracassar.

Mais importante, esse mecanismo permite que as grandes empreitadas, a exemplo da exploração das colônias na época mercantilista, captem recursos junto ao público em geral, suprindo, assim, a sua carência de capital. Ele é, por isso, um instrumento viabilizador da associação entre dois tipos diferentes de agentes econômicos. De um lado, o empreendedor, o qual idealiza a exploração de determinada atividade, nela vislumbrando a possibilidade de atender a alguma necessidade da coletividade ainda não satisfeita ou de superar os concorrentes atuais com a entrega de um produto melhor; de outro, o investidor, o qual enxerga na associação com aquele empreendedor a possibilidade de alcançar um melhor retorno para o seu capital do que aquele que conseguiria empregando-o em outros investimentos ou como uma forma de diversificar o seu *portfolio* de investimentos.

O primeiro tipo (empreendedor), normalmente, além de contribuir com a ideia inovadora, também costuma alocar suas riquezas – ou, pelo menos, parte – no empreendimento, mas essas são insuficientes para os objetivos por ele projetados. Por isso, a necessidade de abrir o capital da companhia, convidando outros investidores a com ele se associarem no desenvolvimento do empreendimento. A abertura do capital é, assim, um meio de se obter os recursos necessários para tornar realidade o empreendimento econômico tal como idealizado.

A abertura do capital também pode ter a função de possibilitar ao empreendedor obter, de forma imediata, o retorno do investimento realizado no desenvolvimento da atividade econômica. É o que ocorre quando as ações colocadas à venda não representam uma nova integralização de

---

Industrial, no Século XIX, na criação da grande indústria e no seu processo de produção em massa, o capitalismo apropriou-se do sistema para lhe proporcionar a incorporação de capitais de que tanto tinha necessidade para a sua constante expansão” (REQUIÃO, 2014, p. 26).

<sup>26</sup> “A sociedade anônima, com efeito, tornou-se eficaz instrumento do capitalismo porque permite à poupança popular participar dos grandes empreendimentos, sem que o investidor, modesto ou poderoso, se vincule à responsabilidade além da soma investida, e pela possibilidade de a qualquer momento, sem dar conta de seu ato ninguém, negociar livremente os títulos, obtendo novamente a liquidez monetária desejada. Graças a tão simples mecanismo, a poupança privada pôde ingressar comodamente no mundo dos negócios, torna-se a sociedade anônima o instrumento popular do capitalismo, fundamental para seu predomínio, sem o qual não se poderia conceber sua expansão” (REQUIÃO, 2014, p. 29).

capital, mas pertencem ao próprio empreendedor. Nesse caso, os recursos a serem captados com a venda das ações da companhia não irão para o caixa dela, mas para o do empreendedor proprietário vendedor, o qual, com a operação, terá sua participação societária diluída.

Essa possibilidade de venda das ações de uma companhia no mercado de capitais culmina por ser um grande atrativo à inovação, pois sinaliza para o empreendedor que ele não precisa aguardar o estágio de maturação financeira do projeto, o que, às vezes, pode ser muito demorado. Antes disso, ele pode vender toda sua participação acionária no empreendimento ou apenas parte dela no mercado de capitais<sup>27</sup>.

O segundo tipo (investidor), por sua vez, é apenas um fornecedor de capital, cuja decisão de investimento depende essencialmente de uma avaliação quanto à capacidade de o empreendimento gerar retorno financeiro.

Vale lembrar que nessa categoria de investidor se inserem diversos subtipos. Há desde grandes investidores, os quais têm condições de alocarem ao empreendimento elevadas somas de recursos financeiros, até pessoas comuns, que alocam apenas pequenas quantias. Dentre os grandes investidores, por sua vez, tem-se outra gama de subtipos, como detentores de grandes fortunas, fundos de investimento brasileiros e estrangeiros, fundos de pensão, bancos, seguradoras etc.

Os objetivos dos investidores também variam bastante. Há aqueles que, de fato, fazem uma aposta no desenvolvimento do empreendimento e, por isso, estão preocupados com os resultados de longo prazo. A decisão em investir na companhia depende, sobretudo, do nível de confiança de que, florescido o empreendimento, o investidor receberá a sua quota-parte, i.e., participará dos respectivos resultados. E, por outro lado, há os que esperam obter seus ganhos notadamente sobre as variações do valor das ações no mercado<sup>28</sup>.

---

<sup>27</sup> É o que se viu acontecer com algumas empresas de tecnologia, as quais, antes mesmo de se tornarem lucrativas, tiveram suas ações lançadas em bolsa, com grande procura pelos investidores, em razão das expectativas de futuro crescimento. Com isso, o idealizador da companhia e os primeiros investidores puderam obter grandes somas de recursos antes mesmo de o empreendimento gerar resultados positivos.

<sup>28</sup> “Devemos, neste particular, lembrar as diferentes espécies de acionistas, que encontramos no mercado acionário: Os ‘acionistas empresários’ cujo principal intuito e preocupação é obter o controle da sociedade anônima, para dirigir os seus negócios ou influir na sua gestão social; o ‘acionista especulador’, que compõe a fauna assídua às Bolsas de Valores, que na circulação das ações enxergam apenas o jogo especulativo das altas e das baixas; e, por fim, o ‘acionista rendeiro’ cujo escopo ao adquirir ações é auferir os dividendos, como fonte de renda pessoal, não se preocupando geralmente com a empresa, mas apenas com a fruição de seus dividendos” (REQUIÃO, 1974).

Para o empreendedor, uma vantagem da obtenção de recursos via mercado de capitais é que a relação obrigacional se dá diretamente entre a companhia e o investidor, afastando a necessidade da intermediação bancária<sup>29</sup>. Mais importante ainda, a contraprestação a ser paga ao investidor fica atrelada exclusivamente à efetiva geração de resultados positivos pelo empreendimento econômico<sup>30</sup>.

Assim, em caso de insucesso, o empreendedor não terá qualquer responsabilidade perante o investidor. Em outras palavras, na emissão de ações, diferentemente de um empréstimo (em que, pela tomada dos recursos, o captador dos recursos deve pagar juros), o investidor credor recebe um título de participação nos resultados do empreendimento (dividendos ou juros sobre capital próprio), a serem exigíveis apenas se esses resultados forem positivos<sup>31</sup>. A recuperação do capital concedido, por sua vez, se dará via a revenda do título que consubstanciou a concessão dos recursos (i.e., venda das ações), porém pelo valor dele no mercado. Com isso, o investidor pode receber como retorno do capital um valor maior ou menor do que o fornecido, a depender da valorização ou desvalorização das ações. A sorte dele, desse modo, dependerá da capacidade de avaliar bem a potencialidade da companhia em gerar resultados, bem como em se tornar mais atrativa perante o mercado, no futuro.

Para o investidor, a vantagem é a possibilidade de ter uma alternativa diferente para diversificar o risco a que está sujeito, situação em que, eventualmente, pode obter taxas de retorno maiores do que as disponibilizadas para os investimentos mais tradicionais. A existência do mercado de capitais permite que qualquer pessoa, mesmo com pouca disponibilidade financeira, possa investir em diferentes companhias e segmentos, aumentando-se a probabilidade de ganhos e mitigando os efeitos de crises setoriais.

---

<sup>29</sup> Vale lembrar que a principal função bancária é realizar a intermediação entre os agentes econômicos superavitários e os deficitários, mas, para tanto, ele cobra um *spread*, que tem por fim cobrir os custos dessa operação e os riscos de inadimplência, materializado sob a forma de juros.

<sup>30</sup> “No caso das ações, seus adquirentes financiam a atividade empresarial pela aquisição de uma participação, assumindo, também, dessa maneira, os riscos do negócio” (YAZBEK, 2011, p. 115).

<sup>31</sup> “A principal distinção entre os títulos de dívida e os títulos de participação reside na natureza do vínculo que em cada modalidade se constitui entre os investidores e a sociedade beneficiária dos recursos. No caso das ações, seus adquirentes financiam a atividade empresarial pela aquisição de uma participação, assumindo também, dessa maneira, os riscos do negócio – o capital assim obtido, de acordo com Libonati (1999, p. 210), será ‘*capitale de rischio*’. No caso das obrigações (para usar o termo comum em vários países), o aporte se dá sob a forma de relação de crédito, assumindo o investidor a posição de credor da sociedade (tratando-se, então, de ‘*capitale de credito*’). Essa distinção remete à contraposição, em muitos debates sobre matéria financeira, entre *equity* e *debt*, de onde nasce a questão da escolha da mais adequada estrutura de capital (*optimal capital structure*)” (YAZBEK, 2011, p. 115).

Para a subsistência do mercado de ações<sup>32</sup> e, sobretudo, para manter a atratividade ao investidor em empregar seus recursos nos empreendimentos econômicos, existe, paralelamente ao mecanismo de colocação de ações ao público investidor (mercado primário ou mercado de emissão)<sup>33</sup>, um mercado próprio para a venda e compra das ações entre os investidores (mercado secundário)<sup>34</sup>. Por esse mercado secundário é assegurado aos investidores a obtenção de liquidez em relação ao investimento na companhia. Assim, o investidor que se dispôs a empregar o seu capital na companhia não é obrigado a aguardar a efetiva produção do resultado pelo empreendimento, porquanto ele pode, a qualquer momento, transferir o seu título de propriedade (i.e., as ações) para outro investidor, negociação essa que pode se dar em mercado de balcão organizado ou não organizado ou em bolsa de valores<sup>35</sup>.

Com efeito, dessa associação entre empreendedores e investidores beneficia-se toda a coletividade, na medida em que se favorecerá pela prosperidade dos empreendimentos econômicos e pelas utilidades por eles geradas, tanto sob a forma do produto ou serviço colocado à disposição para consumo, quanto pelos empregos gerados, assim como pelos tributos a serem recolhidos<sup>36</sup>.

Nesse contexto, o Estado desempenha em relação ao tema dois papéis distintos, porém correlacionados. O primeiro consiste em assegurar que essas relações econômicas se deem de forma adequada e eficiente, ou seja, trata-se de um papel de regulador; o segundo reside na criação de condições para que essas trocas econômicas ocorram, ou seja, trata-se de um papel de indutor. A correlação entre os dois, por seu turno, se verifica porque, se os investidores não confiarem no mercado de capitais, eles não terão disposição para entregar suas poupanças aos empreendedores econômicos, preferindo alternativas mais seguras.

---

<sup>32</sup> No mercado de capitais, também se permite a negociação de títulos de dívidas das companhias abertas e outros valores mobiliários. Essa outra gama de negócios, porém, não interessa à presente dissertação.

<sup>33</sup> “Entende-se [...] por Mercado Primário o primeiro lançamento das ações e debêntures para os investidores, realizado na emissão desses títulos” (KÜMPEL, 2007, p. 67-68).

<sup>34</sup> “Ao Mercado Secundário pertencem os segmentos de mercado nos quais esses títulos em forma de ações e debêntures são revendidos pelos primeiros compradores, podem assim ser comprados por outros investidores. Todas as vendas posteriores dos títulos também ocorrem nesses mercados” (KÜMPEL, 2007, p. 67). O mercado secundário é organizado em bolsas e mercado de balcão, e este em mercado de balcão organizado e não organizado (KÜMPEL, 2007, p. 74).

<sup>35</sup> A possibilidade de negociação das ações produz um mercado próprio, com potencialidades específicas para geração de riquezas. A existência do mercado secundário, notadamente em bolsa de valores, possibilita a criação de outras modalidades de negócios e, por consequência, a geração de empregos e de tributos.

<sup>36</sup> “A empresa é o elemento do sistema econômico que organiza e realiza a produção de bens e serviços. [...] É, pois, a empresa, na sua acepção mais simples, uma organização geratriz de utilidades” (PACHECO, 1977, p. 20).

Lembra-se, no caso, a experiência dos Estados Unidos, que, há muito tempo, têm o mercado de capitais mais relevante e desenvolvido do mundo. Lá se percebeu desde o começo do século passado que, a exemplo de outras searas econômicas, não se podia deixar esse mercado dependente exclusivamente do poder corretivo da “mão invisível”.

Nesse sentido, cita-se que, precedendo ao colapso da Bolsa de Nova York em 1929, diversos estados americanos já tentavam impor limites à sanha predatória dos agentes econômicos, instituindo leis que ficaram conhecidas como *blue sky laws*<sup>37</sup>. Essas leis buscavam criar mecanismos para evitar a expropriação de investidores incautos, que acreditavam em promessas de lucros mirabolantes prometidos por agentes emissores e por corretores. Elas exigiam, p.ex., a obtenção de um registro e a autorização da emissão pública de ações e davam suporte legal para que os investidores demandassem judicialmente a recuperação de prejuízos quando constatada a existência de fraude (AGRAWAL, 2011, p. 7).

Depois da crise de 1929, a questão ganha contornos nacionais e a regulação do mercado de capitais passa a ser exercida por uma agência da União (a *Securities and Exchange Commission* – SEC, equivalente à Comissão de Valores Mobiliários – CVM), especialmente criada para esse fim<sup>38</sup>.

Essa experiência americana vem sendo aprimorada com o passar do tempo e, à medida que se identificam novas distorções, eleva-se o grau de intervenção estatal no âmbito desse mercado.

No início, a filosofia prevalecente era assegurar que as partes tivessem acesso a informações suficientes e adequadas para tomarem, por sua própria conta, as decisões econômicas sobre como atuarem no mercado<sup>39</sup>. Em meados da década de 70, porém, o cenário começa a mudar,

---

<sup>37</sup> “*In fact, the colloquial name of the ‘blue sky’ laws is attributed to the opinion of Justice Joseph McKenna in Hall v. Geiger-Jones: The name that is given to the law indicates the evil at which it is aimed – that is, to use the language of a cited case, ‘speculative schemes which have no more basis than so many feet of blue sky;’ or, as stated by counsel in another case, ‘to stop the sale of stock in fly-by-night concerns, visionary oil wells, distant gold mines, and other like fraudulent exploitations.’*” (AGRAWAL, 2011, p. 8 ).

<sup>38</sup> “Os Estados Unidos, país em que a liberdade privada constitui um dogma moral e político, foram os primeiros a policiar o mercado financeiro e de capitais, sobretudo no que se refere aos negócios efetuados com ações das *corporations*. Ao instituir, por lei de 1934, a *Securities and Exchange Commission* (SEC), agência do governo criada por Roosevelt, após a grande depressão de 1929 a 1933, devido ao crash da Bolsa de Nova York, para a fiscalização e saneamento do mercado de capitais, os norte-americanos deram aos demais países um exemplo de que a plena liberdade do mercado leva, pelo excesso de arbítrio do capitalismo, a situações insuportáveis de abusos e de opressões aos direitos e interesses individuais, que o Estado tem por obrigação coibir” (REQUIÃO, 2014, p. 44-43).

<sup>39</sup> Leães (1989, p. 16), referindo-se à *Securities Act*, de 1933, e à *Securities and Exchange Act*, de 1934, registra que elas introduzem “um instrumento extremamente original de controle social: o da revelação completa e honesta de informações (*full and fair disclosure*). Toda a legislação reguladora do mercado primário e secundário de

e a governança interna das companhias entra na agenda oficial das preocupações da *Securities and Exchange Commission* (CHEFFINS, 2011).

Atualmente, contudo, desde os escândalos da Enron e da WorldCom<sup>40</sup>, os quais deram origem à *Sarbanes-Oxley Act*, e sobretudo depois da crise financeira de 2008, com a promulgação da *Dodd-Frank Act*, o grau de interferência tem se ampliado. Busca-se, ainda que indiretamente, a adoção de condutas com impactos diretos no equilíbrio da relação entre acionistas e administradores, interferindo, assim, por vias transversas, na governança das companhias abertas, com o objetivo de proteger o investidor. Nesse sentido, por exemplo, pode-se citar a existência de normas indutoras da independência dos órgãos de administração da companhia<sup>41</sup>, sobre a rotatividade dos órgãos de auditoria<sup>42</sup>, sobre a responsabilidade pessoal dos administradores pela adequação dos controles internos<sup>43</sup>, sobre a remuneração dos administradores<sup>44</sup>, sobre procedimentos para solicitação de procuração<sup>45</sup>, entre outras.

A própria *Securities and Exchange Commission* vem recentemente buscando se posicionar cada vez mais não apenas como uma agência encarregada meramente de assegurar a ampla divulgação de informações, mas também como um órgão incumbido de proteger os

---

valores gravita em torno do conceito nuclear, procurando impor a prática do *disclosure*. O propósito desses comandos é o de possibilitar ao investidor comum dispor de informações necessárias para tomar decisões criteriosas com relação aos seus investimentos, e assegurar também que essas informações sejam verdadeiras. Não procura questionar a solidez do empreendimento, nem proibir que o investidor realize uma má escolha, mas apenas e tão-somente fornecer-lhe informações pertinentes para exame. Sequer tenta assegurar que as informações sejam de fato examinadas pelo investidor. A sua ação parte do princípio, por longo tempo reconhecido pelo direito americano, de que a pessoa deve estar habilitada a realizar um negócio com pleno conhecimento dos fatos, se bem que a boa ou má escolha fique reservada exclusivamente à sua vontade livre”. A respeito do debate que levou a essas leis, ele pontua que “quando, nos primeiros anos 30, o Congresso examinava a legislação sobre *securities*, viu-se perante um conflito de filosofias. De um lado, os que defendiam uma mera lei contra fraudes, tomando como paradigma a *New York’s Martin Act*, de 1921, de exclusivo cunho repressivo; de outro lado, os que postulavam por uma atuação preventiva, suasória e de vigilância da Administração Pública, além das formas de atuação repressiva. Outros, ainda, reclamavam uma *disclosure law* do gênero da *English Companies Act*, de 1929, que ficaria a meio caminho das orientações citadas. Prevaleceu, como se sabe, essa última orientação: as *securities regulations* consagraram o sistema do *disclosure*, e seus defensores as proclamaram como uma antítese de um programa intervencionista na economia, posto que, segundo essa orientação, à Administração não caberia intervir no mercado, suprimindo e substituindo as forças que nele atuam, mas simplesmente supervisionar a informação necessária, cabendo aos Agentes atuar livremente no mercado” (LEÃES, 1989, p. 90).

<sup>40</sup> A Enron e a WorldCom eram companhias americanas gigantes, as quais atuavam, respectivamente, no setor de energia e de telecomunicações e que entraram em colapso depois que se descobriu que seus números financeiros estavam inflados por fraudes contábeis.

<sup>41</sup> Seção 972 do *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, de 2010.

<sup>42</sup> Seção 203 do *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, de 2010.

<sup>43</sup> Seção 963 do *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, de 2010.

<sup>44</sup> Seções 951 a 957 do *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, de 2010.

<sup>45</sup> Seção 971 do *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, de 2010.



investidores, de manter o mercado eficiente, ordenado e justo e de facilitar a formação de capital<sup>46</sup>.

Cuida-se de uma guinada que adere à linha de alguns estudos mais recentes, os quais indicam haver uma correlação entre proteção ao investidor – não só pela existência de normas protetivas, mas também pela eficácia dessas – e o dinamismo do mercado de capitais (LA PORTA et al., 2000).

Esse movimento, por sua vez, repercute no mundo inteiro, seja pela referência representada pelos Estados Unidos para o mercado de capitais, seja porque existe também uma concorrência entre os diversos mercados de capitais pelo acesso aos recursos dos grandes investidores internacionais. Assim, quem quer atrair investimentos internacionais, precisa oferecer condições de proteção jurídica ao menos parecidas com aquelas existentes no principal mercado de capitais do mundo<sup>47</sup>.

Acerca da experiência americana, não se deve esquecer que, dada a estrutura jurídica desse país, há limitações para a atuação no plano federal, porquanto, no que se refere à organização das sociedades mercantis, esse tema é tido como de competência dos estados. Por isso, existe lá uma concorrência entre os estados federados no que tange à legislação societária, o que contribui para que prevaleça um ambiente, nesse aspecto, bastante favorável aos detentores do poder no âmbito da companhia (controladores e administradores), pois esses preferirão estabelecer a sede de incorporação da companhia onde estejam sujeitos a menor controle e menos riscos de responsabilização<sup>48</sup>.

---

<sup>46</sup> “*In the course of my remarks, I also want to step back and talk a bit about the bigger picture – my sense of how the SEC increasingly needs to go ‘beyond disclosure’ as we carry out our tripartite mission of protecting investors, maintaining fair, orderly, and efficient markets, and facilitating capital formation. While our all-important disclosure powers are generally at the forefront of what we do, today’s ever-more complex markets – and the multitude of risks they face – require more of us. And our accomplishments and the agenda ahead reflect this changing landscape*” (WHITE, 2016).

<sup>47</sup> “[O] interesse público na operação da negociação bursátil pode ser derivado principalmente de três necessidades macroeconômicas. Assim, a competitividade internacional de uma economia nacional depende decisivamente da capacidade funcional de seus mercados de capitais. Para financiarem os seus investimentos, as empresas maiores necessitam dos recursos em busca de aplicações de médio ou longo prazo no Mercado de Capitais. Assim os recursos do exterior em busca de oportunidades de investimentos precisam ser explorados como fontes de investimentos, ao lado da poupança interna do país, para fins de atendimento dessa demanda de financiamento das empresas aptas à participação no Mercado de Capitais” (KÜMPEL, 2007, p. 105).

<sup>48</sup> Coffee (2000) cita que, no começo da história do desenvolvimento do mercado de capitais americano, não era incomum a companhia listada estar incorporada em um estado mais protetivo aos investidores minoritários, mas, depois de obtidos os recursos no mercado, ela ser transferida para outra jurisdição mais permissiva.

Essa circunstância exige, no âmbito federal, um certo contorcionismo para aprimoramento das regras de governança, assim como induz os agentes econômicos dependentes da reputação do mercado de capitais a promoverem soluções privadas para os problemas dessa natureza. A esse propósito, cita-se os relatos que indicam que os bancos de investimento, como o J. P. Morgan, tiveram papel fundamental no aprimoramento da governança das companhias americanas no fim do século XIX e no começo do século XX, porque, como captadores de recursos do exterior, tinham interesse na preservação da reputação do mercado de capitais americano. Por isso, eles costumavam exigir a nomeação de pessoas de confiança no *board* das companhias, para o fim de assegurar a preservação dos interesses dos investidores externos. Em igual sentido, a atuação da *New York Stock Exchange (NYSE)*, a qual impõe regras de governança mais estritas para permitir a listagem da companhia, com o objetivo de proteger os interesses dos investidores (COFFEE, 2000).

No que se refere ao Brasil, há algum tempo vem se tentando, como objetivo de política econômica, fomentar um mercado de capitais local. Para tanto, ainda na década de 1970, se promoveu uma série de reformas legais, visando conceber um arranjo institucional propício a esse intento.

Nesse contexto, foi criada, pela Lei nº 6.385/1976, a Comissão de Valores Imobiliários (“CVM”), a qual teve inegável inspiração no papel da *Securities and Exchange Commission*. Essa lei deu expressamente à CVM, em conjunto com o Conselho Monetário Nacional, a incumbência de, entre outras, promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações, proteger os investidores contra atos ilegais de administradores e acionistas controladores das companhias abertas; e assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários<sup>49</sup>.

Além disso, o quadro institucional relativo às sociedades anônimas foi reformulado, por meio da Lei nº 6.404/1976 (doravante, denominada apenas “LSA”), a qual introduziu alguns mecanismos de proteção aos investidores minoritários, visando, como revelam as exposições de motivos do projeto à época, oferecer um nível mínimo de segurança aos acionistas minoritários<sup>50</sup>.

---

<sup>49</sup> Lei nº 6.385/1976, art. 4º.

<sup>50</sup> Nesse sentido, cita-se trecho da Exposição de Motivos, subscrita pelo então Ministro da Fazenda, Mário Henrique Simonsen, por ocasião do envio do projeto de lei ao Congresso Nacional: “O Projeto visa basicamente criar a estrutura necessária ao fortalecimento do mercado de capitais de risco no País, imprescindível à

Essas leis, a exemplo do que foi feito em outros países, também foram sendo aprimoradas com o decorrer do tempo, dentro de uma linha de política econômica que tinha por objetivo melhorar o grau de proteção dos acionistas investidores, sob a premissa não apenas de que isso é uma condição necessária para o fortalecimento do mercado de capitais brasileiro, mas também de que, à medida que esse mecanismo permite, de alguma maneira, se valer da captação pública, ele demanda a proteção estatal<sup>51</sup>.

A tutela estatal sobre as relações jurídicas entre os diversos intervenientes dessas companhias (acionistas controladores, acionistas minoritários e administradores)<sup>52</sup> visa, nesse contexto, a preservar o mecanismo societário como instrumento desencadeador de riquezas para o país e seus cidadãos<sup>53</sup>.

A relevância do nível mínimo de equilíbrio de poder na seara dessas companhias para a coletividade está em forjar a confiança entre os diversos agentes econômicos quanto à utilidade desse arranjo institucional para seus propósitos pessoais<sup>54</sup>.

---

sobrevivência da empresa privada na fase atual da economia brasileira. A mobilização da poupança popular e o seu encaminhamento voluntário para o setor empresarial exigem, contudo, o estabelecimento de uma sistemática que assegure ao acionista minoritário o respeito a regras definidas e equitativas, as quais, sem imobilizar os empresários em suas iniciativas, ofereçam atrativos suficientes de segurança e rentabilidade” (BRASIL, 1976, p. 1).

<sup>51</sup> “É que toda companhia que faz apelo – por mínimo que seja – à poupança pública, cria, ao ingressar no mercado de capitais, relações que não existem na companhia fechada, e que exigem disciplina própria para a proteção da economia popular e no interesse do funcionamento regular e do desenvolvimento do mercado de valores mobiliários” (BRASIL, 1976, p. 2-3). A percepção dessa intervenção legislativa com esse objetivo de organização de interesses foi registrada por Ascarelli (2008, p. 490), *in verbis*: “As leis mais recentes cuidam, justamente, de uma organização coletiva dessas categorias de financiadores, interessados nos lucros, e acionistas”.

<sup>52</sup> “[A] abertura de capital, ainda que aparentemente seja uma decisão acerca das fontes de financiamento da sociedade, tem efeitos organizacionais significativos, criando padrões diferenciados de relacionamento entre os agentes envolvidos. O regime legal das companhias abertas reflete tais padrões e procura estabelecer determinadas proteções para alguns daqueles agentes” (YAZBEK, 2011, p. 107).

<sup>53</sup> “Na capacidade funcional do Mercado de Capitais, objetivo primordial na regulamentação do Direito do Mercado de Capitais, está presente um forte interesse público. Tal capacidade funcional é um bem jurídico a ser protegido, que serve preferencialmente ao interesse estatal (público) em um mercado eficiente. Em grande medida, a economia nacional é dependente dessa capacidade funcional do Mercado de Capitais” (KÜMPEL, 2007, p. 9). “[A] empresa privada nacional erige-se em pedra de toque da Ordem Econômica desenhada pela Constituição Federal brasileira em vigor. O fortalecimento da empresa privada nacional passa, necessariamente, por um mercado de valores mobiliários sólido, consistente, limpo, confiável. Nele ocorreria a mobilização, a facilidade de circulação e a socialização das riquezas. A realidade brasileira demonstra, contudo, que o mercado de valores mobiliários continua um grande desconhecido, uma espécie de esfinge enigmática (‘Decifra-me. Ou Devoro-te’), um ‘pavão misterioso’ ou ‘bicho de sete cabeças’, tanto para os empresários quanto para os investidores. De um lado, os empresários temem perder o controle. De outro, os investidores receiam perder as economias. Só a proteção eficaz ao acionista minoritário (não controlador) poderia encorajar e atrair para o mercado de valores mobiliários os milhares de pequenos investidores, promovendo o fortalecimento da empresa privada e beneficiando o empresariado” (LIMA, 1989, p. 131-132).

<sup>54</sup> “[A] proteção da confiança é necessária para a preservação e o aumento de capitais para investimento nas bolsas, por sua vez necessários para os investimentos na economia” (KÜMPEL, 2007, p. 22). “Realmente não pode haver

A governança interna das companhias de capital aberto, portanto, enquanto matriz básica do jogo econômico no mercado de capitais, está inserida dentro do papel estatal de formulação de arranjos institucionais que conformem o poder econômico e, assim, contribuam para o desenvolvimento econômico<sup>55</sup>.

Dessa sorte, esse arcabouço jurídico básico de governança das sociedades anônimas de capital aberto e as repercussões dele sobre o mercado de capitais integram a política econômica estatal<sup>56</sup>, motivo por que as normas relativas a esse segmento devem ser vistas sob uma perspectiva funcional<sup>57</sup>. Tal perspectiva consiste no incentivo ao alinhamento de interesses e à cooperação dos agentes econômicos, no quanto pertinente ao fomento de investimentos de longo prazo e sustentáveis<sup>58</sup>.

## 2.2 DIVERGÊNCIAS DE INTERESSES ENTRE PROPRIEDADE, CONTROLE E ADMINISTRAÇÃO

Na constituição da pessoa jurídica há a afetação dos ativos<sup>59</sup> conferidos pelos investidores à exploração de uma atividade econômica específica. Em troca dos ativos entregues à pessoa jurídica, eles recebem um título representativo da propriedade sobre a companhia, na proporção da contribuição realizada em relação ao total de ativos a ela prometidos. A conferência dos

---

um sadio desenvolvimento das sociedades anônimas sem uma eficaz tutela da minoria e do acionista” (ASCARELLI, 2008, p. 489).

<sup>55</sup> Conforme registra Schapiro (2010, p. 214), o movimento pelo aprimoramento institucional, no qual se inclui a “adoção de boas práticas de governança corporativa”, tem como traço comum “a confiança na promoção do desenvolvimento a partir da promoção de boas regras do jogo, capazes de amparar um ambiente econômico estável e seguro para as transações privadas”.

<sup>56</sup> “A lei da sociedade anônima, portanto, bem pode ser considerada como uma lei constitucional em potencial para o novo Estado econômico, enquanto que a atividade empresarial cada vez mais assume o aspecto de política econômica” (BERLE; MEANS, 1984, p. 278). “Estabilidade, transparência, justiça e integridade dos mercados de capitais são irrenunciáveis para essa necessária confiança dos investidores. Portanto, um Mercado de Capitais respeitável e controlado deve ser um objetivo político-jurídico, de modo que investidores disponham seus capitais de investimentos às empresas listadas em Bolsa, no interesse do crescimento da economia” (BERLE; MEANS, 1984, p. 36).

<sup>57</sup> “O desenvolvimento contínuo do Direito do Mercado de Capitais deve se orientar pelos seus objetivos de regulação. Neste caso, trata-se também da proteção ao público. Os investidores são os titulares da oferta e da demanda, que devem ser conduzidas para um equilíbrio. Isso requer um Mercado de Capitais com capacidade funcional” (BERLE; MEANS, 1984, p. 12).

<sup>58</sup> Cuida-se, assim, de um propósito consentâneo com o visado pelos sistemas jurídicos mais modernos. A propósito, cita-se as manifestações da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (2016, p. 7): “O objetivo do governo das sociedades é ajudar a construir um ambiente de confiança, transparência e responsabilidade, necessário para fomentar o investimento a longo prazo, a estabilidade financeira e a integridade empresarial, apoiando, assim, um crescimento mais forte e sociedades mais inclusivas”.

<sup>59</sup> Qualquer ativo suscetível de alienação pecuniária pode ser conferido ao capital social de uma sociedade (art. 997, III, do Código Civil e art. 7º da LSA).

ativos à companhia enseja para os investidores, enquanto pessoas distintas daquela, a perda do poder de disposição sobre essas coisas.

No caso específico das sociedades anônimas, o valor correspondente a esses bens é substituído pelas ações emitidas pela companhia. Elas dão a seus titulares alguns direitos sobre a emitente, notadamente o direito de participação nos resultados por ela produzidos. Esses direitos poderão ser objeto, enquanto tais, de disposição própria. Aqueles ativos, contudo, passam a ser da companhia e ficarão sob gestão daquele incumbido de administrá-la<sup>60</sup>.

Não obstante, a sociedade anônima de capital fechado não difere estruturalmente da sociedade de responsabilidade limitada, pois, em essência, ela é apenas uma forma de limitação de risco via a criação de uma personalidade jurídica distinta da de seus acionistas. É, assim, tão somente um *alter ego* legal (BERLE; MEANS, 1984, p. 34-35). Nessa situação, a relação entre os acionistas, normalmente em número reduzido, está embasada em um estreito alinhamento de interesses quanto à exploração comum da atividade econômica, passível, portanto, de ser regulada essencialmente pelas próprias partes envolvidas. Cabe a elas definir a forma e os limites de monitoramento das atividades desempenhadas pelas contrapartes no âmbito da companhia, notadamente por aquela parte incumbida de conduzir os negócios.

A decisão de abertura do capital da sociedade anônima, por seu turno, com a colocação de ações perante o mercado de capitais, converte a companhia em um instituto bastante peculiar, porquanto torna múltipla a propriedade do empreendimento econômico (BERLE; MEANS, 1984, p. 43).

A multiplicidade de proprietários, sobretudo porque difusa, inviabiliza que as decisões sobre a condução e a administração do empreendimento econômico sejam adotadas de forma tradicional, com a participação de todos os acionistas nas deliberações sociais.

A solução para esse dilema foi tomar emprestado das democracias políticas o princípio majoritário<sup>61</sup>, aplicando-o às assembleias gerais. É nesse âmbito que são definidos os destinos

---

<sup>60</sup> “Qualquer que seja a concepção que se tenha da pessoa jurídica, força é reconhecer que os seus bens são subtraídos à propriedade individual das pessoas físicas, que deles usam e percebem os frutos. Assim, se a existência de um patrimônio coletivo não acarreta, obrigatoriamente, o aparecimento do controle, ela cria, no entanto, uma situação que facilita o seu estabelecimento: a dissociação entre propriedade e administração dos bens” (COMPARATO; SALOMÃO FILHO, 2014, p. 102).

<sup>61</sup> “[H]istoricamente, a fórmula acionária foi criada para se permitir a constituição de um vasto corpo acionário. E, efetivamente, companhias há que contam com centenas de milhares de acionistas. Nessas condições, seria totalmente desarrazoado aceitar a regra contratual do consentimento unânime, nas deliberações sociais. Em todas

gerais do empreendimento econômico<sup>62</sup>, prevalecendo o que deliberado pela maioria vencedora e que a minoria vencida é obrigada a acatar. Sem esse mecanismo, a própria existência da companhia ficaria comprometida, dada a inviabilidade factual de se contar com a presença de todos os acionistas nas deliberações sociais e, muito menos, de se alcançar o consenso.

O mecanismo da assembleia geral, por conseguinte, permite uma forma de se ter o domínio sobre um empreendimento econômico sem a necessidade de se deter a propriedade de todas as suas ações. Basta ser proprietário de uma quantidade de ações suficiente para fazer prevalecer sua vontade na assembleia geral de acionistas.

Institui-se, desse modo, uma nova maneira de se ter o direito de disposição sobre um bem (no caso, o conjunto de bens representado pelo empreendimento econômico) sem que se detenha a propriedade dele<sup>63</sup>, qual seja, dominando a assembleia geral de acionistas, “pois é ela o órgão primário ou imediato da corporação, que investe todos os demais e constitui a última instância decisória” (COMPARATO; SALOMÃO FILHO, 2014, p. 43). É o que se convencionou chamar de poder de controle<sup>64</sup>.

Nesse contexto, quem é titular do poder de controle, ressalvadas as limitações impostas pelo ordenamento jurídico, obtém dois importantes poderes sobre a companhia e, por consequência, sobre o conjunto de ativos que ela representa: (i) o poder de alocação e (ii) o poder de apropriação (MOORE, 2013).

O poder de alocação significa que o controlador, dada a sua condição de domínio sobre a companhia, pode definir no que a companhia irá investir e de que forma. É o controlador quem

---

as legislações, estabeleceu-se o princípio majoritário, notadamente em matéria de sociedade por ações. Mas por que a maioria deve comandar? Parte-se, sem dúvida, do postulado de que a sociedade existe no interesse dos sócios, e como ninguém, em princípio, está investido da prerrogativa de decidir pelos interesses alheios, prevalece sempre a vontade do maior número, julgando cada qual segundo o seu próprio interesse”. (COMPARATO; SALOMÃO FILHO, 2014, p. 50-51). “O princípio majoritário encontra justificção na comunhão de escopo entre os acionistas, assente na participação de todos eles na sociedade *ad utilitatem communem*, conforme a expressão de Grocio; é lógico, por conseguinte, que, no contraste entre as várias opiniões, as várias tendências e os vários interesses particulares, prevaleça o voto da maioria” (ASCARELLI, 2008, p. 507). Verçosa (2008, p. 272), por sua vez, sustenta que “[a] razão pela qual a maioria deve comandar é, em primeiro lugar, econômica, já que quem mais arrisca seu capital mais tem a perder”.

<sup>62</sup> No direito brasileiro, a competência da assembleia geral está definida no art. 122 da LSA, a qual dispõe, entre outros, que cabe à assembleia geral eleger os administradores e membros do conselho fiscal da companhia, salvo quanto aos diretores, os quais são eleitos pelo conselho de administração (art. 142, II).

<sup>63</sup> “Os bens sociais pertencem à sociedade, mas quem detém sobre eles o poder de disposição é o empresário, ou seja, o titular do controle” (COMPARATO; SALOMÃO FILHO, 2014, p. 110).

<sup>64</sup> “O controle é, pois, o direito de dispor dos bens alheios como um proprietário. Controlar uma empresa significa poder dispor dos bens que lhe são destinados, de tal arte que o controlador se torna senhor de sua atividade econômica” (COMPARATO; SALOMÃO FILHO, 2014, p. 104.)

tem o poder de fixar as diretrizes sobre os negócios, definindo se eles devem ser expandidos ou reduzidos e de que forma isso deve acontecer, para o que, regra geral, prescindirá do consentimento dos demais.

O poder de apropriação, por sua vez, significa que o controlador tem a faculdade de determinar a taxa e a forma de retorno sobre o capital investido. É ele que definirá o quanto do lucro obtido com o empreendimento econômico será reinvestido na companhia e o quanto será devolvido aos acionistas como participação nos resultados. O controle dá a seu titular a faculdade de definir se a estratégia de atuação do empreendimento econômico terá como alvo a geração de resultados imediatos ou de longo prazo. Também nesse caso, regra geral, a decisão independe do consentimento dos não controladores.

Disso decorre que o mecanismo acionário criou um tipo de propriedade passiva, pois aquele que está fora do controle passa a ser um mero usufrutuário de uma parte dos resultados econômicos do empreendimento econômico. E mesmo esse direito fica subordinado, em alguma medida, à vontade do controlador.

Desse modo, o proprietário acionário sem poder de controle tem apenas uma propriedade nominal, pois o átomo da propriedade é desintegrado em duas partes: controle (ter poder sobre a companhia) e usufruto (ter direito aos resultados da companhia – *cash flow rights*), e ele (proprietário sem controle) fica apenas com o último (usufruto). A multiplicidade acionária, portanto, provoca uma dissociação entre propriedade e controle (BERLE; MEANS, 1984, p. 35-37).

O poder de controle pode se dar em diferentes graus, conforme a estrutura acionária da companhia e o grau de difusão da propriedade acionária.

Berle e Means (1984, p. 85-98) classificaram o poder de controle em cinco modalidades: controle totalitário, controle majoritário, controle por mecanismo legal, controle minoritário e controle administrativo. A classificação realizada pelos professores americanos é utilizada como referência pela maioria dos trabalhos acadêmicos relacionados ao tema em todo o mundo, inclusive no Brasil.

O controle totalitário, segundo a concepção de Berle e Means (1984, p. 86), ocorre nas situações em que um único indivíduo ou grupo de acionistas possui todas ou quase todas as ações. Nesse

caso, de fato, não existe uma efetiva abertura de capital, de sorte que propriedade e controle se confundem, pois ambos estão nas mesmas mãos.

O controle majoritário, por sua vez, ocorre quando um único indivíduo ou um grupo pequeno detém a maioria das ações, alcançando com essa fração da propriedade o direito de definir os rumos do empreendimento econômico e, principalmente, de selecionar os administradores. Eventualmente, algumas matérias podem requerer um número maior de ações do que a maioria simples, situação em que o poder desse controlador ficará mitigado. No entanto, quanto mais dispersos forem os demais acionistas, maior poder terá o controlador (BERLE; MEANS, 1984, p. 86).

O controle por mecanismo legal, por seu turno, se dá quando o poder de controle é viabilizado pela utilização de instrumentos jurídicos, os quais possibilitam que alguém, mesmo sem ter contribuído para a formação da maior parte do capital social da companhia, consiga ter o poder de controle sobre ela. Como exemplo, Berle e Means (1984, p. 87) citam o mecanismo “piramidal”, pelo qual o poder de controle é proporcionado pela detenção da maioria das ações de uma companhia, a qual, por seu turno, é a proprietária da maioria das ações de outra, processo esse que pode ser utilizado por várias vezes. Nessa hipótese, um indivíduo ou grupo pequeno, por ser controlador de uma companhia, a qual é controladora de outra, consegue ter o controle sobre as duas companhias, sendo que o percentual de contribuição dele com o capital social na segunda companhia pode ser, conforme o caso, menor do que aquele fornecido pelo outro sócio ou acionista da segunda companhia. Essa controlada, no segundo nível, também pode ter o controle sobre uma terceira, a qual, em última instância, também ficará sob o comando daquele que detém o controle daquela companhia que está no topo da pirâmide. Berle e Means também incluem nessa classificação as situações em que o controle é viabilizado mediante a emissão de ações sem direito a voto, porque isso permite que o controle da companhia se dê pela posse de apenas a parcela representativa da maioria das ações com direito a voto, sem necessidade de se ter a propriedade de ações representativas de mais da metade do capital social. Nesse caso, serão proprietários passivos tanto os acionistas sem direito a voto quanto aqueles minoritários em relação às ações com direito à voto (BERLE; MEANS, 1984, p. 89). Os autores dão a mesma classificação àquelas situações em que o controle é alcançado por meio da emissão de ações com poder de voto desproporcional em relação aos demais (BERLE; MEANS, 1984, p. 90)<sup>65</sup>.

---

<sup>65</sup> É o que pode ocorrer, por exemplo, no âmbito das companhias objeto de desestatização, em que é possível o estabelecimento das *golden shares* (art. 17, § 7º, da LSA).



Comparato, no entanto, ressalva que os exemplos de mecanismos legais citados por Berle e Means podem ser abrangidos pelas demais classificações de controle, na medida em que não possuiriam um caráter distintivo em relação às demais classificações (COMPARATO; SALOMÃO FILHO, 2014, p. 54). De fato, assimilando-se como elemento caracterizador do controle o grau de dissociação entre propriedade e controle, constata-se que essa denominação não se ajusta perfeitamente às demais espécies de classificação propostas (total, majoritário, minoritário e administrativo).

A outra modalidade de controle citada por Berle e Means (1984) é o controle minoritário. Nesse caso, um indivíduo ou grupo consegue dominar a companhia tão somente com a detenção de uma pequena proporção das ações, inferior à metade do capital social. Essa situação ocorre naqueles casos em que existe uma razoável dispersão acionária e ninguém tem mais da metade do capital social. O absentismo dos acionistas permite que aquele detentor de um volume considerável de ações consiga dominar a assembleia geral. Cuida-se de um poder dependente das circunstâncias fáticas, porquanto fundado essencialmente na falta de convergência entre os acionistas (BERLE; MEANS, 1984, p. 92), o que pode se alterar, conforme a realidade concreta da companhia. Comparato registra que essa modalidade de controle é reconhecida pela legislação brasileira, ao menos implicitamente, na medida em que são fixadas regras de quórum e de maioria para o funcionamento das assembleias gerais (COMPARATO; SALOMÃO FILHO, 2014, p. 55).

Salomão Filho (1998, p. 162), por sua vez, admitindo a abrangência da modalidade de controle por mecanismos legais nas demais formas de controle, arremata que a admissão, pela legislação brasileira, da regra que permite a emissão de ações preferenciais sem direito a voto “é a admissão legal de forma de controle minoritário”. Ressalva-se, contudo, que, na classificação proposta por Berle e Means (1984), a manutenção do controle com menos da metade do capital social em razão da existência de ações sem direito a voto, como pode ser o caso das ações preferenciais, se inseriria na espécie controle por mecanismos legais, citado anteriormente.

De toda forma, aceitas as ponderações de que o segundo tipo de classificação (por mecanismo legal) não se ajusta aos demais tipos de controle, um aprimoramento possível a essa classificação seria dividir o controle minoritário em duas espécies: controle minoritário em sentido amplo, relativamente ao domínio da companhia por meio da detenção de uma participação societária inferior à metade do capital social; e controle minoritário em sentido

estrito, que se refere ao domínio da companhia via detenção de uma participação societária inferior à metade do capital votante<sup>66</sup>.

Nesse contexto, o reconhecimento do controle minoritário em sentido amplo pela nossa lei acionária se verifica pela possibilidade de emissão de ações sem direito a voto. Quanto ao controle minoritário em sentido estrito, ele pode ser depreendido da concepção de controle utilizada pela lei (art. 116 da LSA), a qual estabelece que o controle se caracteriza pela titularidade de “direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia” (item “a”)<sup>67</sup>, bem como pelo poder de “dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia” (item “b”)<sup>68</sup>.

Também se verifica o reconhecimento do controle minoritário, pela legislação societária brasileira, na possibilidade de que os acionistas que não possuem a maioria das ações votantes se unam com outros acionistas para, com o agregado de ações, alcançar a maioria necessária à

---

<sup>66</sup> Vale ressaltar que a própria CVM, ao regulamentar os procedimentos referentes às ofertas públicas de aquisição de ações e as transações envolvendo a alienação de controle das companhias abertas, indiretamente trata como minoritário todos aqueles que não são controladores (Instrução CVM nº 361, art. 3º, inciso III). Em sentido semelhante, o posicionamento de Gorga (2013, p. 55), a qual, embora se valha da classificação utilizada da Berle e Means, também se refere aos acionistas minoritários indistintamente, abrangendo tanto os ordinaristas não controladores quanto os preferencialistas.

<sup>67</sup> Note-se que a redação do dispositivo não exige a titularidade da maioria do capital votante, mas sim a “maioria de votos na assembleia-geral”. Quanto ao significado da expressão “de modo permanente”, a lei não fixou os seus contornos, cabendo ao jurista delimitá-lo. Eizirik (2011, p. 689) sugere que seja seguido o parâmetro estabelecido pela antiga Resolução nº 401/1976, do Conselho Monetário Nacional, pela qual assim considerava os casos em que assegurada a maioria absoluta de votos dos acionistas presentes nas 3 (três) últimas assembleias gerais. Também abonando esse critério, Verçosa (2008, p. 276).

<sup>68</sup> Embora a dicção literal da lei induza à conclusão de que os dois requisitos devam ocorrer cumulativamente para a caracterização de controle – e, nesse sentido, os entendimentos, por exemplo, de Barbosa (2009, p. 22) e de Lobo (2011, p. 260), notadamente porque utilizada a conjunção aditiva “e” –, a interpretação funcional dos dispositivos e de todo o sistema normativo societário parece revelar que se concebeu duas situações distintas. Nesse sentido, as conclusões de Salomão Filho (COMPARATO; SALOMÃO FILHO, 2014, p. 58 a 59): “Muito discutida é a existência no referido artigo de dois requisitos para a qualificação do controle: em primeiro lugar, a existência de direitos de sócio que assegurem, de modo permanente, a maioria de votos na Assembleia-geral. Em segundo lugar, o uso efetivo do poder para dirigir as atividades sociais. Apesar de o primeiro requisito aparentemente indicar no sentido de exigência de controle majoritário, o segundo claramente é aplicável só a casos de controle minoritário. Em casos de controle majoritário, é irrelevante o uso efetivo de poder: o acionista terá *status* de controlador e as responsabilidades dele decorrentes, seja por ação ou omissão”. De fato, interpretar diferentemente significaria que não se poderia considerar controlador e, por consequência, responsabilizar como tal, aquele que, embora seja detentor do poder de controle (com a propriedade da maioria das ações), deixa de se utilizar dessa faculdade. Vale lembrar que algumas das hipóteses de responsabilização do controlador (art. 117 da LSA) podem ser verificadas mesmo em situações de controle momentâneo. Dessa forma, são passíveis de serem praticadas também por aqueles que não são titulares, de modo permanente, da maioria de votos sobre a companhia, já que a realização da assembleia geral pode ocorrer mesmo que ela não esteja presente, porquanto ela será instalada em segunda convocação com qualquer quórum e também porque aquele detentor da maioria das ações pode estar, episodicamente, impedido de votar em alguma deliberação, na qual se materialize o controle por outros acionistas, os quais, para esse ato, serão tidos como controladores.

detenção do controle, vinculados por meio de um acordo de acionistas, o qual será oponível aos terceiros e à companhia (art. 118 da LSA). Desse modo, é possível àqueles sem a maioria do capital votante (minoritários em sentido estrito) se tornarem controladores da companhia, em conjunto com as demais contrapartes do acordo de acionistas.

O último modelo de controle identificado por Berle e Means (1984, p. 94-98) é o controle administrativo ou gerencial. Eles assim concebem aquelas situações em que a propriedade tem um nível de dispersão tão elevado que nenhum indivíduo ou grupo tem interesse ou capacidade de dominar os negócios da companhia. Nessa hipótese, as participações acionárias são todas irrelevantes em relação ao capital total da companhia, de modo que ninguém tem condições de, em uma situação de normalidade, ter assegurada a influência nas assembleias de acionistas. Nessa hipótese, existe uma dissociação total ou quase total entre propriedade e controle, pois nenhum acionista da companhia tem assegurado o poder de controle. Os destinos dela são definidos pelos próprios administradores, os quais podem, inclusive, atuar para se perpetuarem no poder. Por causa da elevada dispersão acionária, eles se tornam praticamente autocráticos e conseguem dominar a companhia granjeando o apoio de apenas uma pequena quantidade de acionistas, o que pode ser alcançado, inclusive, por meio da obtenção de pedido público de procuração<sup>69</sup>. Essa situação, contudo, é dependente das circunstâncias fáticas e pode ser alterada em situações excepcionais. De fato, o que se tem, nesse contexto, é uma companhia sem controle definido, motivando a preponderância da administração<sup>70</sup>.

A partir desses parâmetros formulados por Berle e Means (1984), é possível elaborar a seguinte síntese em relação às companhias de capital aberto que contam efetivamente com algum grau de dispersão acionária e, por conseguinte, estão sujeitas à dissociação entre propriedade e controle: (a) há as companhias sob controle definido, o qual pode ser (a1) majoritário, se o acionista ou grupo de controle tiver uma quantidade de ações superior à metade do capital social, (a2) minoritário em sentido amplo, se o acionista ou grupo tiver uma quantidade de

---

<sup>69</sup> Esse tipo de procedimento é muito comum nos Estados Unidos, conforme retratado, há quase um século, por Berle e Means (1984), diferentemente, porém, da realidade do Brasil. Mesmo assim, o assunto é objeto de regulação específica aqui (art. 129, 2º, da LSA e arts. 22 e ss. da Instrução CVM nº 481).

<sup>70</sup> Comparato inclui nessa classificação aquelas companhias controladas por fundações, haja vista que os administradores da fundação não são os efetivos proprietários, mas tão somente os representantes do patrimônio personalizado (COMPARATO; SALOMÃO FILHO, 2014, p. 62). Andrade e Rossetti (2007, p. 73), por sua vez, comentando sobre essa espécie de controle, observam que “[u]ma parcela muito grande e crescente de ações pertence não a indivíduos indiretamente, mas a instituições fiduciárias intermediárias, que por sua vez distribuem benefícios da propriedade das ações aos indivíduos que fazem parte delas. São assim os fundos previdenciários e os fundos mútuos de investimentos. Essas instituições congregam tantas pessoas quantas as que possuem suas próprias carteiras de ações”.

ações superior à metade do capital votante, e (a3) minoritário em sentido estrito, quando conseguir assegurar o controle com menos da metade do capital votante; e (b) há as companhias sem controle definido, porquanto nenhum acionista ou grupo de acionistas possui uma quantidade de ações suficientes para prevalecer nas assembleias gerais de acionistas, de forma que o controle da companhia fica nas mãos de seus administradores e, por isso, se diz que o controle é administrativo ou gerencial.

O poder de controle, por sua vez, ao mesmo tempo em que está dissociado da propriedade, também não se confunde com a administração ordinária da companhia nessas sociedades anônimas de capital aberto, as quais, por essência, são macroempresas.

Assim, existem nessas companhias três funções: propriedade, controle e administração (BERLE; MEANS, 1984, p. 85)<sup>71</sup>. A propriedade indica a existência de interesses na companhia; o controle, o poder sobre ela; e a administração, a capacidade de ação nela (COMPARATO; SALOMÃO FILHO, 2014, p. 123).

A distinção entre a propriedade e a administração é possível de ocorrer em qualquer modalidade de sociedade empresária, não só nas sociedades anônimas de capital aberto. Essa dissociação começou a se tornar comum durante o século XIX. O proprietário exercia as duas primeiras funções e delegava a última para os executivos assalariados, os quais a exerciam no interesse daquele (COMPARATO; SALOMÃO FILHO, 2014, p. 123). É o prenúncio da administração profissional. À medida que os empreendimentos vão se agigantando, torna-se inviável e impossível para o empreendedor administrar cotidianamente a companhia. Ele precisa se valer de profissionais. Mesmo que o proprietário possa informar, via assembleia geral, as linhas gerais a serem seguidas pelo empreendimento econômico e, até mesmo, escolher os administradores profissionais que ficarão incumbidos dessa tarefa, esses últimos, para que façam jus a esse título, devem ter competência para escolher os meios e para participar do estabelecimento das estratégias comerciais a serem seguidas pelo empreendimento econômico – ou, muitas vezes, para definir tais estratégias. Se isso é verdade para as demais sociedades empresárias que alcançam um nível de profissionalização, muito mais ainda para as sociedades anônimas de capital aberto, que são, por essência, potentados econômicos.

---

<sup>71</sup> Abonando essa distinção, Comparato e Salomão Filho (2014, p. 35 e 101).

A autonomia da administração, todavia, é mais evidente naquelas companhias que não possuem um acionista ou grupo de acionistas com um percentual relevante de ações, pois, nessa hipótese, ela tem a possibilidade de definir os destinos do empreendimento econômico autocraticamente. Daí se falar, como registrado antes, em controle administrativo ou gerencial.

Com efeito, no âmbito da legislação brasileira, a administração é inclusive objeto de regulação mais ampla e pormenorizada do que o próprio controle<sup>72</sup>.

A administração – a qual, na específica realidade brasileira, inclui tanto o Conselho de Administração quanto a Diretoria – constitui, assim, uma função própria dentro da sociedade anônima de capital aberto, distinguindo-se da propriedade e do controle<sup>73</sup>.

Reconhecida essa dissociação entre propriedade, controle e administração no âmbito da sociedade anônima de capital aberto, descortina-se uma estrutura com um largo campo para a contraposição de interesses.

Para começar, é conatural à sociedade anônima de capital aberto a existência de dois interesses diferentes: o do acionista-empresendedor e o do acionista-investidor. Embora ambos almejem, ordinariamente, o sucesso do empreendimento econômico, as perspectivas deles podem ser diferentes.

O acionista-empresendedor, inclusive por ser o idealizador do empreendimento econômico, pretenderá se manter no controle da atividade, e pode se valer dessa posição para fins diferentes daqueles almejados pelos demais acionistas. A ele pode interessar mais a expansão do empreendimento econômico em si do que o imediato retorno financeiro dos recursos aplicados<sup>74</sup>.

---

<sup>72</sup> É o que se constata pela simples verificação da quantidade de dispositivos legais estabelecendo limitações aos poderes e deveres dos administradores (art. 153 a 159 da LSA), em comparação com a forma minimalista como foi tratado o poder de controle (art. 116, 117 e 246 da LSA).

<sup>73</sup> Não se afasta, todavia, que eventualmente se verifique, em alguns casos em concreto, situações de confusão entre essas funções na mesma pessoa, ainda que parcialmente. Isso, contudo, não retira o caráter distintivo de cada uma delas.

<sup>74</sup> Um exemplo disso é famoso caso *Dodge v. Ford Motor Co.*, referente à disputa entre os irmãos Dodge e a Ford Motor Company, porque essa última, por meio de seu presidente e controlador Henry Ford, anunciou que deixaria de pagar dividendos e que os resultados acumulados seriam direcionados para a construção de uma nova planta industrial, a qual permitiria à companhia expandir sua capacidade produtiva, dobrar o salário de empregados e diminuir o preço dos carros. Os irmãos Dodge, todavia, exigiam o pagamento de dividendos de, no mínimo, 75% dos lucros acumulados, contestando inclusive a conveniência de se construir a planta industrial. No fim, prevaleceu a pretensão dos irmãos Dodge, consolidando o entendimento de que a companhia deve ser administrada no

Ao acionista-investidor, por sua vez, interessam mais os resultados econômicos gerados ou esperados e a valorização das ações propriamente ditas. A lógica dele é – ordinariamente – focada no máximo retorno sobre o investimento realizado.

A tendência, principalmente nos primeiros tempos da companhia, é que o poder de controle seja detido pelo acionista-empresendedor e as demais ações sejam detidas pelos acionistas-investidores (minoritários). Com o passar do tempo, contudo, essa figura do empresário deixa de existir, restando a divisão na companhia tão somente entre os acionistas controladores e os acionistas não controladores (minoritários), e entre os acionistas (todos) e os administradores.

A existência do poder de controle significará que os detentores desse poder não se beneficiarão completamente do sucesso alcançado pelo empreendimento econômico nem, em caso de reveses, suportarão todos prejuízos incorridos. A participação deles sobre esses resultados ficará limitada ao percentual de coincidência entre propriedade e controle; o percentual restante será atribuído aos demais acionistas, sejam eles positivos ou negativos. No caso específico do controle administrativo, em que o poder sobre a companhia pertence a um grupo de pessoas que não é o detentor da propriedade, nenhum resultado beneficiará ou prejudicará esse grupo, pois a companhia não lhe pertence.

Berle e Means (1984, p. 125), ao diagnosticarem a existência do poder do controle como um poder dissociado da propriedade, anteviram as consequências disso para a sociedade anônima. Eles conjecturaram que, caso se admita que o lucro pessoal é a força motriz por trás da busca por esse poder, “o grupo de controle, mesmo possuindo um grande volume de ações, pode servir melhor a si mesmo lucrando às expensas da companhia do que produzindo lucros para ela”.

Esse *insight* foi alguns anos depois explorado paradigmaticamente por Jensen e Meckling (1976). Os aludidos autores conceberam a relação entre acionistas controladores e acionistas não controladores, bem como entre acionistas (em geral) e administradores, como uma relação de agência, a qual se verifica quando uma ou mais pessoas (Principal) delegam a outra pessoa (Agente) a execução de certa atividade em nome das primeiras, envolvendo a tomada de decisão.

---

interesse de seus acionistas, embora não proibindo a construção da planta industrial, porquanto se tratava de decisão discricionária da administração da companhia, a qual não cabia à corte interferir.

É o que ocorre nas sociedades anônimas de capital aberto, caracterizada pela dissociação entre propriedade, controle e administração, uma vez que aqueles que a controlam e/ou a administram o fazem, enquanto Agentes, em nome de todos os acionistas, considerados os Principais. Portanto, as decisões do controlador ou administrador (Agente) não de ser tomadas em benefício daquela coletividade (Principais), conforme o escopo social conjuntamente acordado.

Não obstante, é inerente a essas relações de agência, de que são exemplo as companhias abertas, o problema de agência, como decorrência da predisposição natural do homem para atuar em prol da maximização de seus interesses pessoais<sup>75</sup>. Por conseguinte, identifica-se o risco moral de os Agentes, ao atuarem exercendo os poderes que lhes foram delegados pelos Principais, colocarem em primeiro plano os seus próprios interesses, em detrimento dos interesses daqueles.

Assim, os Agentes, na linha do que anteriormente sugerido por Berle e Means (1984), podem se valer dos poderes de alocação ou e/ou de apropriação para objetivos que lhes sejam mais benéficos, sob a perspectiva pessoal, do que para a companhia. Isso porque haverá situações em que eles poderão alcançar mais vantagens pessoais se utilizarem a companhia de um certo modo do que se a direcionarem para a obtenção da máxima lucratividade, a ser repartida com os demais acionistas.

A possibilidade de isso ocorrer é consequência, outrossim, do fato de as condutas dos Agentes não serem plenamente monitoráveis pelos Principais – o que é a realidade das grandes corporações –, ensejando, por conseguinte, uma assimetria informacional entre ambos<sup>76</sup>.

Também contribui para isso o fato de o contrato<sup>77</sup> entre os Agentes e os Principais ser incompleto, porquanto há um número ilimitado de contingências que poderão surgir na condução da companhia, e seria extremamente custoso identificar e especificar *ex ante* as soluções que deverão ser adotadas para cada situação (KLEIN, 1983). Por consequência, é inexorável a concessão aos Agentes de discricionariedade para a tomada de decisão. Essa

---

<sup>75</sup> Jensen e Meckling (1994), em outro artigo muito citado, registra que os interesses pessoais não se restringem a dinheiro, mas também podem contemplar o desejo de respeito, honra, poder, amor e até o bem-estar de outros.

<sup>76</sup> “*The core of the difficulty is that, because the agent commonly has better information than does the principal about relevant facts, the principal cannot easily assure himself that the agent’s performance is precisely what was promised. As consequence, the agent has an incentive to act opportunistically*” (ARMOUR; HANSMANN; KRAAKMAN, 2009, p. 3).

<sup>77</sup> Vale-se aqui da expressão tal qual utilizada na literatura econômica para se referir aos termos do relacionamento entre as partes.

situação abre margem para que os Agentes, entre as alternativas disponíveis, deem preferência àquelas soluções que mais lhes convenham pessoalmente (ANDRADE; ROSSETTI, 2007, p. 86).

Jensen e Meckling (1976) constatam, então, que as companhias são um campo propício para o problema de agência, dada a potencialidade de divergência de interesses (a) entre proprietários (acionistas não controladores) e acionistas controladores ou (b) entre os proprietários (todos os acionistas) e administradores.

Em síntese, o risco é que os recursos da companhia sejam expropriados pelos detentores do controle ou pelos administradores, i.e., que o controle ou os administradores extraiam benefícios privados da companhia em detrimento dos acionistas minoritários, no primeiro caso, ou dos acionistas em geral, no segundo (GORGA, 2013, p. 59).

Adicionalmente, o controle ou os administradores ainda podem não se empenhar, de forma máxima, para o sucesso do empreendimento, não se dispor a tomar riscos ou deixar de avaliar adequadamente os riscos assumidos, porque o resultado desse esforço adicional não será integralmente apropriado por eles, se positivo, nem lhes será prejudicial, se negativo.

Nesses casos, pode lhes ser mais vantajoso ter uma atuação ordinária e medíocre, sem maiores preocupações com inovação ou gestão de riscos, mantendo-se, assim, em uma zona de conforto, na medida em que já têm na própria condução da companhia a fruição das vantagens que lhes convêm, ou, pelo lado reverso, pode lhes convir assumir riscos demasiados, sem os devidos mitigadores, porquanto eventuais prejuízos serão arcados pelos Principais.

Os estudos acadêmicos registram algumas situações típicas de problema de agência.

A companhia pode ser utilizada para realizar negócios sem a obtenção do máximo de lucratividade possível, porquanto o controlador ou administrador obterá, pela outra ponta, alguma vantagem. Essa situação pode se configurar naqueles casos em que o controlador da companhia a utiliza para participar de relações comerciais com outra companhia da qual ele é o proprietário total ou detém uma participação mais relevante sem a adequada comutatividade. Nessa hipótese, a não obtenção da máxima vantagem na primeira companhia, da qual ele é controlador, será superada pelas vantagens que obterá na companhia contraparte, o que acontecerá, porém, em prejuízo dos acionistas minoritários da primeira. A mesma situação é



possível de ocorrer na situação de controle administrativo ou gerencial, envolvendo, nessa hipótese, os administradores.

Outra hipótese é a maximização das vantagens pessoais em detrimento da companhia por meio da autoconcessão pelo controlador ou pelo administrador, via companhia, de vantagens pessoais e privilégios supérfluos, como salários astronômicos, jatos executivos, salas exuberantes, hospedagens em hotéis de luxo<sup>78</sup>. Todas essas situações sacrificam desnecessariamente os resultados do empreendimento econômico. Um dos estímulos para que o controlador ou administrador se valha dessas formas de privilégio por meio da companhia é que, desse modo, ele fica imune ao pagamento da tributação incidente sobre a renda auferida. Isto é, tais tributos serão pagos pela companhia, normalmente em percentuais mais baixos do que aqueles aos quais o controlador ou administrador estaria obrigado se, em vez do benefício patrocinado pela companhia, tivesse obtido o valor equivalente a esses “mimos” em dinheiro (GORGA, 2013, p. 75).

No caso do controlador (majoritário ou minoritário), embora ele também arque com uma parte dessa despesa, pois é um dos proprietários da companhia, a parcela que extrapola a proporção da participação dele (Agente) no empreendimento econômico será imputada aos demais acionistas (Principais). Quanto menor a proporção da participação dele no empreendimento, maior o incentivo para expropriação de recursos da companhia. Em se tratando de controle administrativo ou gerencial, todas essas situações serão imputadas integralmente aos acionistas (Principais), pois esses gastos desnecessários afetarão os resultados da companhia, na qual os administradores (Agentes), nesse caso, não possuem uma participação social relevante ou nem mesmo qualquer participação.

Por consequência, há necessidade de mecanismos no âmbito da companhia para mitigar os problemas de agência. Esses mecanismos, contudo, implicam custos, os quais Jensen e Meckling (1976) denominaram “custos de agência”. Eles dividem esses custos em três tipos: as despesas havidas pelos Principais para monitorar as atividades dos Agentes; as despesas havidas para limitar a atuação dos Agentes; e, por fim, as perdas residuais, as quais serão inevitavelmente incorridas pelos Principais, em que pesem os dois mecanismos criados.

---

<sup>78</sup> Os exemplos são de Jensen e Meckling (1976), os quais anotam que “*We shall continue to characterize the agency conflict between the owner-manager and outside shareholders as deriving from the manager’s tendency to appropriate perquisites out of the firm’s resources for his own consumption*”.

Os custos de agência impactam diretamente o resultado do empreendimento econômico, reduzindo o valor a ser recebido pelos acionistas. Tais custos são, portanto, um fator de desestímulo ao investimento no mercado de capitais e, por via indireta, também um empecilho ao desenvolvimento econômico.

A possibilidade de que as pessoas, especialmente enquanto agentes econômicos, atuem de forma oportunista não é novidade. Em essência, essa também é uma das justificativas da existência do direito e das instituições estatais.

No âmbito econômico, isso se agrava porquanto, embora a boa-fé e a confiança sejam elementos fundamentais para a prosperidade e continuidade dos negócios, o que move os agentes econômicos é a maximização dos interesses pessoais. Esse motor humano, evidentemente, também se apresenta no âmbito das sociedades anônimas, o que, igualmente, não é nenhuma novidade. Os próprios Jensen e Meckling (1976), ao abordarem o problema de agência, trazem como epígrafe de seu trabalho uma famosa citação de Adam Smith, em que esse revela um certo ceticismo quanto à viabilidade das companhias acionárias exatamente pela desconfiança quanto à sua eficácia, dada a potencialidade de conflitos de interesses<sup>79</sup>.

Com efeito, é tradicional, na história da regulação jurídica das sociedades anônimas, a tentativa de criar mecanismos visando a mitigar os potenciais conflitos de interesses e elidir as atuações oportunistas (ARMOUR; HANSMANN; KRAAKMAN, 2009). No início, essa tentativa ocorreu sob a forma da exigência prévia de autorização específica para a constituição dessas companhias, mas depois evoluiu para a estipulação de um arcabouço mínimo de regras de governança, com a imposição de limites àqueles com poder no âmbito da companhia (i.e., os controladores e os administradores) e a estipulação de sanções aos desvios de atuação (PARGENDLER, 2015). O objetivo do Estado, nesse âmbito, é organizar esses interesses divergentes para que eles convirjam rumo à cooperação e, assim, contribuam para o desenvolvimento econômico.

---

<sup>79</sup> O trecho citado contém a seguinte assertiva: “*The directors of such [joint-stock] companies, however, being the managers rather of other people’s money than of their own, it cannot well be expected, that they should watch over it with the same anxious vigilance with which the partners in a private copartnery frequently watch over their own. Like the stewards of a rich man, they are apt to consider attention to small matters as not for their master’s honour, and very easily give themselves a dispensation from having it. Negligence and profusion, therefore, must always prevail, more or less, in the management of the affairs of such a company*” (SMITH, 1776 *apud* JENSEN; MECKLING, 1976, epígrafe).

### **3 DESAFIOS SINGULARES PARA A GOVERNANÇA DAS SOCIEDADES DE ECONOMIA MISTA**

#### **3.1 DUPLO PROBLEMA DE AGÊNCIA DAS SOCIEDADES DE ECONOMIA MISTA**

O problema de agência, conforme visto anteriormente, é inerente às sociedades anônimas de capital aberto. Ele é uma decorrência da dissociação entre propriedade, controle e administração. Nas sociedades de economia mista de capital aberto, especificamente, essa situação ganha contornos próprios.

Da mesma forma que as companhias de economia mista estão sujeitas aos problemas de agência típicos das sociedades anônimas de capital aberto, sob controle definido, elas também vivenciam, em razão de suas singularidades, os problemas de agência peculiares às companhias sob controle administrativo (i.e., sem controle definido).

A primeira situação se verifica porque faz parte da essência das sociedades de economia mista que o Estado detenha, no mínimo, a maioria das ações votantes, ou seja, uma participação acionária que lhe assegure uma posição capaz de viabilizar o controle sobre a atividade econômica desempenhada pela companhia. Por isso, o poder de alocação e de apropriação no âmbito da sociedade de economia mista é, formalmente, sempre do Estado.

Essa circunstância torna o Estado, sob a perspectiva daquela concepção econômica, um Agente dos demais acionistas (não controladores). Isso porque ele, ao dominar o empreendimento econômico como um todo, tem à sua disposição a proporção de ativos pertencente aos demais investidores da companhia e tem a incumbência de administrá-los também em benefício desses investidores.

Aliás, como a exigência legal é apenas de que o Estado detenha a maioria do capital votante, é possível que esse controle exercido sobre a companhia, pela classificação anteriormente propugnada, possa ser caracterizado tanto como majoritário, quanto como minoritário em sentido amplo, a depender da existência de ações preferenciais e da relação de proporcionalidade dessas em relação às ações de propriedade estatal.

Assim, se existirem apenas ações ordinárias, esse controle definido terá a forma de controle majoritário; por sua vez, se existirem ações preferenciais (comumente titularizadas por quem não detém o controle sobre a companhia)<sup>80</sup> mais algumas ações ordinárias detidas por investidores privados (as quais, somadas, signifiquem um montante superior à metade do capital social da companhia), teremos uma situação de controle minoritário em sentido amplo<sup>81</sup>.

Em qualquer dessas situações, os investidores privados – e, portanto, acionistas minoritários (i.e., não controladores) - ficarão sujeitos aos desígnios do Estado enquanto detentor do poder de controle sobre a companhia e, conseqüentemente, aos problemas de agência inerentes a essa situação.

Desse modo, a exemplo da sociedade anônima de capital aberto, o risco para o acionista minoritário de uma sociedade de economia mista é ver o empreendimento econômico ser utilizado pelo Estado, na sua condição de controlador, para um fim que destoe do escopo social acordado.

Essa modalidade de conduta ganhou, em inglês, uma denominação própria, referente às companhias em geral: *tunneling*. Ela descreve a conduta oportunista do acionista controlador consistente no desvio de ativos e de resultados financeiros do empreendimento econômico para

---

<sup>80</sup> Há casos, entretanto, excepcionais, em que o Estado também é detentor de ações preferenciais. No Banrisul, por exemplo, o governo do estado do Rio Grande do Sul, além de ter a maioria das ações ordinárias, também detém quase 60% das ações preferenciais. Situação parecida se verifica na Sanepar, em que o governo do estado do Paraná, além de possuir a maioria das ações ordinárias, também detém quase 30% das ações preferenciais. O Estado ser detentor de ações preferenciais, contudo, faz pouco sentido, pois essas ações têm por finalidade precípua o retorno financeiro, o que, enquanto objetivo principal, não se coaduna com o escopo estatal.

<sup>81</sup> É possível que o Estado, notadamente por órgãos da administração indireta (BNDESPar ou alguma subsidiária de uma sociedade de economia mista), eventualmente tenha sobre alguma companhia um domínio baseado em uma situação de controle minoritário em sentido estrito, notadamente por meio de acordo de acionista, caso em que o controle será compartilhado. Nessa situação, contudo, não se configurará uma sociedade de economia mista, porquanto esta tem como característica a criação autorizada por lei e a detenção da maioria das ações com direito de voto pelo Estado.

outros fins, sub-repticiamente, em prejuízo dos acionistas minoritários (JOHNSON et al., 2000).

A prática aludida pode ser implementada sob várias formas, desde a realização de negócios em condições não comutativas com outras companhias nas quais o acionista controlador também tem participação, até a realização de transações comerciais em condições menos favoráveis do que as que seriam passíveis de barganha, simplesmente porque essas interessam ao acionista controlador por alguma outra circunstância.

Em algumas situações, a conduta oportunista pode, eventualmente, configurar um ato ilegal, mas a sua fiscalização é muito custosa ou a sua caracterização é muito difícil de provar. Outras vezes, porém, ela pode até ser formalmente válida, pois inserida dentro de uma intersecção cinzenta entre o permitido e o censurado (JOHNSON et al., 2000). De toda sorte, sob o aspecto substancial, as aludidas situações consubstanciam formas impróprias de atuação, porquanto significam o aproveitamento de uma condição jurídica para extrair vantagem pessoal em detrimento do interesse dos terceiros representados.

As sociedades de economia mista estão sujeitas a uma situação análoga, na medida em que, eventualmente, também o Estado pode se valer da sua posição de controle para fazer com que o empreendimento econômico persiga fins estranhos aos objetivos visados quando de sua constituição, em prejuízo dos interesses dos investidores minoritários, que nele confiaram seu patrimônio.

No caso das sociedades de economia mista, porém, o desafio para a identificação do comportamento impróprio é muito maior do que o existente em relação aos seus pares privados, haja vista que o seu escopo social tem um aspecto duplo (lucratividade e interesse público) e, às vezes, conflitante<sup>82</sup>. Nas demais companhias, a máxima lucratividade é o único balizador de conduta.

---

<sup>82</sup> Como bem observa Wong (2004, p. 8), referindo-se, porém, a qualquer tipo de empreendimento econômico de propriedade do Estado, “*having multiple goal makes it much harder for insiders and outsiders to know what an SOE is ultimately supposed to achieve. Should it cut jobs in order to boost profits, or does maintaining employment take precedence over delivering the bottom line?*”

Não obstante, as sociedades de economia mista têm um escopo social delimitado, ainda que mais fluido, e o desempenho, por elas, de atividades econômicas fora desse marco, sobretudo quando deficitárias ou sem a lucratividade adequada, é também uma conduta oportunista e imprópria, pois impõe aos acionistas minoritários um custo imprevisível e não contemplado por ocasião da associação que os levou a participar da constituição da companhia.

A realização de negócios, pelas sociedades de economia mista, que não estejam relacionados com o seu escopo social, sem o devido amparo na racionalidade econômica e fora do interesse público que lhe é inerente, significará um prejuízo para esses acionistas minoritários, porquanto extrapolará as expectativas e os cálculos deles quando da decisão de confiar seu patrimônio ao desenvolvimento do empreendimento econômico. A decisão deles de empregar seus recursos em uma ação da companhia se baseia na legítima confiança de que o Estado respeitará estritamente os fins comumente acordados do empreendimento econômico, o que, por conseguinte, não pode ser ignorado.

Aliás, a caracterização do desvio de atuação da sociedade de economia mista se configurará inclusive em relação à própria sociedade civil, mesmo que o resultado final da conduta tenha beneficiado a coletividade em geral ou um segmento específico. Nesse sentido, porque a constituição da companhia, com a alocação de determinados recursos do orçamento público para seu capital social, significou uma decisão, tomada por meio de um processo legislativo, de afetá-los a determinados fins econômicos, não sendo dado ao administrador a discricionariedade de utilizá-la para outros objetivos<sup>83</sup>. Com efeito, do mesmo modo que o administrador público não tem a faculdade de utilizar a parcela do orçamento destinada à educação<sup>84</sup> para fazer frente às despesas de saúde (de relevância social similar), ele também não pode se valer da sociedade de economia mista, criada com um fim certo e determinado, para atingir outros objetivos não contemplados entre os fundamentos de sua existência e alheios às suas funções.

São variados os exemplos de condutas que caracterizam o desvio de atuação das sociedades de economia mista e, por conseguinte, refletem o problema de agência decorrente da relação entre

---

<sup>83</sup> A utilização de recursos com destinação específica para outras finalidades é, em regra, proibida. Nesse sentido, por exemplo, a orientação contida na Lei Complementar nº 101/2000 (Lei de Responsabilidade Fiscal), art. 8º, parágrafo único: “Os recursos legalmente vinculados a finalidade específica serão utilizados exclusivamente para atender ao objeto de sua vinculação, ainda que em exercício diverso daquele em que ocorrer o ingresso”.

<sup>84</sup> Conforme art. 212 da Constituição Federal.

acionista controlador, papel desempenhado pelo Estado, e acionista minoritário, papel desempenhado pelos demais acionistas.

Nesse contexto, é possível catalogar como comportamento oportunista a realização de determinado investimento sem a devida racionalidade econômica, às vezes em magnitude exagerada, no intuito de atingir fins diversos daqueles inerentes ao seu escopo social. É o caso da decisão de investimento que, embora seja, por determinado ângulo, importante para a coletividade em razão do potencial de geração de empregos ou de fomento e ampliação de certa atividade econômica, não encontra amparo na lógica daquele empreendimento econômico, sobretudo quando avaliados os benefícios a serem colhidos por ela no longo prazo<sup>85</sup>. Nessa situação, a sociedade de economia mista é usada como um instrumento de política pública, mas em sacrifício de sua própria existência futura.

De igual sorte, pode ser considerada desvio de atuação a decisão da sociedade de economia mista de fixar o local para a instalação/manutenção de uma planta industrial ou qualquer outra modalidade de estabelecimento comercial em prejuízo da eficiência da atividade econômica por ela desenvolvida. É a situação, por exemplo, da manutenção de determinada instalação em certo local simplesmente pela importância que ela tem econômica e socialmente para aquele estado ou município, mesmo quando essa decisão signifique uma elevação dos custos para a companhia ou a eliminação de uma possibilidade de maior eficiência operacional para o empreendimento econômico<sup>86</sup>.

Também no mesmo sentido, a decisão da companhia de participar de fusões e aquisições com outros empreendimentos econômicos do mesmo segmento ou até de segmentos meramente auxiliares, com o objetivo primordial de resgatá-los das dificuldades financeiras, sob o fundamento dos impactos que isso possa ter sobre certa comunidade ou segmento, mas sem que

---

<sup>85</sup> Discussões nessa linha foram realizadas em relação aos investimentos promovidos pela Petrobras entre o final da década passada e o começo da atual (GUIMARÃES, 2011, p. 81; PADUAN, 2016, p. 190). Muitos desses investimentos depois se confirmaram como insustentáveis e exigiram uma política de desinvestimento a custo da contabilização de prejuízos bilionários (PADUAN, 2016, p. 59).

<sup>86</sup> A propósito, o atual presidente da Petrobras, Pedro Parente, conforme registrado pelo portal de notícias G1, suscitou que decisões adotadas pela Petrobras recentemente quanto à construção de três refinarias no nordeste, em Pernambuco, no Maranhão e no Ceará, careciam de racionalidade econômica (ALVARENGA, 2016). Nesse caso específico, o processo decisório que levou a esses investimentos é ainda mais suspeito porque todos os estados referidos, coincidentemente, eram governados por forças políticas que estavam aliadas ao governo de plantão no âmbito federal, que, por conseguinte, tinha domínio sobre a Petrobras (PADUAN, 2016, p. 213).

exista, sob a perspectiva estrita da companhia, justificativa racional para semelhante procedimento.

Mais um exemplo é a decisão de patrocinar determinados eventos culturais ou modalidades esportivas que, muito embora possam exercer significativo apelo perante determinada comunidade, não conduzem a um reforço eficiente e necessário de *marketing* para a companhia quanto à sua imagem ou à de seus produtos/serviços<sup>87</sup>.

Da mesma maneira, a utilização da companhia para a realização de negócios consistentes no fornecimento de produto ou serviço para o próprio Estado ou para certo segmento social em condições de desvantagem ou de vantagem mínima para ela. Em sentido semelhante, a fixação de preços em patamares não condizentes com o perfil mercantil do empreendimento econômico<sup>88</sup>.

Outra prática que pode ser caracterizada como desvio – e que, até recentemente, era corriqueira no Brasil – consistia em se valer da prerrogativa de nomeação de cargos nas companhias estatais com o fim exclusivo de viabilizar o incremento da remuneração de ministros ou secretários, em complementação aos proventos percebidos pela função pública. Essas pessoas, porquanto já extremamente comprometidas com as responsabilidades políticas a que estavam incumbidas, atuavam na companhia tão somente de maneira *pro forma*. Esse mecanismo, então, significava uma forma oportunista de o Estado transferir para os investidores da companhia parte dos custos da contraprestação por ele devida a seus colaboradores mais proeminentes. Sem prejuízo, ele também servia para, em casos específicos, potencializar a contaminação do processo decisório no âmbito da companhia, na medida em que esses nomeados, por exercerem paralelamente

---

<sup>87</sup> Dentro dessa linha, vale citar dúvidas recentes levantadas sobre os patrocínios da Petrobras às festas de Carnaval, suscitadas pelo jornal Valor Econômico (BASILE, 2015). Também nesse sentido, ainda se pode fazer referência ao Plano Brasil Medalhas, lançado em 2012 pelo governo federal, com o objetivo de melhorar o rendimento do Brasil nas Olimpíadas de 2016. Entre as fontes citadas como do referido plano constaram os patrocínios de sociedades de economia mista, como Banco do Brasil, Petrobras e Banco do Nordeste. Tratou-se, evidentemente, de uma política pública patrocinada por essas companhias, em relação às quais, porém, não se identifica nos atos normativos publicados que a ela fazem referência a declinação da necessidade de aderência do investimento ao escopo social daquelas companhias.

<sup>88</sup> A Petrobras também é, nesse aspecto, o exemplo mais evidente. Durante muitas oportunidades em sua história se discutiu a adequação de sua política de preços, havendo momentos, inclusive, em que os preços praticados foram inferiores aos custos (PADUAN, 2016, p. 103-104). Como aponta Werneck (1986, p. 43), com dados da década de 50 até a década de 80, “[r]eajustes irrealistas de preços e tarifas de bens e serviços produzidos pelas empresas estatais constituem uma prática recorrente na história política econômica no Brasil”.



também funções políticas, tendem ainda mais a dar preferência às necessidades mais iminentes da sociedade civil em detrimento dos interesses da companhia.

Todas as situações acima citadas, embora sob uma perspectiva própria, retratam ocorrências típicas de problemas de agência entre acionista controlador e os acionistas minoritários e que podem ocorrer, por motivações distintas, também em outras companhias.

A peculiaridade da sociedade de economia mista é que seu acionista controlador é o Estado e as atuações impróprias podem, eventualmente, ter relevância social para a coletividade. Elas representam a imputação de um prejuízo aos acionistas minoritários, na medida em que as situações citadas significam a transferência, para esses acionistas, de custos de políticas públicas que não estão abrangidas pela missão pública da companhia e, portanto, não foram contempladas por eles na decisão de investir nas ações dessa companhia.

Uma distinção dessas condutas em relação às ocorrências nas demais companhias com controle definido é que nestas o incentivo para a expropriação por parte do controlador é apenas parcial, ao passo que em uma sociedade de economia mista, sob o controle do Estado, ele é total, dado que quem tem o poder de decisão sobre ela não detém qualquer parcela da propriedade do empreendimento econômico. De fato, para aqueles que dominam a sociedade de economia mista, não há proveito direto em conduzi-la à máxima eficiência, pois, ordinariamente, eles não serão beneficiados por isso.

A propósito, há, inclusive, quem veja vantagens nas companhias com controlador definido em comparação às companhias sem controle, porquanto naquelas os controladores, por terem uma participação relevante no empreendimento econômico, têm um interesse direto em perseguir a maximização de sua lucratividade, quando são eles próprios os administradores, ou de monitorar a administração, se delegam essa função a terceiros. Esse incentivo ocorre porque os controladores têm um quinhão significativo sobre os resultados a serem auferidos (JENSEN; MECKLING, 1976; FRIED, 2016).

Nas sociedades de economia mista, por seu turno, embora elas também sejam, formalmente, classificadas como companhias com controle definido, não há a mesma vantagem comparativa de seus pares privados, pois o Estado é igualmente uma figura abstrata, a qual representa um outro conjunto de interesses, ainda mais difuso do que os próprios acionistas minoritários.

De fato, nesse aspecto, as sociedades de economia mista têm características mais próximas de uma companhia sob controle administrativo, pois quem domina os seus rumos e escolhe os seus gestores não é efetivamente proprietário do empreendimento econômico<sup>89</sup>. Na verdade, os proprietários da quota-parte mais relevante são totalmente diluídos, pois a companhia, por ser do Estado, pertence a toda a sociedade civil<sup>90</sup>.

Há, por esse motivo, também o risco moral de as pessoas com poderes de escolherem os administradores da companhia colocarem os seus interesses pessoais (econômicos ou de outra natureza) à frente dos interesses da coletividade representada na figura do Estado.

Esse risco, no que se refere à administração pública, é assimilado em todos os sistemas democráticos modernos, os quais propugnam pela separação de poderes, de forma a criar um sistema de freios e contrapesos, com vistas a evitar que os governantes de plantão tenham liberdade ilimitada de atuação e, por consequência, abusem do poder a eles conferido pela sociedade civil ou, mais especificamente, se valham desse poder para viabilizar seus interesses pessoais<sup>91</sup>. Essencialmente, espera-se que, com a fragmentação do poder, os representantes de um segmento se contraponham aos outros, garantindo um equilíbrio de forças e mitigando as atuações contrapostas aos interesses da coletividade<sup>92</sup>.

A mera existência de poderes separados, contudo, não é suficiente para assegurar que os representantes do Estado ajam sempre em prol do interesse comum. Na verdade, é comezinho a todas as democracias (e mais ainda naquelas não muito maduras, como é o caso da do Brasil) que eles se movam pela promoção de objetivos pessoais em detrimento dos interesses da sociedade civil<sup>93</sup>.

---

<sup>89</sup> Essa proposição, embora praticamente ignorada nas abordagens relacionadas ao tema, não é inédita. Pinto Junior (2010, p. 70) registra que ela foi defendida por Henri Philippe Reichstul, economista e ex-presidente da Petrobras, em evento acadêmico realizado na Fundação Getúlio Vargas, no ano de 2006.

<sup>90</sup> Como lembram Shleifer e Vishny (1997, p. 768), *“the cash flow rights ownership of state firms is effectively dispersed amongst the taxpayers of the country”*.

<sup>91</sup> Não obstante, vale fazer o registro de que, de início, quando essa concepção de separação de poderes foi idealizada pelo Barão de Montesquieu, o propósito era “impedir a concentração de poderes e preservar a liberdade dos homens contra abusos e tiranias dos governantes” (MELLO, 2010, p. 31).

<sup>92</sup> “A separação dos poderes é orientada a impedir que todas as funções estatais sejam concentradas em uma única estrutura organizacional. Isso produz um sistema de freios e contrapesos e permite que o ‘poder controle o próprio poder’. Ocorre a fragmentação do poder, com uma pluralidade de sujeitos exercitando competências distintas e controle recíproco” (JUSTEN FILHO, 2013, p. 113).

<sup>93</sup> A análise da administração pública sob essa perspectiva é conhecida como Teoria da Escolha Pública. Conforme aponta Dias (2010, p. 204), ela é “entendida como uma extensão dos métodos da teoria econômica convencional

Essa situação, como não poderia ser diferente, é reproduzida também no âmbito das sociedades de economia mista. Nesse caso, as pessoas que são indicadas pelo Estado para atuar no âmbito da companhia como conselheiros ou como administradores são os Agentes, enquanto a sociedade civil é o Principal.

Pode-se considerar que, de forma intermediária, também há uma relação de agência entre esses indicados e o detentor do Poder Executivo responsável pela indicação, e há margem para que também ocorra uma divergência de interesse entre essas partes. O titular do poder político, por exemplo, pode ter uma visão própria sobre os rumos a serem dados à companhia, mas ele fica subordinado aos desígnios daqueles a quem ele nomear para a administração dela<sup>94</sup>. Nesse caso, o primeiro é o Principal, enquanto o segundo é o Agente.

Por outro lado, a outra quota-parte remanescente da companhia também está dispersa, na medida em que é detida por investidores no âmbito do mercado de capitais. Assim, todos os efetivos proprietários da sociedade de economia mista (i.e., sociedade civil e investidores) estão subordinados ao desempenho e comprometimento dos administradores, os quais são terceiros incumbidos de conduzi-la em nome de seus constituintes.

Com efeito, a exemplo do que se verifica nas companhias sob controle administrativo, quem tem o domínio sobre as sociedades de economia mista são pessoas que, ordinariamente, não têm bastantes incentivos para perseguirem a maximização dos resultados da companhia.

Nesse contexto, aqueles que são indicados para administrar uma sociedade de economia mista têm a chance de gozar de uma ampla liberdade na condução dos negócios, haja vista a inexistência de um acionista ou grupo de acionistas com poder suficiente para lhe cobrar satisfações ou lhe impor condições.

---

para o ambiente conhecido como mercado político. O principal argumento era que, fosse no mercado, fosse na política, indivíduos comportavam-se da mesma maneira, ou seja, movidos pelas mesmas motivações – eram maximizadores do interesse próprio”.

<sup>94</sup> Aharoni (1981) observa que essa situação se agrava naqueles governos cuja sustentabilidade depende de uma coalizão política, pois os seus integrantes podem ter uma percepção diferente do interesse público, tornando ambíguos os objetivos determinados à companhia.

Para o administrador assegurar sua continuidade no poder não é preciso muito. Basta não exagerar nas expropriações, para não chamar muito a atenção, e entregar resultados próximos às expectativas gerais, não lhe sendo necessário perseguir o ótimo. A tendência conservadora, resistente a mudanças, e o domínio da máquina burocrática da companhia costuma ser suficiente para a perpetuação no poder<sup>95</sup>.

No caso das sociedades de economia mista, a forma para manter a indicação como representante do Estado em seu âmbito se dá por meio de atendimento de algumas demandas mais específicas efetuadas pelo titular de plantão do Poder Executivo e, eventualmente, por alguns membros mais influentes do Poder Legislativo. Essas demandas podem ser legítimas, sob a perspectiva do interesse público ínsito à companhia; impróprias, consistentes no atendimento de uma política pública fora de seu escopo social; ou ilegais, via a prática de algum ato oportunista, como a extorsão de fornecedores para a realização de doações eleitorais ou até mesmo o pagamento de comissões sobre contratos firmados pela companhia.

Esses agentes políticos, por seu turno, mesmo quando tomados por bons propósitos, tendem a relegar a supervisão da atuação das sociedades de economia mista para segundo plano, haja vista que eles priorizam outras questões que lhes serão objeto de cobrança mais contundente pela sociedade civil. Assim, na medida em que assuntos como educação, saúde e segurança costumam ser mais escrutinados pela sociedade civil, é natural que os detentores desses poderes de administração dispensem menos energia no acompanhamento e monitoramento dos acontecimentos envolvendo as sociedades de economia mista, restringindo-se, vez ou outra, a formular algumas demandas esporádicas.

Assim, os administradores dessas companhias, cuidando para atender essas demandas pontuais, acabam por ganhar a confiança dos poderes políticos constituídos e, com isso, passam a gozar de maior liberdade na condução dos negócios da sociedade de economia mista<sup>96</sup>.

---

<sup>95</sup> Shleifer e Vishny (1997), fazendo referência à realidade das companhias privadas, registra que alguns estudos realizados nos EUA, na Alemanha e no Japão indicam que os administradores das companhias apenas são destituídos em situações extremas, em que a performance beira a catástrofe. Fora dessas situações, a tendência é de preservação do mandato. Essa displicência dos acionistas sem poder de controle no monitoramento das atividades desempenhadas pela companhia também foi registrada por Ascarelli (2008, pp. 498-499): “Os acionistas alheios ao grupo que controla a sociedade, aplicadores de capital ou ‘especuladores’, mais do que empreendedores (consequência natural da difusão das ações entre o público), carecem e até descuidam, às vezes, da possibilidade de acompanhar realmente o desenvolvimento da empresa”.

<sup>96</sup> Conforme registra Paduan (2016, p. 204), Paulo Roberto da Costa, o ex-diretor da Petrobras e primeiro delator no âmbito da Operação Lava Jato foi tido durante bastante tempo como “intocável” exatamente porque, além de

Ademais, o acompanhamento e monitoramento da administração dessas companhias pelo poder político, exercido sob a forma da supervisão ministerial, tende a ser dificultado pelo alto nível de especialização e de tecnicidade envolvido na atividade econômica desenvolvida por elas. Muitas vezes, o poder político tem de se fiar exclusivamente nas informações prestadas pela própria burocracia da companhia, pois não tem um parâmetro para julgamento da performance da administração.

Com isso, os administradores das sociedades de economia mista tendem a ter uma margem elevada de discricionariedade na condução dessas companhias, a partir do domínio da máquina burocrática<sup>97</sup>.

Desse modo, ainda que sutilmente, no âmbito das sociedades de economia mista, os administradores têm de fato o domínio sobre os destinos dos ativos delas, embora de forma precária, pois esse poder pode ser facilmente cassado.

Por conseguinte, diante do grau de autonomia que gozam esses administradores, abre-se margem para que eles persigam seus interesses pessoais em detrimento dos interesses dos efetivos proprietários (sociedade civil e investidores) e, até mesmo, das pretensões dos representantes incumbentes do poder político. Para esses administradores, toda forma de utilização da companhia para interesse próprio significará uma oportunidade de impor a terceiros os custos decorrentes desses benefícios, na medida em que eles não são proprietários últimos.

Para começar, há as situações clássicas de expropriação, sob a forma de custeamento pela companhia de despesas pessoais e privilégios supérfluos, em prejuízo dos resultados do empreendimento econômico. Nas sociedades de economia mista, além dos mimos comumente vistos nas demais companhias, há alguns exemplos típicos da burocracia pública, como a

---

cuidar para que os fornecedores da companhia fizessem doações eleitorais aos políticos e partidos da coligação política incumbente, também se empenhava ao extremo para atender às demandas políticas do governo à companhia, mesmo quando essas eram prejudiciais ao empreendimento. A propósito, Aharoni (1981, p. 1342-1343) registra que “*as long as the labor market for managers does not operate efficiently, ambitious SOE managers may be able to achieve more discretion than private sector managers*”.

<sup>97</sup> Um dos meios para alcançar o domínio dessa máquina burocrática se dá pela condescendência com os interesses corporativistas dos funcionários dessas companhias, via a manutenção de certos privilégios, o pagamento de remuneração incompatível com o mercado e, sobretudo, a transigência com a ineficiência.

contratação de assessores pessoais além do necessário, a disponibilização de frota de veículos com motoristas e outras despesas da mesma natureza, as quais, no cômputo geral, passam despercebidas, mas que representam um desperdício de recursos que não ocorreria se tais recursos não proviessem do bolso alheio.

No mesmo sentido, ainda se pode incluir nessa categoria a nomeação, para cargos bem remunerados, de pessoas que não sejam as mais competentes disponíveis, simplesmente por serem do círculo de relacionamento pessoal de quem nomeia (um amigo, um parente, um conterrâneo, etc.), a quem se quer agradar ou beneficiar por mero regozijo, ou por ser alguém que lhe trará algum tipo de benefício (acesso a um círculo seleta, vaga em um clube exclusivo etc.).

Com objetivos semelhantes, também se observa o patrocínio pela companhia de entidades, pessoas ou eventos sem a adequada mensuração do retorno de *marketing*, patrocínio esse que o administrador direciona a companhia a fazer tão somente pelo prestígio pessoal que isso lhe acarretará ou por algum outro interesse próprio. Isso pode ocorrer mediante o apoio financeiro a festas, eventos culturais, museus, times esportivos, programas de TV, entre outros.

Além disso, ainda se pode citar a possibilidade de o administrador contornar as limitações legais e procedimentais existentes para fazer negócios e contratações de produtos e serviços sem a devida vantagem para a companhia, por razões variadas, às vezes até pelo interesse de formar determinada rede de relacionamento profissional. Ele visa, assim, a colocar o seu nome em evidência no mercado, por uma questão de vaidade pessoal ou até mesmo com o objetivo de pavimentar outras formas de ascensão profissional.

Outra maneira tradicional de expropriação de recursos da companhia é a fixação de remuneração exorbitante para si mesmo, normalmente viabilizada pela manipulação dos dados contábeis, para o fim de ensejar o pagamento imediato de elevadas participações nos resultados.

Além dessas situações, tem-se também a possibilidade de as sociedades de economia mista serem utilizadas para objetivos marcadamente políticos, no sentido estrito e pejorativo do termo.

A hipótese mais comum envolve as situações em que a indicação de conselheiros e administradores é utilizada como moeda de troca para a obtenção de apoio político,

normalmente para a formação da base de governo no âmbito do Poder Legislativo, mas também em outras frentes, para a consolidação de ajustes de coligação partidária nas eleições vindouras.

Nesse caso, a escolha das pessoas para os cargos mais relevantes da companhia, sobretudo para os órgãos estatutários, deixa de ser realizada por critérios meramente técnicos, para servir de instrumento para a realização de objetivos pessoais dos agentes políticos de plantão.

Essas nomeações também podem ser utilizadas para garantir boas colocações profissionais para parentes ou amigos de pessoas vinculadas ao poder político incumbente, não obstante os nomeados não tenham a devida qualificação profissional para as funções e não sejam aptos a – nem tenham condição de – granjear semelhante posição em uma companhia de mesmo porte na iniciativa privada.

As pessoas nomeadas, por sua vez, podem ter interesse nessas colocações na companhia já com o fim premeditado de utilizá-la para objetivos pessoais, tais como viabilizar a realização de negócios de interesse próprio. Assim, esses nomeados podem pretender direcionar a companhia para contratar a realização de obras ou o fornecimento de produtos com empresas de seu núcleo de relacionamento. Além disso, podem querer, enquanto detentores de cargos relevantes da companhia, normalmente com elevados orçamentos, ter acesso a grandes companhias fornecedoras e, assim, obter delas os favores que almejam, tanto sob a forma de comissões pessoais, quanto sob a forma de doações eleitorais.

A experiência tem mostrado ainda que não é incomum a utilização das verbas publicitárias dessas companhias para o patrocínio de peças publicitárias favoráveis ao poder político incumbente, nos anos eleitorais ou, até mesmo, para o patrocínio de veículos de imprensa complacentes.

Com efeito, não é de estranhar que alguns detentores do poder de plantão defendam a conveniência de poucos controles e menos amarras típicas à administração pública, sob a alegação da necessidade de assegurar eficiência similar às empresas privadas. Às vezes, contudo, esse argumento visa a travestir de uma finalidade modernizante o que, na realidade, é o interesse escuso de não ter de prestar contas sobre as decisões tomadas no âmbito das sociedades de economia mista.

Nota-se, assim, que a situação das sociedades de economia mista de capital aberto é peculiar. Do mesmo modo que elas estão sujeitas aos problemas de agência típicos das demais companhias sob controle definido (pois há o risco moral de o Estado, enquanto acionista controlador, valer-se das suas prerrogativas sobre a companhia para utilizá-la como instrumento para a perseguição de outros interesses, estranhos ao seu escopo social), elas também estão expostas aos problemas de agência próprios das companhias sob controle administrativo. Isso ocorre porque aqueles que as conduzem não suportam qualquer prejuízo causado a elas, haja vista que não são proprietários últimos do empreendimento.

### 3.2 DUPLICIDADE DE OBJETIVOS: INTERESSE PÚBLICO E LUCRATIVIDADE

No âmbito da companhia aberta, a divergência de interesses não está adstrita à dissociação entre propriedade, administração e controle. De fato, mesmo entre os proprietários, é possível que haja algum desalinhamento quanto (i) ao nível de riscos que se admite sejam assumidos, (ii) ao tempo aceitável para a maturação do investimento realizado ou (iii) à expectativa sobre o montante de resultados a serem produzidos.

Nesse contexto, há, por exemplo, de um lado, aqueles que acreditam mais fortemente no empreendimento econômico, razão por que têm uma visão mais otimista em relação à rentabilidade dele no longo prazo, bem como maior disposição para aguardar por um período mais demorado de maturação do investimento; de outro, há os que dele esperam o máximo de retorno possível no menor espaço de tempo e, por consequência, preocupam-se mais com a quantidade de lucros a serem distribuídos no curto prazo e com a valorização imediata das ações da companhia.

Todos os acionistas (i.e., proprietários), porém, ressalvadas eventuais intenções oportunistas dos controladores, comungam do objetivo de obter do empreendimento econômico a máxima lucratividade possível em relação ao capital investido. Eles divergem, em essência, tão somente quanto ao período durante o qual estão dispostos a esperar pela produção dos resultados almejados e quanto à forma para alcançar esse intento.

No que se refere às sociedades de economia mista, contudo, há maior potencialidade de conflitos, pois, além daqueles possíveis desalinhamentos próprios das companhias abertas,



também se acrescenta o objetivo estabelecido pelo Estado, principal investidor, de que ela atenda ao interesse público.

Com efeito, no que tange ao Estado, de modo distinto do que ordinariamente visado pelos agentes privados, a decisão de desempenhar determinada atividade econômica não é fundamentada na perspectiva de obtenção de retorno financeiro sobre o investimento realizado, pois a ele são conferidos outros meios para angariar os recursos necessários ao financiamento de seus propósitos, i.e., a imposição de tributos.

Por isso, o desempenho das atividades econômicas, como essência da adoção do sistema capitalista, é atribuído preferencialmente aos agentes privados, reservando-se a possibilidade de atuação do Estado apenas e tão somente às excepcionais hipóteses compreendidas como de interesse público e classificadas como serviço público (art. 175 da Constituição Federal), como monopólio estatal (art. 176 e 177 da Constituição Federal) ou, naquelas atividades econômicas abertas à concorrência, como de relevante interesse coletivo ou de imperativo de segurança nacional (art. 173 da Constituição Federal). Sob a perspectiva do Estado, o único critério norteador para a alocação de recursos na constituição de uma sociedade de economia mista é a necessidade de perseguição daquele interesse público, previamente reconhecido em lei, dentro dos parâmetros constitucionais<sup>98</sup>.

No que se refere especificamente às sociedades de economia mista prestadoras de serviço público, o interesse público inerente à companhia é ainda mais evidente, porque a atividade desenvolvida por ela, dada a sua relevância para a coletividade, é excluída do domínio econômico, atribuindo-se ao Estado a prerrogativa de organizar a forma como ela será desenvolvida. Uma das consequências dessa decisão é o reconhecimento de que, para essa modalidade de atividade econômica, o interesse público prevalece em relação aos interesses particulares, cabendo, por essa razão, ao Estado a prerrogativa de definir a melhor maneira de prestação do serviço público. Dentro dessa discricionariedade, ele pode decidir prestá-lo

---

<sup>98</sup> Aliás, um entendimento diferente significaria uma autorização para a prática do que se denomina capitalismo de Estado, o que lhe daria legitimidade para, assim como os agentes, avaliar as oportunidades existentes no mercado e se aventurar no risco dos empreendimentos econômicos, inclusive como uma alternativa à tributação. Nesse caso, poder-se-ia chegar ao absurdo de se aceitar que o Estado pudesse explorar qualquer empreitada, contanto que presente uma boa perspectiva de lucro. A prevalecer essa lógica, poder-se-ia entender como aceitável que o Estado atuasse em qualquer mercado tão somente porque, em razão do modismo do momento, vislumbrada a possibilidade de altas taxas de retorno. Não parece ser essa a dicção constitucional, pois a atuação empresarial do Estado é tida como uma medida excepcional, autorizada apenas em situações pontuais.

diretamente, contratar um terceiro para tal fim ou organizar uma estrutura administrativa própria para tanto. Essa última hipótese pode ensejar o surgimento de uma sociedade de economia mista, como uma forma de descentralização administrativa da prestação de serviço público.

Com efeito, a decisão estatal de prestar um serviço público de forma descentralizada, por meio de uma sociedade de economia mista, apenas encontra supedâneo constitucional se decorrente de uma avaliação de que essa alternativa é a mais eficiente para cumprir a função de proporcionar a prestação do serviço à coletividade, normalmente em razão dos benefícios decorrentes do fornecimento de parte dos recursos por terceiros (no caso, os investidores), assim como da separação patrimonial, inclusive de receitas<sup>99</sup>.

Por conseguinte, a decisão sobre a constituição de uma sociedade de economia mista é delimitada por parâmetros constitucionais, os quais estabelecem a excepcionalidade dessa via. Nesse sentido, ela depende, por exemplo, de lei específica que autorize a sua instituição (art. 37, XIX, da Constituição Federal), atribuindo-se ao legislador, portanto, a tarefa de identificar e julgar a necessidade de se constituir um veículo nesses moldes para atender ao interesse público identificado.

No momento inicial, contudo, não se definem todos os contornos do interesse público a ser perseguido pela companhia, mas apenas se consigna o interesse público subjacente àquele segmento econômico a demandar a atuação direta do Estado<sup>100</sup>. A concretização do interesse público, não obstante, é dinâmica, variando conforme as circunstâncias fáticas do momento histórico. Afinal, não é possível, diante da complexidade do mundo moderno, o qual está em constante mutação, definir de antemão uma forma preestabelecida, para toda a vida da companhia, de concretização do interesse público. Por isso, cabe ao Poder Executivo da entidade estatal detentora do controle sobre a companhia e aos administradores dessa a competência de definirem de que modo isso vai ocorrer. É dentro desse contexto, por sinal, que

---

<sup>99</sup> “Entre comprometer receitas tributárias, fundamentais para desempenhar certas atividades essenciais e que não geram recursos (como saúde pública e segurança, para ficar em exemplos marcantes), o Estado pode legitimamente se organizar de modo a propiciar que segmentos específicos de suas atribuições sejam autossustentáveis” (CÂMARA, 2014, p. 267).

<sup>100</sup> É o que se verifica, por exemplo, da análise das leis que se referem ao Banco do Brasil (Lei nº 4.595/1964), à Eletrobras (Lei nº 3890-A/1961) e à Petrobras (Lei nº 2.004/1953 e Lei nº 9.478/1997).

se incumbiu a administração das estatais de explicitar anualmente os objetivos de políticas públicas (art. 8º, I, do Estatuto das Estatais).

Paralelamente às funções econômicas decorrentes diretamente do interesse público que dá legitimidade à constituição/manutenção da cada sociedade de economia mista específica, também integra a missão pública dessas companhias, como dever genérico de todas elas, a tarefa de, dentro de seus âmbitos de atuação, servirem como instrumentos da perseguição dos fins da ordem econômica (art. 170 da Constituição Federal), bem como dos objetivos da República (art. 3º da Constituição Federal)<sup>101</sup>. Essas companhias integram a administração pública de forma indireta (art. 37 da Constituição Federal c/c art. 4º, II, c, do Decreto-lei nº 200/1967); por conseguinte, enquanto extensões do Estado, carregam consigo também os ônus e propósitos próprios desse.

Por isso, enquanto, para uma companhia exclusivamente privada, os objetivos públicos consubstanciados nos fins da República e da ordem econômica servem apenas como um filtro de conformidade da atuação, sem, porém, impor a obrigação de condutas positivas voltadas para tais desígnios<sup>102</sup>, para as sociedades de economia mista a repercussão desses objetivos é mais expressiva e direta, na medida em que se exige delas, tal como de todas as entidades estatais, uma atuação proativa aos fins públicos<sup>103</sup>.

Nesse contexto, um aspecto que deve nortear a condução das sociedades de economia mista, a exemplo do que se exige de todos os órgãos da administração pública, é o objetivo de contribuir para a redução das desigualdades regionais e sociais (art. 3º, III e art. 170, VII, da Constituição

---

<sup>101</sup> “Sob a Constituição de 1988, as empresas estatais estão subordinadas às finalidades do Estado, como o desenvolvimento (art. 3º, II, da Constituição)” (BERCOVICI, 2007).

<sup>102</sup> É consabido que os agentes econômicos privados não têm entre suas preocupações na definição das estratégias de desenvolvimento das atividades econômicas objetivos que não seja o lucro. Pelo menos, não ordinariamente. E não há margem na Constituição Federal para impor aos agentes privados outro intento senão esse. O Estado pode, quando muito, se utilizar de alguns artifícios para incentivar ou direcionar os comportamentos desses Agentes para outros fins. A propósito, cabe anotar que a perseguição do lucro pelos agentes privados como meta dominante não é reprovada pela Constituição Federal. Pelo contrário, ela a valida, porquanto coloca como um dos fundamentos da República a livre iniciativa ao lado do trabalho (art. 1º). Afinal, o lucro nada mais é do que a remuneração do empreendedor pelo trabalho de organizar as forças produtivas. Assim, ele – o lucro – está para a livre iniciativa tal como o salário está para o trabalho.

<sup>103</sup> A propósito, registra-se as pertinentes observações de Bercovici (2007), referindo-se, contudo, tão somente aos bancos públicos: “As atividades desenvolvidas pelos bancos públicos são atividades econômicas em sentido estrito, visando a consecução dos objetivos de política econômica do Estado brasileiro, além da preservação do mercado e das relações econômicas no Brasil. O Estado brasileiro atua no setor bancário com base na preservação de relevante interesse coletivo (art. 173, *caput*, da Constituição) (...) pois o relevante interesse coletivo deve ser perseguido e protegido pelos dirigentes das sociedades de economia mista constituídas para tal fim”.

Federal). Cabe a elas, ao desenvolver a atividade econômica, nos limites de seu campo de atuação e da sustentabilidade econômica do empreendimento, considerar essa perspectiva, buscando formas de inserir no processo econômico os segmentos sociais e mercados regionais desprovidos das utilidades disponíveis para outros segmentos e regiões<sup>104</sup>. É, portanto, papel delas desbravar pioneiramente os mercados olvidados pelos agentes privados, visando, assim, a superar as discrepâncias econômicas existentes. A propósito, observa-se que o Estatuto das Estatais determinou a essas companhias que busquem a “ampliação economicamente sustentada de acesso de consumidores aos produtos e serviços” dela (art. 27, §1º, I).

Dentro dessa perspectiva, além disso, avalia-se, por exemplo, ser dever das sociedades de economia mista, no que toca à organização de suas unidades, engendrar alternativas à lógica dos agentes privados, os quais tendem a se concentrar nos grandes centros. Para elas, diferentemente, impõe-se um comportamento mais arrojado, buscando estabelecer suas forças produtivas, na medida do possível, em locais menos usuais, de modo a cooperar com o esforço estatal, definido na Constituição Federal, de superação das desigualdades regionais. Em linha com essa assertiva, nota-se que o Estatuto das Estatais estipula que a realização do interesse coletivo “deverá ser orientada para o alcance do bem-estar econômico e para a alocação socialmente eficiente dos recursos geridos” pela companhia (art. 27, §1º).

Além disso, as sociedades de economia mista, enquanto derivações do Estado, devem atuar no mercado de forma exemplar relativamente ao respeito aos direitos dos consumidores (art. 170, V, da Constituição Federal). Assim, incumbe-lhes, no desempenho de suas funções, esforçar-se para fixar *standards* de comportamento enquanto agentes econômicos, servindo, desse modo, de parâmetro para os agentes privados que lhe fazem concorrência<sup>105</sup>. Não é aceitável, por conseguinte, que uma estatal, dada a sua gênese pública, se conduza no mercado na fronteira da legalidade, simplesmente replicando os artifícios usualmente utilizados pelos agentes privados para se desviar do cumprimento dos direitos dos consumidores, sob o argumento de

---

<sup>104</sup> Nesse sentido, por exemplo, a atribuição dada ao Banco do Brasil, nesse caso, explicitamente, de “difundir e orientar o crédito, inclusive às atividades comerciais suplementando a ação da rede bancária; a) no financiamento das atividades econômicas, atendendo às necessidades creditícias das diferentes regiões do País” (art. 19, XI, a, da Lei nº 4.595/1964).

<sup>105</sup> “[A] empresa estatal pode e deve conduzir seus negócios no sentido de impor padrões de comportamento socialmente desejáveis aos demais concorrentes, buscando equilibrar o mercado mediante o aumento da produção ou a redução de preços, sempre dentro de limites razoáveis, de modo a impedir a realização de ganhos extraordinários” (PINTO JUNIOR, 2010, p. 54).

ser uma prática de mercado. Dela se espera exatamente o inverso, ou seja, que sirva de referência positiva de comportamento.

Outro ponto característico das sociedades de economia mista se verifica na sua relação com os demais agentes do mesmo segmento econômico. Nesse aspecto, elas também se distinguem das demais companhias, pois estas almejam, por princípio, expurgar a concorrência, seja destruindo suas vantagens, por exemplo, via sedução de seus talentos<sup>106</sup>, seja perseguindo um nível de eficiência que lhe catapulte ao monopólio natural no segmento econômico em que atua, já que, assim, terá mais oportunidades de extrair o excedente do consumidor<sup>107</sup>.

Para uma sociedade de economia mista, no entanto, esse tipo de conduta feriria de morte a ordem econômica (dever-ser) estabelecida na Constituição Federal. O propósito do Estado, determinado constitucionalmente, é que os segmentos econômicos sejam explorados pelos agentes privados, e não por um órgão estatal<sup>108</sup>. O objetivo dele deve ser promover incentivos para que os agentes privados tenham condições de explorar todos os segmentos econômicos em número adequado de competição, de modo que os consumidores tenham suas necessidades atendidas da forma mais eficiente e ao menor preço, sem dependerem do Estado.

Assim, não faz nenhum sentido – pelo contrário, contraria as finalidades estatais – ter uma entidade estatal atuando com o objetivo de bloquear, mesmo que por meios legítimos, a entrada de novos competidores ou de expelir do mercado os competidores existentes. Um comportamento dessa natureza por uma companhia estatal representaria uma atitude contraproducente em relação aos fins da ordem econômica visados pela Constituição Federal, na medida em que contrária à primazia da livre concorrência (art. 170, IV, da Constituição Federal).

---

<sup>106</sup> Quanto a esse ponto, um exemplo da diferença de propósitos pode ser verificado na referência explícita do quadro institucional da Eletrobras, a qual tem, entre suas funções, a formação de mão-de-obra qualificada para a indústria de energia elétrica (art. 29 da Lei nº 3890-A/1961). Em uma companhia privada, por sua vez, tudo o que ela não quer é fornecer mão-de-obra, notadamente qualificada, para seus concorrentes.

<sup>107</sup> Vale lembrar que o domínio de determinado mercado obtido de forma natural, fundado na maior eficiência, é legítimo (art. 36, §1º, da Lei nº 12.529/2011).

<sup>108</sup> Cumpre observar que, mesmo em relação ao serviço público e às atividades monopolizadas, a Constituição Federal aceita a possibilidade de o Estado conceder a atividade econômica à iniciativa privada. A classificação como serviço público ou monopólio estatal apenas serve para dar ao Estado um poder mais amplo para a organização daquele segmento econômico e para julgar a pertinência de participação de agentes privados nesse segmento.

De fato, o interesse público que legitima a participação estatal na companhia e, por consequência, motiva a imprescindibilidade de o controle sobre elas ser detido pelo Estado, tem por objetivo mitigar o risco de os objetivos públicos serem bloqueados ou desvirtuados pelos interesses exclusivos dos sócios privados<sup>109</sup>.

É importante consignar que os acionistas privados, tanto os que subscreveram as ações em seu lançamento, quanto os que compram as ações no mercado secundário, têm pleno conhecimento de que a companhia tem uma missão pública a cumprir (CARVALHOSA, 2011, p. 439). Por isso, eles, como agentes econômicos racionais, precificam esses outros objetivos, de modo que, quando decidem por esse investimento, incluem um desconto em relação ao valor das ações.

Além disso, por outro lado, também não se deve desconsiderar que, em complemento a essa estratégia de desconto no preço, há para esses acionistas determinadas vantagens em se associar com o Estado no empreendimento econômico.

À partida, tal associação pode ser a oportunidade de esses agentes econômicos investidores ingressarem em determinado segmento econômico que possui uma barreira de entrada muito elevada, seja porque exige muito capital de investimento, seja porque é extremamente sofisticado ou regulado<sup>110</sup>.

Adicionalmente, essas companhias, mesmo quando exploradoras de atividade econômica em regime de concorrência, costumam gozar de algumas preferências nas contratações com o poder público, pelo fato de serem controladas pelo Estado<sup>111</sup>. Nessa hipótese, ter a preferência do Estado nas contratações significa uma vantagem comparativa para as sociedades de economia

---

<sup>109</sup> “[P]ercebeu-se que o Estado deveria participar do ‘comando’ da empresa, porque se delineava a política da ‘intervenção’ desse Estado no domínio econômico, quando objetivos maiores do que o simples apoio à iniciativa privada já se haviam configurado. A empresa criada deveria ajustar-se à política econômica e, por isso, se o Estado participasse desse comando, tal ajustamento seria mais seguro” (SOUZA, 1994, p. 274). “[A] forma é de direito privado, mas o substrato é público” (TÁCITO, 1997, p. 817).

<sup>110</sup> A propósito, vale observar, por exemplo, os segmentos de atuação da Petrobras, do Banco do Brasil e da Sabesp.

<sup>111</sup> Essa preferência está consubstanciada, por exemplo, no art. 24, VIII, da Lei nº 8.666/1993 (Lei de Licitações). Além disso, ainda se pode citar algumas preferências específicas decorrentes de outras normas legais. Nesse sentido, a possibilidade de o Banco do Brasil ser depositário de valores em discussão judicial, por ser um banco público (art. 840 do Código de Processo Civil) ou o fato de ser um Agente Financeiro do Tesouro Nacional (art. 19 da Lei nº 4.595/1964) e, com isso, transitarem por ele todas as transferências financeiras da União, e por aí adiante. Em igual sentido, o direito que, até 2016, era assegurado à Petrobras de ter participação mínima nos consórcios para exploração de petróleo em regime de partilha de produção (art. 4º da Lei nº 12.351/2010). De igual modo, as preferências concedidas por leis municipais à Sabesp (sociedade de economia mista estadual) para explorar os serviços de saneamento básico, como ocorreu na capital paulista (Lei Municipal nº 14.934/2009) e em outras prefeituras paulistanas.

mista em relação aos seus concorrentes privados, e isso beneficia indiretamente os acionistas privados dessas companhias.

Além disso, a participação no capital de uma sociedade de economia mista também pode ser a oportunidade para que aquele investidor se associe com quem dispõe de ferramentas para definir os rumos econômicos do País. Isso porque a sociedade de economia mista, na medida em que controlada pelo próprio Estado, tem maior probabilidade de ter certa dianteira em prognosticar os cenários para o médio e o longo prazo. Além disso, ela pode contar com auxílios exógenos<sup>112</sup>, por parte do poder político incumbente, para atingimento de seus objetivos, porquanto, em tese, alinhados com o interesse coletivo.

A necessidade de perseguir o interesse público, contudo, não significa que essas companhias possam negligenciar a lucratividade<sup>113</sup>. Isso apenas significa que a geração de receitas não é o objetivo essencial do Estado ao participar de sua constituição. De fato, o intento dele é implementar determinadas políticas econômicas, mas, ao optar por esse mecanismo mercantil, ele avalia como possível o atingimento dessas políticas por meio da associação com outros agentes privados, conjugando aquele propósito à lucratividade.

A lucratividade, aliás, embora não seja o fim principal de um ente estatal, não lhe é incompatível. Isso porque a ideia subjacente ao conceito de lucratividade é a sobra de caixa<sup>114</sup> e, nesse sentido, ela não escapa totalmente ao setor público, ainda que por razões distintas<sup>115</sup>.

---

<sup>112</sup> Sob a forma de ajustes regulatórios, viabilização de obras de infraestrutura, empenho para a concessão de licenças e autorizações etc.

<sup>113</sup> Aponta-se, porém, que há quem, tal como Bercovici (2007), sugira que a implementação de políticas públicas teria prevalência sobre a lucratividade e, portanto, autorizaria uma atuação deficitária dessas companhias.

<sup>114</sup> O termo lucratividade deriva do substantivo lucro, o qual tem várias acepções, inclusive metafóricas. Ordinariamente, o termo está bastante associado à ideia de investimento, em um sentido amplo, indicando qualquer tipo de operação comercial, industrial ou financeira. Assim, é lucrativo aquele investimento que, calculada a diferença entre o valor inicialmente investido e o valor resgatado ao final, apresente um produto positivo; se ele, diferentemente, for negativo, observa-se um prejuízo. A lucratividade pode ser uma consequência meramente acidental decorrente da realização da operação, como eventualmente pode ocorrer na compra e posterior venda de um bem (casa, carro, violão etc.); assim como também pode ser um objetivo perseguido desde o início, situação típica das atividades especulativas. Em um sentido mais específico, o termo lucratividade é também utilizado para se referir ao resultado financeiro, em determinado espaço de tempo, dos empreendimentos econômicos. Nessas circunstâncias, ele indica o resultado positivo em relação ao cálculo da diferença entre o total das receitas geradas e o total dos custos incorridos no âmbito daquele empreendimento econômico durante um certo marco temporal. Em essência, a lucratividade, nessa concepção, revela a existência de sobra de caixa, objetivo primordial do empreendedor, pois essa é a sua remuneração pelo trabalho de organizar a atividade econômica, bem como a sua compensação pelo risco incorrido em empregar nela seu capital. É, enfim, o que move o investidor/empreendedor.

<sup>115</sup> Sundfeld (1994, p. 264) diz que apenas as sobras de caixa decorrentes de atividades econômicas é que podem ser, juridicamente, denominadas de lucro, porque esse “é um conceito avaliatório, só empregável após trabalho de comparação. O lucro é o saldo econômico positivo de atividade destina a obtê-lo. [...] [S]ó produz lucro (no sentido

Efetivamente, há também em relação ao setor público a preocupação em se perseguir, tanto quanto possível, o resultado líquido positivo (superávit) entre as receitas auferidas e as despesas incorridas. Isso decorre da premissa de que os déficits orçamentários (i.e., a insuficiência de caixa para fazer frente a todas as despesas) constituem uma causa relevante de impactos inflacionários, o que tem efeitos deletérios no médio e no longo prazo (ROSSETTI, 1982, p. 239; NUSDEO, 2005, p. 313-315).

Igual inquietação se tem em relação à tomada de dívidas, pois essa medida significa adiantar para o presente o consumo de receitas futuras, como meio ordinário para superação dos desequilíbrios negativos entre receitas e despesas. Essa solução, além dos impactos inflacionários, tem o inconveniente de significar a transferência para as gerações futuras dos custos de sustentação da geração consumidora<sup>116</sup>.

No Brasil, como fruto da preocupação com essa temática, depois de um histórico de irresponsabilidade na utilização da tomada de dívida pública, foi editada a Lei de Responsabilidade Fiscal (Lei Complementar nº 101/2000), com o objetivo de estipular critérios mais estreitos para o comprometimento das receitas futuras. Por esse diploma legal, propugna-se, como princípio fundamental, o equilíbrio das contas públicas, instilando no gestor público um padrão de conduta cauteloso e responsável quanto às questões financeiras, adstrito às limitações orçamentárias<sup>117</sup>.

---

jurídico) o empreendimento cujo fim seja sua obtenção”. Assim, segundo o aludido autor, a sobra de caixa daquilo que não é atividade econômica é apenas “saldo financeiro (ou, mais amplamente, econômico)”. Em sentido parecido, Câmara (2014, p. 257), o qual diz que, tecnicamente, as estatais “não lucrariam; obteriam, sim, superávits”.

<sup>116</sup> A propósito, vale lembrar as observações de Mendes (2002), referindo-se, porém, aos gastos públicos em geral: “os gastos públicos normalmente beneficiam muito mais as gerações atuais que as gerações futuras. Entre outros fatores, isto se deve ao fato de que as decisões políticas tendem a visualizar um período estreito de tempo a fim de se concretizarem. Natural – mas não ideal – que assim seja. Tomadores de decisões políticas frequentemente ficam adstritos ao período de seus mandatos, uma vez que percebem que os efeitos de suas decisões são sentidos mais a curto que a longo prazo. Acrescente-se a isto o fato de que muitos eleitores ignoram completamente a complexidade das decisões, não percebendo ou relevando o limitado escopo de tais decisões, não se prolongando no tempo e beneficiando, primordialmente, as gerações atuais”. De fato, esse é um caminho que apenas tem legitimidade em circunstâncias excepcionais, quando o consumo adiantado dos recursos futuros tiver por finalidade investir em determinada utilidade que tenha o potencial de produzir, no longo prazo, recursos suficientes para viabilizar o pagamento dos recursos adiantados, acrescidos dos custos (juros) incorridos para consumi-los prematuramente. Nessa excepcional circunstância, ela, em vez de ilegítima, pode ser considerada como uma dádiva para a sociedade, pois propicia às gerações futuras um resultado melhor do que aquele que existiria sem a adoção dessa medida; caso, entretanto, ela tenha substrato nessa finalidade, consubstanciará um prejuízo para as gerações futuras em benefício das gerações presentes, pois aquelas terão que arcar com a devolução dos recursos, sem que deles tenham se beneficiado, ou seja, as gerações futuras pagarão pelos benefícios usufruídos pelas gerações atuais.

<sup>117</sup> Sobre as razões da Lei de Responsabilidade Fiscal, ver Correia Neto (2010), em relação à perspectiva do equilíbrio orçamentário, e Mendes (2002), quanto aos aspectos do conflito geracional.



Essa situação tem reflexos também sobre as sociedades de economia mista<sup>118</sup>. Embora elas não estejam abrangidas explicitamente pela Lei de Responsabilidade Fiscal, é possível depreender desse diploma um princípio geral de direito a indicar um padrão de conduta para os gestores dos entes públicos no geral, consistente no dever de responsabilidade com as contas financeiras, com vistas a perseguir o superávit orçamentário e a evitar o consumo no presente das receitas futuras.

Por essa razão, há de se considerar como contrário ao direito eventual comportamento da administração de uma sociedade de economia mista que, descurando desse padrão de conduta, venha (i) a ensejar a acumulação de perdas; (ii) a assumir um endividamento sem o adequado amparo da sua viabilidade de pagamento no futuro; ou mesmo (iii) a consumir hoje as receitas vindouras, sem qualquer propósito razoável, desvinculado dos objetivos do empreendimento econômico.

Ademais, no caso específico das sociedades de economia mista constituídas sob a forma de sociedades anônimas, a preocupação com a sustentabilidade financeira também encontra fundamento na própria essência desse mecanismo. Por ele, o capital social é o limite máximo de compromisso de seus subscritores com o empreendimento econômico (art. 1º da LSA). A única obrigação desses subscritores perante a nova pessoa jurídica será em relação à integralização do capital social, i.e., efetiva transferência dos ativos para a nova pessoa jurídica. Cumprida essa obrigação, cessa a responsabilidade patrimonial dos acionistas (investidores) com a companhia, de modo que eles ficarão imunes às dívidas da nova entidade. Aqueles que se relacionarem com ela, por sua vez, terão em conta exclusivamente o patrimônio social da nova entidade, pois, caso venham a ter qualquer crédito em relação a ela, não poderão se voltar contra aqueles investidores.

O Estado, ao se valer desse mecanismo, também visa ao mesmo objetivo de delimitar o risco que está disposto a assumir com o empreendimento econômico. Essa demarcação *ex ante* do montante de recursos (ativos) que serão postos em jogo no desempenho da atividade econômica

---

<sup>118</sup> A propósito, registra-se a observação de Correia Neto (2010), no sentido de que as estatais, sobretudo os bancos públicos, foram por bastante tempo um dos principais instrumentos para viabilizar a expansão de dívidas, via carregamento de títulos da dívida mobiliária dos entes públicos, no caso dos bancos, ou pelo acesso a linhas de crédito da União, quanto às empresas públicas.

tem importância fundamental no processo decisório de constituição da companhia, inclusive para definir o nível de suporte político que a medida alcançará.

Desse modo, quando o Estado decide por constituir uma companhia nesses moldes, ele deve avaliar cuidadosamente o volume de capital social necessário para que o empreendimento econômico seja colocado em funcionamento e se sustente autonomamente, sem a dependência de contribuições futuras.

A consequência da limitação da responsabilidade patrimonial do Estado ao montante de capital social subscrito, por sua vez, significa que as sociedades de economia mista estão sujeitas à insolvência, ainda que sob alguma forma peculiar<sup>119</sup>. Desse modo, se o empreendimento econômico atingir o colapso econômico-financeiro, ele fenecerá, não havendo obrigação de o Estado aportar novos recursos<sup>120</sup>. Desse modo, os credores da companhia, inclusive

---

<sup>119</sup> Cumpre observar que o art. 242 da LSA estipulava a responsabilidade subsidiária do ente federativo controlador pelas obrigações das sociedades de economia mista, excluindo-as do procedimento falimentar. Essa disposição, contudo, foi revogada, exatamente pelo entendimento de que isso dava a essas companhias um tratamento benéfico em relação às demais empresas privadas. Ora, se as obrigações das sociedades de economia mista gozam da fiança do Estado, obviamente que isso torna a contratação com elas mais segura do que com outras companhias do mesmo segmento, o que se contrapõe à disposição constitucional que estipula que elas estão sujeitas ao regime jurídico próprio das empresas privadas, inclusive quanto às obrigações comerciais (art. 173, §1º, III da Constituição Federal). De toda sorte, pouco tempo depois, quando da nova Lei de Falências e Recuperação Judicial (Lei nº 11.101/2005), excluiu-se da aplicabilidade dos procedimentos por ela regulados as empresas públicas e as sociedades de economia mista, assim como as instituições financeiras públicas e privadas, as cooperativas de crédito, as seguradoras, as sociedades de capitalização e outras companhias similares (art. 2º). Essa exclusão, porém, não deve ser interpretada como uma repriminção daquele antigo preceito que imunizava da insolvência as sociedades de economia mista. Na verdade, o conteúdo da nova disposição é bastante diferente daquele antigo artigo 242 da LSA, o qual, além de excluir expressamente as sociedades de economia mista do procedimento de insolvência, ainda estabelecia a responsabilidade subsidiária do acionista controlador pelas dívidas da sociedade. A regra contemplada no atual diploma legal, entretanto, apenas consigna que as sociedades de economia mista, bem como os outros tipos de sociedades que elenca, não estão abrangidas pelo procedimento ordinário de insolvência aplicável ao empresário e às sociedades empresárias. Isso, contudo, não significa que essas sociedades estejam livres da insolvência, mas apenas e tão somente a abertura para que o legislador ordinário estipule um diploma legal específico em relação a elas, dadas as peculiaridades que elas consubstanciam, a exemplo do que se tem em relação a outros tipos específicos de sociedades, como as instituições financeiras, cuja insolvência é regulada pela Lei nº 6.024/197, e as cooperativas, pela Lei nº 5.764/1971. Com efeito, diante da omissão legislativa, cumpre ao Poder Judiciário estabelecer o procedimento aplicável, na forma prescrita pelo art. 4º da Lei de Introdução às Normas do Direito Brasileiro (Decreto-lei nº 4.657/1942), valendo-se, se for o caso, do procedimento ordinário. Essa interpretação integrativa, sem prejuízo, não pode significar uma solução que simplesmente ignore a regra de limitação da responsabilidade patrimonial inerente à forma jurídica da sociedade aplicável, assim como também não pode representar a criação de uma regra extravagante, em que, a par da falta de previsão de responsabilidade subsidiária, também não permita a dissolução da companhia, sem dar qualquer solução para a universalidade de credores do empreendimento insolvente. A propósito, vale registrar que, antes da vigência da LSA atual, muitos autores defendiam a possibilidade de quebra dessas companhias. Por todos, ver Cretella Júnior (1965, p. 42), o qual registrava que “[r]egra geral, como qualquer outra sociedade, a sociedade de economia mista está sujeita ao regime falimentar, mas entrando em jogo interesses públicos, como no caso das concessionárias, a continuidade do serviço deve ser assegurada. Tratando-se de bancos insolventes, o processo indicado é o extrajudicial, havendo casos, porém, em que é possível a decretação da falência do estabelecimento”.

<sup>120</sup> “Pois, certamente quando o legislador autorizou a constituição da estatal exploradora de atividade econômica, não o fez permitindo que o dinheiro público fosse aplicado sem medida, com a abertura frequente de dotações

empregados, a rigor não têm nenhum tipo de proteção especial pelo fato de ela ter como principal ou único acionista o Estado. A responsabilidade deste está limitada ao capital social subscrito<sup>121</sup>.

Por conseguinte, a perseguição da lucratividade para as sociedades de economia mista é também um instrumento de preservação do empreendimento econômico, porquanto, sem isso, elas ficam sujeitas à extinção<sup>122</sup>. Assim, incumbe aos seus gestores atentarem para essa questão, de modo a garantir a perenidade da instituição, de forma que, mesmo que se identifique a superação do interesse coletivo em sua manutenção, o Estado possa recuperar os recursos investidos no empreendimento, por meio da sua alienação a terceiros.

Dito de outra maneira, é obrigação dos responsáveis pela gestão da companhia, tal qual qualquer agente público, atuarem eficientemente (art. 37 da Constituição Federal), assegurando a perenidade do empreendimento econômico, enquanto instrumento de perseguição da missão pública para a qual foi constituído. Devem também preservar o valor do empreendimento, para que, se superado o interesse público que o motivou, aqueles recursos nele afetados possam ser integralmente ressarcidos ao tesouro público. O cumprimento desse objetivo, por consequência, somente é possível se o empreendimento econômico se mantiver lucrativo.

Ainda reforça a imposição de lucratividade das sociedades de economia mista a necessidade de acumulação de recursos excedentes, como meio de financiamento de seu desenvolvimento e

---

orçamentárias para que sejam cobertos ‘buracos’ na administração da estatal. O fez porque havia interesse público que o justificasse, conforme o balizamento constitucional que justifica a participação do Estado como empresário. E se posteriormente esta estatal exploradora de atividade econômica se perde em dívidas, das duas uma: ou não havia interessante relevante algum, ou ele se perdeu no tempo” (RODRIGUES, 2005).

<sup>121</sup> Ressalva-se, porém, que, em sentido contrário, há algumas vozes de renome (PINTO JUNIOR, 2010, p. 230; CAMPINHO, 2008, p. 24). Em sentido um pouco diferente, Carvalhosa (2011, p. 454), o qual sustenta que o novo diploma legal “significa a volta da imunidade falimentar das sociedades de economia mista, *sem* que a pessoa jurídica de direito público controladora responda, subsidiariamente, pelas dívidas da sociedade”. Entendendo do mesmo modo, Eizirik (2015, p. 215). Essa última interpretação, porém, representaria uma repristinação apenas parcial, o que parece não fazer sentido, pois a lei nada explícita sobre isso.

<sup>122</sup> Isso não quer dizer que, se o Estado constatar que o empreendimento econômico necessita de novos aportes financeiros, ele, tal qual qualquer acionista de outro empreendimento similar exclusivamente privado, não o possa fazer, se presentes elementos de indiquem a viabilidade/utilidade da manutenção da companhia. Essa situação, no entanto, colocará o Estado em situação delicada, pois, mantido o interesse público na exploração da atividade econômica, tal como originalmente vislumbrado pelo legislador quando de sua instituição, ele será “forçado” a contribuir com novos recursos, pois será imprescindível que a maioria das ações votantes pertença ao Estado. Nesse caso, não haverá outra alternativa para ele senão a participação nesse movimento societário, sob pena de inviabilizar a existência da companhia como instrumento de política econômica. Além do mais, não havendo interesse dos demais acionistas em também participar do novo aporte capital, ele será obrigado a arcar sozinho com a tarefa, elevando sua participação social no empreendimento econômico, o que, a princípio, seria desnecessário se ela tivesse sido administrada eficientemente.

ampliação, para possibilitar o pareamento com os demais agentes econômicos atuantes no segmento, via acompanhamento das inovações perpetradas por eles e, assim, evitando serem alijadas do mercado<sup>123</sup>. No contexto da lógica capitalista, as companhias, para sobreviverem no mercado, são obrigadas a aprimorarem constantemente seu processo produtivo e seus produtos. As sociedades de economia mista não escapam dessa regra. Elas somente conseguirão cumprir a missão pública que justifica a sua existência se tiverem um grau de sofisticação, no mínimo, similar aos seus pares. Para tanto, é imprescindível que elas, além do equilíbrio em seus resultados financeiros, tenham um nível de acumulação de excedente que lhes permita investir em inovação e na renovação permanente de suas tecnologias<sup>124</sup>.

Adicionalmente, com relação especificamente às companhias que atuam em regime de competição, elas também não podem agir de uma maneira que, por vias transversas, iniba a participação no mercado dos demais agentes econômicos. Desse modo, partindo do pressuposto de que a motivação para os agentes econômicos explorarem determinada atividade econômica é a perspectiva de lucro, a atuação de uma estatal que ignore esse objetivo significará que aquele segmento de mercado restará inviabilizado para exploração por outros agentes econômicos, pois eles apenas aceitarão o risco de iniciar ou de manter um empreendimento econômico se vislumbrarem a possibilidade de obterem um retorno financeiro pelo risco tomado, bem como uma justa remuneração pelo trabalho empreendido.

Portanto, não há suporte constitucional para que a sociedade de economia mista se valha de margem de lucro nula ou excessivamente baixa, incapaz de propiciar uma rentabilidade suficiente para induzir à tomada de riscos pelos agentes econômicos privados. De fato, uma atuação nesses termos significará um fator inibitório para a atuação dos agentes privados, representando uma atitude contraproducente ao objetivo constitucional de que as atividades econômicas sejam, o quanto possível, desempenhadas por agentes econômicos privados<sup>125</sup>.

---

<sup>123</sup> “[C]omo se modificam continuamente as condições do mercado que a empresa se propõe a servir, ela precisa também expandir-se. É que a racionalidade do sistema não é exterior à empresa; por isso, impõe-lhe o crescimento” (IANNI, 2004, p. 12).

<sup>124</sup> O termo é aqui utilizado em seu sentido amplo, significando o conjunto de instrumentos, métodos e técnicas.

<sup>125</sup> Em sentido semelhante, Guimarães (2011, p. 70): “[S]e fosse admitido para as sociedades de economia mista, modalidade de empresas sob o controle do Estado, em especial aquelas que desenvolvem iniciativa econômica, mas que se encontrassem sem uma meta de produção de lucro, isso teria, por resultado, uma qualificação de concorrência desleal, ou seja, *dumping*, uma vez que obstarium o exercício pleno da concorrência nos mercados pelas empresas privadas que poderiam vir a competir em tais mercados, já que estariam em disputa com empresas que praticariam preços inferiores aos padrões de consumo”.

O fator, porém, mais relevante a impor a busca da lucratividade pelas sociedades de economia mista é a presença de acionistas privados, os quais contaram com essa perspectiva quando assentiram em alocar seu patrimônio na companhia.

De fato, esses acionistas privados, para aceitarem o convite estatal a investirem seus recursos no empreendimento econômico, têm o objetivo primordial de lograrem um retorno financeiro por isso. Essa decisão de, em vez de consumir imediatamente esses recursos financeiros, alocá-los em ações da companhia estatal envolve uma análise que abrange a adequada proporcionalidade entre a perspectiva de retorno financeiro a ser percebido e o risco a ser incorrido. Essa análise envolve ainda a comparação entre o preço pago por outros investimentos similares e aquele possível de ser obtido no investimento na sociedade de economia mista, sob a forma de dividendos e juros sobre capital próprio, mas também os ganhos de capital que poderão ser alcançados quando da venda das ações no mercado secundário. Estes, por sua vez, dependem das perspectivas futuras do empreendimento econômico em relação à distribuição de resultados financeiros<sup>126</sup>.

Essa perspectiva, por seu turno, é totalmente legítima e, inclusive, é forjada pelo próprio Estado. A constituição do empreendimento econômico em associação com agentes privados só se viabiliza na medida em que esses se convencerem de que o negócio tem potencial para gerar um resultado financeiro suficiente para atender às perspectivas de retorno<sup>127</sup>. Sem esse compromisso, os agentes econômicos privados não se disporão a colocar seus recursos no empreendimento estatal nem a comprar as ações dele no mercado secundário.

A concepção da sociedade de economia mista, portanto, ao vislumbrar a participação de investidores privados, deve, necessariamente, considerar a perspectiva de lucro, sob pena de não fazer sentido a companhia com essa estrutura<sup>128</sup>.

---

<sup>126</sup> “[A] natural motivação dos sócios privados dessas empresas é a obtenção de dividendos ou da valorização do capital investido. Está irremediavelmente associado a essa perspectiva de vantagem, por certo, o fato de tal empresa almejar lucro. Não se investe em empresa que, *a priori*, abre mão de qualquer lucratividade ou que, por sua natureza, não precise ou não deva buscar o lucro” (CÂMARA, 2014, p. 267).

<sup>127</sup> “A Constituição, ao conferir ao Estado a possibilidade de se organizar no modelo empresarial, assumiu que as atividades nesse contexto desempenhadas (seja atividade econômica em sentido estrito, seja serviço público) também podem assumir como objetivo a obtenção de lucro” (CÂMARA, 2014, p. 269).

<sup>128</sup> “[A] razão vital desse gênero de pessoa é a viabilidade de desenvolver-se eficazmente atividade pública – e daí a participação do Estado, interessado nessa atividade – e, ao mesmo tempo, produzir saldos econômicos apropriáveis, o que enseja a afluência de capitais privados. Sem essa equação, a sociedade de economia mista inexistiria” (SUNDFELD, 1994, p. 267).

Assim, a administração da sociedade de economia mista deve, necessariamente, respeitar as expectativas dos agentes econômicos que se associaram com o Estado em torno dela, certificando-se de que a perseguição do interesse público não signifique o desatendimento dos anseios de lucratividade do empreendimento econômico, pois este pressupõe a geração de algum resultado positivo suficiente para remunerar adequadamente o risco tomado quando da decisão de investir na companhia.

A frustração dessas expectativas compromete a reputação do Estado e, além de condenável sob a perspectiva dos investidores privados das sociedades de economia mista, também representa uma mácula à confiabilidade do Estado para projetos futuros, acarretando a desvalorização daquele ativo público para eventual desinvestimento futuro.

Para o Estado, por sua vez, a boa reputação da companhia em termos de lucratividade é importante como preservação do ativo público nela representado, porquanto permitirá a ele, se superado o interesse público que justificou a sua participação no empreendimento econômico, desvencilhar-se do investimento sem ocasionar a perda dos recursos alocados na sua capitalização.

Desse modo, conclui-se que as sociedades de economia mista têm um duplo objetivo. De um lado, assim como as companhias privadas, precisam perseguir a lucratividade, da qual dependem a sua sustentabilidade e valorização futura e a remuneração de seus acionistas privados. Por outro, elas também devem, enquanto entidades derivadas do Estado, perseguir o interesse público que legitima a participação estatal no empreendimento econômico.

Essa situação torna esses empreendimentos econômicos bastante peculiares, na medida em que incumbe à sua administração equilibrar esses dois objetivos antagônicos e evitar que a perseguição de um deles signifique o sacrifício do outro.

Por conseguinte, a mensuração da performance da sociedade de economia mista é bem mais complexa, porquanto depende de uma avaliação subjetiva quanto à adequada harmonia entre seus dois objetivos. Essa situação, por sua vez, reforça a potencialidade dos problemas de agência, pois eleva a discricionariedade daqueles com poder sobre a companhia. Isto é, ela lhes

dá maior margem de decisão para definir os rumos do empreendimento econômico, uma vez que lhes aumenta as alternativas de justificativas para suas decisões.

## **4 ESTRATÉGIAS INSTITUCIONAIS PARA PROTEÇÃO DOS ACIONISTAS MINORITÁRIOS DAS SOCIEDADES DE ECONOMIA MISTA DE CAPITAL ABERTO**

### **4.1 ESTRUTURA JURÍDICA BÁSICA DE GOVERNANÇA PARA AS SOCIEDADES DE ECONOMIA MISTA DE CAPITAL ABERTO**

O ordenamento jurídico brasileiro lida com os problemas singulares de governança das sociedades de economia mista por meio das estratégias aplicáveis a todas as companhias abertas, assim como mediante estratégias específicas para as de economia mista<sup>129</sup>. Sob o aspecto geral, o arcabouço padrão de governança das companhias abertas se ocupa de uma parcela relevante dos problemas a que estão sujeitos os acionistas minoritários das sociedades de economia mista, enfrentando tanto os problemas típicos das companhias sob controle definido quanto os das companhias sob controle administrativo. Ele, portanto, combate as duas formas de problemas de agência a que as sociedades de economia mista estão sujeitas. De forma específica, porém, essas companhias também se submetem às regras próprias da administração pública<sup>130</sup>, assim como se sujeitam às regras particulares recentemente instituídas pelo Estatuto

---

<sup>129</sup> As estratégias aqui referidas significam os métodos genéricos impostos pela lei para mitigar a vulnerabilidade dos Principais às condutas oportunistas por parte de seus Agentes, conforme proposto por Armour, Hansmann e Kraakman (2009). Dentro dessa proposta, inclui-se tanto as normas que visam a limitar diretamente o comportamento dos Agentes, assim como aquelas que visam a facilitar o controle por parte dos Principais em relação àqueles.

<sup>130</sup> Mello (2010, pp. 201-203) faz o registro de diversos dispositivos constitucionais que revelam a submissão das sociedades de economia mista a regime típico da administração pública e conclui: “[O] regime das sociedades de economia mista e empresas públicas, sejam elas prestadoras de serviço público (obras públicas e demais atividades de tipologia pública) ou exploradoras de atividade econômica, já por força destas normas categoricamente expressas na Constituição, não é o mesmo das empresas privadas em geral. É evidente que os preceptivos mencionados compõem um regime peculiar que não se aplica, nem faria qualquer sentido que se aplicasse, às pessoas de Direito Privado em geral”.



das Estatais, o que, indiretamente, também beneficia os interesses de seus acionistas minoritários.

Com efeito, as sociedades de economia mista, quando de capital aberto, estão sujeitas às mesmas regras e limitações de governança aplicáveis às demais companhias (art. 173, §1º, II, da Constituição Federal; art. 235 da LSA e art. 5º do Estatuto das Estatais), inclusive no que se refere às obrigações enquanto emissora de ações (Lei nº 6.385/1976). Elas também se submetem à fiscalização e à regulação exercida pela Comissão de Valores Mobiliários (art. 4º, 2º, do Estatuto das Estatais) e ao regime informacional estabelecido por aquela autarquia (art. 8º, §3º, do Estatuto das Estatais).

Por consequência, a estrutura de poder das sociedades de economia mista, a exemplo de seus pares privados, deve ser fragmentada em três funções distintas: deliberação (assembleia geral), administração (conselho de administração e diretoria) e fiscalização (conselho fiscal)<sup>131</sup>.

A assembleia geral é o órgão máximo de deliberação da companhia<sup>132</sup>. É nele que as manifestações dos acionistas são realizadas de forma mais direta e onde são sacramentadas as decisões mais relevantes para o desenvolvimento do empreendimento econômico. Portanto, é na assembleia geral que o poder de controle do Estado sobre a sociedade de economia mista se revela de forma evidente.

O ordenamento jurídico, contudo, não permite, como regra geral, que o poder do acionista seja exercido de forma irrestrita. Assim, o Estado, enquanto acionista controlador, está impedido de votar naquelas situações em que puder se beneficiar de modo particular ou em que tenha um interesse conflitante com o da companhia (art. 115, §1º, da LSA). Embora essa regra se aplique

---

<sup>131</sup> “Ao contrário do que sucede nos demais tipos societários, a economia interna da sociedade anônima não é deixada à livre decisão dos seus fundadores ou acionistas. O legislador discriminou poderes-funções considerados fundamentais, atribuindo-os a órgãos próprios, insuprimíveis e inconfundíveis: o poder-função deliberante à assembleia-geral, o poder-função administrativo à diretoria, o poder função sindicante ao conselho fiscal. A liberdade negocial dos particulares, na organização de uma companhia, é, pois, limitada pelo respeito devido a essa estrutura básica” (COMPARATO; SALOMÃO FILHO, 2014, p. 26).

<sup>132</sup> Qualquer assunto relacionado ao objeto da companhia pode ser objeto de deliberação e de decisão por esse órgão (art. 121 da LSA). Ele “é o principal centro de formação da vontade social dos acionistas, constituindo eminente expressão de vontade coletiva (CUNHA, 2007, p. 198). Não são todos os acionistas da companhia, entretanto, que têm direito à voto. Esse direito é assegurado por lei apenas aos detentores de ações ordinárias (art. 110 da LSA), pois o estatuto social pode sonegá-lo dos detentores de ações preferenciais (art. 111 da LSA). De toda sorte, o acionista preferencialista terá assegurado o direito de voto na hipótese de a companhia deixar de pagar dividendos por três exercícios consecutivos (art. 111, §1º, da LSA). Além disso, o acionista preferencialista, embora ordinariamente não possa votar, tem a faculdade de participar e discutir qualquer matéria submetida à análise da assembleia geral (art. 125, parágrafo único, da LSA).

indistintamente a todos os acionistas, ela é especialmente relevante como instrumento de proteção dos acionistas minoritários, pois funciona como um mecanismo de bloqueio ao comportamento oportunista daquele que tem mais poder, i.e., o acionista controlador.

No que se refere ao benefício particular, o objetivo é impedir que o acionista seja juiz de si mesmo, quanto a um proveito não extensível aos demais acionistas. Por isso, a regra é pela abstenção do voto. Com relação ao conflito de interesses, contudo, não há consenso sobre se ele deve ser verificado *ex ante* e, portanto, se impede o exercício de qualquer voto, ou se *ex post* e, por consequência, apenas interdita o voto que, no caso concreto, for exercido em prejuízo da companhia (CUNHA, 2007, p. 274-287)<sup>133</sup>. Sem prejuízo, de uma forma ou de outra, a regra impõe um padrão de conduta que limita o poder do acionista controlador, cuja maior ou menor efetividade na mitigação das condutas oportunistas depende da interpretação prevalecente, ainda em construção na jurisprudência.

Também no contexto da mitigação dos conflitos de interesses, o sistema jurídico ainda exige especificamente das sociedades de economia mista o estabelecimento de políticas específicas para regular as transações com partes relacionadas, assim como de divulgar e monitorar o cumprimento dessas políticas (art. 8º, VII e 24, VI, do Estatuto das Estatais), sem prejuízo do dever geral de informação sobre essas transações, estabelecido genericamente para todas as companhias abertas (Instrução CVM nº 480, Anexo 24, e Deliberação CVM nº 560).

À assembleia geral, por seu turno, se contrapõem os outros órgãos da companhia, os quais, mesmo que a ela subordinados, têm competências e funções próprias. A função de administração é fragmentada no Conselho de Administração e na Diretoria (art. 138 da LSA).

---

<sup>133</sup> As decisões da CVM sobre o tema são vacilantes. Por algum tempo, havia uma orientação no sentido de que o conflito de interesse apenas se configurava *ex post*, quando demonstrada a existência de dano, conforme se depreende dos paradigmáticos Caso Tim (PAS nº TA/RJ2001/4977), Caso Previ (PAS nº TA/RJ2002/1153) e Caso Ambev (PA nº RJ2004/5494). No entanto, no Caso Tractebel (PA nº 2009/13179), ela sinalizou que há situações em que o conflito de interesse se verifica *ex ante*, impedindo, à partida, o voto. Mais recentemente, contudo, no Caso Eletrobras (PA nº RJ2013/6635), ela entendeu que a União, acionista controladora, não poderia ter votado em assembleia geral da companhia em que se deliberou sobre a renovação da concessão para a geração e transmissão de energia elétrica. No caso, a aprovação da renovação implicava a renúncia, por parte da companhia, ao direito de pleitear indenização em face da União por ativos não amortizados objeto da concessão anterior. Assim, a autarquia entendeu que, na situação em concreto, a Eletrobras, ao ter renovado as concessões, a partir do voto da União, “teria perdido a possibilidade de questionar a MP 579 quanto à forma de apurar a indenização devida pela União e, com isso, beneficiou esse acionista, relativamente à diferença entre o montante encontrado pelo valor novo de reposição e o até então tido pela Companhia como efetivamente correto”. Por essa razão, a “decisão de renovação dos contratos envolvia interesses externos da União e a beneficiária de forma particular, colocando-a em situação de conflito [de interesses]”, ensejando, portanto, a obrigatoriedade da abstenção na votação. Em razão do descumprimento desse dever, a CVM aplicou à União uma multa pecuniária de R\$ 500.000,00. Essa última decisão, contudo, trata indistintamente o benefício particular como hipótese de conflito de interesses. O tema, de toda sorte, ainda está longe de ter um posicionamento definitivo pelos tribunais.

O Conselho de Administração, ordinariamente, tem a competência de definir as estratégias gerais dos negócios da companhia, de aprovar determinadas matérias mais relevantes e de monitorar as atividades desempenhadas pela Diretoria (art. 142 da LSA); a esta, por seu turno, incumbe conduzir a companhia cotidianamente. Nas sociedades de economia mista, contudo, a competência do Conselho de Administração é mais ampla, pois inclui a responsabilidade de discutir, aprovar e monitorar as práticas de governança corporativa; implementar e supervisionar os sistemas de gestão de riscos e de controle interno; estabelecer a política de comunicação institucional e avaliar os diretores (art. 16 do Estatuto das Estatais), inclusive no que tange à “análise de atendimento das metas e resultados na execução do plano de negócios e da estratégia de longo prazo” (art. 23, §2º, do Estatuto das Estatais). Para auxiliar as funções de monitoramento do Conselho de Administração, as sociedades de economia mista devem ter, ainda, um Comitê de Auditoria Estatutário (art. 24 do Estatuto das Estatais), com maioria de membros independentes (art. 25 do Estatuto das Estatais)<sup>134</sup>. Para as demais companhias, esse órgão é facultativo<sup>135</sup>.

Com relação às funções de monitoramento, as sociedades de economia mista ainda devem contar com o Conselho Fiscal. Diferentemente do que ocorre nas demais companhias abertas, em que esse órgão poderá se instalar somente naquele exercício social em que houver requerimento pelos acionistas com o percentual mínimo legal fixado (art. 161, §2º, da LSA), nas sociedades de economia mista ele é sempre permanente (art. 240 da LSA).

Cumprido notar que a fragmentação do poder é especialmente relevante como mecanismo de governança das sociedades de economia mista, pois cada um desses órgãos é preenchido por pessoas distintas, diferentemente do que ocorre nas companhias privadas. Nestas, nos casos em que há um controlador definido, é comum que a mesma pessoa atue na assembleia geral, no

---

<sup>134</sup> O Estatuto das Estatais, porém, não explicitou qual deve ser o critério para aferir a independência dos membros do Comitê de Auditoria. Diante disso, a solução parece ser tomar emprestados os critérios estabelecidos para a aferição da independência dos membros do Conselho de Administração (art. 22 do Estatuto das Estatais).

<sup>135</sup> Muitas companhias brasileiras, sem prejuízo, por terem títulos listados nos EUA, contemplam esse órgão, para atender exigência da forânea Lei *Sarbanes-Oxley* (Seção 301). A *Securities and Exchange Commission* (SEC), contudo, permitiu que as funções desse órgão fossem assimiladas pelo Conselho Fiscal, o qual, no Brasil, exerce função parecida. Os Conselhos Fiscais com essas funções foram denominados Conselho Fiscal Turbinado ou Conselho Fiscal Adaptado. As instituições financeiras e entidades seguradoras de maior porte, no entanto, são obrigadas ainda assim a ter Comitê de Auditoria, por força de regulação própria, estabelecida pela Resolução nº 3.198/2004, do Conselho Monetário Nacional. Para um histórico sobre os Comitês de Auditoria e suas funções, assim como quanto às diferenças com o Conselho Fiscal tradicional, ver Furuta e Dos Santos (2010).

conselho de administração e na diretoria<sup>136</sup>, ao passo que alguém da família ou de confiança atua no conselho fiscal.

No que se refere às sociedades de economia mista, porém, isso não é possível. Embora até há pouco tempo houvesse uma grande margem de discricionariedade para a nomeação dos administradores dessas companhias, permitindo-se, inclusive, que determinadas pessoas acumulassem essas funções com cargos políticos, atualmente, a partir do Estatuto das Estatais, há um conjunto de restrições para a nomeação para essas funções, visando notadamente a diminuir os vínculos políticos daqueles que atuam no âmbito da companhia<sup>137</sup>.

Também contribui para a redução do poder do Estado, enquanto acionista controlador, a exigência de pré-requisitos positivos para que alguém possa ser nomeado como membro do Conselho de Administração ou da Diretoria, como a comprovação de experiência mínima na área de atuação da companhia (art. 17, I, do Estatuto das Estatais). Vale observar que não há limitações semelhantes para os acionistas controladores das demais companhias, nas quais é comum que os Conselhos de Administração, bem como os quadros das Diretorias Executivas, sejam compostos por pessoas com estreitos laços pessoais com os controladores, inclusive familiares<sup>138</sup>. Essa prática de nomeação, realizada independentemente da falta de qualificação e experiência profissional para exercer a função, prejudica o efetivo exercício das funções que lhes incumbem.

O prazo de gestão daqueles nomeados para os órgãos societários nas sociedades de economia mista, por sua vez, não deve ser superior a dois anos, sendo que a recondução é permitida por,

---

<sup>136</sup> Conforme lembra Lobo (2011, p. 262): “[N]o país, na imensa maioria das sociedades anônimas, inclusive nas companhias abertas, propriedade, controle e administração se confundem, exercendo o proprietário da maioria das ações com direito de voto influência dominante nas assembleias-gerais, no conselho de administração e na diretoria executiva, como presidente do conselho de administração ou como diretor presidente ou, até mesmo, como presidente do conselho de administração e diretor presidente, cargos que muitas vezes acumula”.

<sup>137</sup> Nesse sentido, o Estado não pode escolher para funções na companhia aquele que seja Ministro de Estado, Secretário de Estado, Secretário Municipal, titular de cargo de natureza especial ou de direção ou assessoramento superior na administração pública, dirigente partidário nem titular de mandato de qualquer Poder Legislativo (art. 17, III, §2º, I, da Lei nº 13.303/2016). As referidas vedações são extensíveis aos parentes consanguíneos e afins até o terceiro grau (art. 17, §3º, da Lei nº 13.303/2016). Outrossim, o nomeado não pode ter tido vinculação nos últimos três anos com partido político ou campanha eleitoral; exercer cargo em organização sindical; ter atuado como fornecedor ou comprador da companhia nem da pessoa jurídica a que ela está vinculada, nos últimos três anos; e nem ter, de nenhuma forma, conflito de interesse com a companhia ou com a pessoa jurídica a que ela está vinculada (art. 17, III, §2º, II, III, IV e V, da Lei nº 13.303/2016).

<sup>138</sup> Levantamento realizado com empresas de capital aberto revelou, por exemplo, que mais da metade dos conselhos de administração das empresas listadas nos segmentos Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado da BM&F Bovespa são compostos de pessoas com relações familiares com outras pessoas da companhia ou do próprio conselho. Esse percentual é um pouco menor nas companhias listadas no segmento tradicional, mas supera um terço da composição (KPMG, 2014/2015).

no máximo, três vezes (art. 13, IV, do Estatuto das Estatais). Nas demais companhias, o mandato é mais extenso (três anos) e não há limites para recondução (art. 140, III, da LSA). Vê-se, assim, mais uma regra de governança mais estreita para as sociedades de economia mista do que o exigido das demais companhias, o que contribui para a oxigenação do poder no âmbito das primeiras.

Além desses mecanismos, os quais visam a criar limites ao poder do Estado enquanto acionista controlador da sociedade de economia mista, o ordenamento jurídico brasileiro também se vale de estratégias que objetivam empoderar os acionistas minoritários.

Assim, a exemplo de seus pares privados, esses órgãos intermediários das sociedades de economia mista devem contar com representantes dos acionistas minoritários, e de forma ainda mais abrangente em muitos casos. Nelas, por exemplo, eles têm o direito de eleger, pelo menos, um conselheiro de administração (art. 239 da LSA e art. 19, §2º, do Estatuto das Estatais), ainda que o percentual de ações em circulação não atinja os níveis mínimos fixados no art. 141, §4º, da LSA. Esse órgão ainda deve ter, pelo menos, um representante dos empregados (art. 19 do Estatuto das Estatais c/c Lei nº 12.353/2010). Estes, por sua vez, por não estarem sob direta influência da coalizão política titular do Poder Executivo, tendem a representar uma força contramajoritária no âmbito da companhia, servindo de contrapeso aos administradores de plantão e à influência do Estado controlador. Assim, tanto os representantes dos acionistas minoritários, quanto os dos empregados, são espécies de administradores independentes<sup>139</sup>.

Adicionalmente, o Conselho de Administração da sociedade de economia mista deve ser composto por, pelo menos, 25% (vinte e cinco por cento) de membros independentes<sup>140</sup>, além do representante dos empregados (art. 22, §3º, do Estatuto das Estatais). Caso o percentual de ações da companhia nas mãos dos investidores não seja suficiente para assegurar esse percentual de membros independentes, o Estado é obrigado a, dentro de sua cota de nomeação,

---

<sup>139</sup> Nesse sentido, anota Abreu (2010, p. 81): “O fenômeno dos administradores propostos ou eleitos pelos minoritários é associável ao dos administradores ‘independentes’ – que têm estado em voga nos últimos tempos. (...) [A] independência é aqui definível em relação quer aos executivos quer aos sócios dominantes”.

<sup>140</sup> Assim são considerados aqueles que não tenham vínculo com a companhia nem tenham mantido vínculo de qualquer natureza com ela nos últimos três anos; não sejam cônjuges ou parentes até terceiro grau de chefe do Poder Executivo, de Ministro de Estado, de Secretário de Estado ou Município ou de administrador da companhia; não sejam fornecedores ou compradores da companhia nem dela recebam qualquer remuneração (art. 22 da Lei nº 12.303/2016).

nomear alguém que preencha tal requisito<sup>141</sup>. Esse órgão, outrossim, deve ter o mínimo de 7 (sete) membros (art. 13, I, do Estatuto das Estatais), 4 (quatro) a mais do que o exigido para as demais companhias, em que se exige o mínimo de 3 (três) membros (art. 140, I, da LSA).

Além disso, no que se refere ao Conselho Fiscal, é necessário que haja pelo menos um representante – e respectivo suplente – pelos acionistas minoritários com ações ordinárias e outro pelos acionistas preferencialistas, se houver (art. 240 da LSA). Nas outras companhias, quando instalado esse órgão, os acionistas minoritários com ações ordinárias apenas terão direito de eleger um conselheiro fiscal se representarem, em conjunto, pelo menos 10% (dez por cento) das ações (art. 161, §4º, da LSA). A presença dos acionistas minoritários nesse órgão é um importante mecanismo de empoderamento, pois, embora as suas decisões ocorram de forma colegiada, há hipóteses em que é autorizada a atuação individualizada, para o fim, por exemplo, de fiscalizar a atuação dos administradores (art. 163, I e IV, da LSA) e de solicitar informações complementares aos órgãos de administração (art. 163, § 2º, da LSA) ou aos auditores independentes (art. 163, § 4º, da LSA), assegurando, desse modo, uma atuação contramajoritária<sup>142</sup>.

Em paralelo às estratégias citadas, as quais têm maior relevância para os problemas de agência decorrentes da relação entre acionista controlador e acionistas minoritários, o ordenamento jurídico também contempla algumas estratégias voltadas especificamente à limitação do poder daqueles que exercem funções no âmbito dos órgãos da companhia, independentemente do nível de controle a que ela está submetida. São estratégias direcionadas aos membros dos órgãos societários, considerados distintamente, mas que, indiretamente, também limitam o poder do acionista controlador, na medida em que contribuem igualmente para a redução do poder de influência dele sobre aqueles por ele escolhidos para essas funções ou lhes restringem a própria autonomia, quando ele mesmo se arroga essas funções.

---

<sup>141</sup> O percentual fixado para as sociedades de economia mista, outrossim, é superior àquele determinado para o segmento do Novo Mercado, no qual está estabelecida a recomendação de que o conselho de administração seja composto por, no mínimo, 20% (vinte por cento) de membros independentes (BM&FBOVESPA, 2011).

<sup>142</sup> Essa atuação individualizada foi inserida expressamente na reforma ocorrida em 2001 na LSA. Cuidou-se, então, de uma medida que “incrementou a autonomia dos conselheiros eleitos por acionistas ordinários minoritários e preferencialistas para que estes possam apresentar postura mais ativa na fiscalização da companhia” (GORGA, 2013, p. 270).

Dentro desse propósito, uma das principais estratégias legais é a imposição de deveres fiduciários àqueles que atuam nos órgãos societários<sup>143</sup>. Nessa linha, os detentores de cargos na companhia estão proibidos de atuar em prol dos interesses de determinado grupo de acionistas (art. 154, §1º, da LSA), assim como de intervir ou deliberar sobre qualquer operação social em que tenham um interesse conflitante com a companhia (art. 156). Também é vedada a posse nesses cargos de quem tenha algum conflito de interesse com a companhia ou que já ocupe um cargo da espécie em outra companhia concorrente (art. 147, §3º, da LSA)<sup>144</sup>. Além disso, os deveres fiduciários compreendem a obrigação de atuar com lealdade<sup>145</sup> e a interdição ao aproveitamento, em benefício próprio ou de terceiros, das oportunidades comerciais de que tenha conhecimento em razão do cargo, bem como à omissão no exercício ou na proteção dos direitos da companhia (art. 155 da LSA)<sup>146</sup>. Essas pessoas, outrossim, devem empregar “o cuidado e diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração dos seus próprios negócios” (art. 153 da LSA), o que significa que elas devem ter um comportamento comprometido com o sucesso do empreendimento e responsável quanto à compreensão das decisões tomadas<sup>147</sup>.

Esses deveres fiduciários, por sua vez, são especialmente reforçados pelo fato de ser atribuído à companhia um interesse próprio, enquanto comunhão patrimonial representativa da coletividade de acionistas. Isso faz com que os nomeados para os cargos na companhia, não obstante indicados pelo controlador, gozem de certa independência em relação a ele, na medida em que, ao tomarem posse, o compromisso deles passa a ser com a companhia como um todo. Essa circunstância culmina por ter uma maior relevância para os acionistas minoritários das sociedades de economia mista do que para os seus pares nas demais companhias, na medida em que as pessoas atuando nos órgãos da companhia de economia mista são distintas da figura do controlador. Em uma companhia privada, se presente, como é comum, a confusão entre a pessoa

---

<sup>143</sup> “A imposição de deveres fiduciários aos administradores e de responsabilidade civil por sua violação visa a compelir, por lei, a superação das tendências egoísticas que afligem a gestão das companhias” (PARGENDLER, 2015).

<sup>144</sup> Por essa razão, exige-se a assinatura de declaração pessoal dos nomeados, asseverando a inexistência dos impedimentos retrocitados (art. 147, §4º, da LSA). Essa declaração é objeto de regulamentação pela CVM, conforme Instrução nº 367.

<sup>145</sup> “O enunciado do dever de lealdade nada mais é, em síntese, que a reprodução do preceito bíblico, segundo o qual o homem não deve servir a dois senhores. O administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios” (LIMA, 1989, p. 71).

<sup>146</sup> “Às vezes, é conveniente repetir o óbvio: qualquer explicitação legislativa e qualquer análise doutrinária do dever de lealdade será fatalmente restrita e pobre, face à miríade de ocorrências fáticas, às quais se pode aplicar o princípio. Qualquer explicitação ou análise jamais poderá passar de uma simples amostragem. Daí a grande responsabilidade do poder judiciário nessa área” (LIMA, 1989, p. 88).

<sup>147</sup> “Os doutrinadores enfatizam que uma coisa é tomar uma decisão, e outra coisa é tomar uma decisão informada. Decisão desinformada equivale a negligência, que é o contrário de diligência” (LIMA, 1989, p. 129).

do acionista e a do membro do órgão societário, é mais difícil dar efetividade aos deveres fiduciários, na medida em que as pessoas não conseguem se desvincular de seus próprios interesses. Em uma sociedade de economia mista, haja vista que ela tem as características de uma companhia sob controle disperso, os membros dos órgãos societários, por conta dos deveres fiduciários, têm condições de funcionar como árbitros das divergências de interesses entre o Estado e os diversos acionistas.

O nível de responsabilidade dos membros dos órgãos societários ainda é robustecido pela submissão das sociedades de economia mista aos princípios e às regras aplicáveis à administração pública fixados no art. 37 da Constituição Federal, em especial pela obrigatoriedade de obediência aos princípios de legalidade, impessoalidade, moralidade, publicidade e eficiência. Esse cenário normativo eleva o grau de fidúcia dos titulares de funções no âmbito da companhia.

Além disso, as sociedades de economia mista devem contemplar mecanismos de controle interno, visando a coibir práticas oportunistas de seus agentes, incluindo administradores e, conforme o caso, também os funcionários (art. 9º do Estatuto das Estatais). Paralelamente, elas são obrigadas a estabelecer um código de conduta, atribuindo a uma instância interna a obrigatoriedade de atualizá-lo e aplicá-lo. A área com essa função deve ser vinculada ao diretor-presidente e ser liderada por um diretor estatutário (art. 9º, § 2º, do Estatuto das Estatais). Elas também são obrigadas a contar com um órgão de auditoria interna, o qual deve ser vinculado ao Conselho de Administração e ter a responsabilidade de aferir a adequação dos controles internos, do gerenciamento de riscos e dos processos de governança (art. 9º, § 3º, do Estatuto das Estatais).

Adicionalmente, os acionistas contam com o direito de fiscalização (art. 109, III, da LSA), o qual inclui direito à informação, pois dele depende a viabilidade de os acionistas exercerem os demais direitos no âmbito da companhia, de forma esclarecida, assim como de decidirem se continuam ou não na qualidade de acionistas da companhia. Cuida-se de um mecanismo que atua como um contrapeso ao poder dado aos membros dos órgãos societários, sobretudo aos administradores. Esse mecanismo serve também, por vias transversas, para limitar o poder do acionista controlador, na medida em que lhe restringe a margem de influência sobre a companhia, pois os atos praticados ficarão sob o escrutínio dos acionistas minoritários.



Nesse sentido, os administradores são obrigados, por exemplo, a prestar aos acionistas as informações sobre as questões relevantes para a atividade da companhia (art. 157 da LSA), inclusive durante a assembleia geral, no tocante aos temas na ordem do dia (art. 134, §1º, da LSA). Além disso, é obrigação dos administradores colocarem à disposição dos acionistas cópia do “relatório da administração sobre os negócios sociais e os principais fatos administrativos do exercício findo” e outros documentos pertinentes ao que for posto em deliberação (art. 133, §1º, da LSA). Outrossim, os acionistas que representem pelo menos 5% (cinco por cento) do capital podem exigir judicialmente a exibição dos livros da companhia, quando houver suspeita de irregularidades (art. 105 da LSA).

As sociedades de economia mista, outrossim, a exemplo de seus pares privados, ainda são obrigadas a divulgar periodicamente suas demonstrações financeiras, incluindo balanço patrimonial, demonstração dos lucros ou prejuízos acumulados, demonstração do resultado do exercício, demonstração dos fluxos de caixa e demonstração do valor adicionado (art. 176 da LSA). Para garantir a precisão e acurácia dessas informações, a legislação societária exige que essas demonstrações sejam chanceladas por auditores independentes (art. 177, §3º, da LSA), conforme regulação estipulada pela CVM (Instrução nº 308). Com isso, assegura-se uma fiscalização externa sobre os documentos contábeis da companhia em complemento ao monitoramento realizado pelo Conselho de Administração e pelo Conselho Fiscal, em benefício notadamente dos acionistas minoritários. Essas demonstrações financeiras, outrossim, devem estar em conformidade com os padrões internacionais de contabilidade (art. 177, § 5º, da LSA)<sup>148</sup>.

Em sentido semelhante, as sociedades de economia mista têm obrigação de observar os princípios de transparência (art. 8º do Estatuto das Estatais). No âmbito dessa política, cumpre à companhia, sem prejuízo de outras medidas voltadas a essa finalidade, a elaboração de carta anual, a ser subscrita pelos membros do Conselho de Administração, explicitando os compromissos relacionados aos objetivos de políticas públicas perseguidos pela companhia. Esses objetivos, por sua vez, se destoantes das práticas de mercado, dependem de prévia autorização por lei ou regulamento, assim como da definição dos recursos a serem despendidos com eles, dos impactos financeiros e dos indicadores de mensuração a serem utilizados para verificação do seu cumprimento (art. 8º, I e II, do Estatuto das Estatais).

---

<sup>148</sup> Regulando esse dispositivo, a CVM determinou que a elaboração e divulgação das demonstrações financeiras devem estar em consonância com o padrão contábil internacional emitido pelo International Accounting Standards Board – IASB (Instrução CVM nº 457).

A disposição, se bem que recente, tem o condão de oferecer um mecanismo valioso para os acionistas minoritários se contraporem à utilização da companhia para fins diversos de seus objetivos sociais, pois reduz a margem de liberdade da administração. A norma também facilitará a verificação e a demonstração dos desvios de atuação. Com efeito, ela cria uma presunção de que os comportamentos destoantes das práticas de mercado terão a sua legitimidade condicionada à anterior previsão naquela carta.

Dentro desse propósito, as sociedades de economia mista devem elaborar e divulgar políticas relativas à divulgação de informações relevantes, às transações com partes relacionadas, à distribuição de dividendos etc. (art. 8º do Estatuto das Estatais). Essas práticas, ao aprimorarem a transparência sobre a atuação daqueles com poder no âmbito da companhia, contrabalanceiam as forças em favor dos acionistas minoritários, pois lhes fornecem meios para escrutinar a condução e o desenvolvimento do empreendimento econômico.

Além disso, a CVM, enquanto órgão regulador do mercado de capitais, possui normas próprias reforçando o dever geral de informação das companhias abertas, porquanto disso dependem as decisões dos agentes econômicos de comprar ou vender os títulos da companhia no mercado bursátil (art. 22 da Lei nº 6.385/1976). Nesse sentido, cita-se especialmente as Instruções CVM nº 480 e 481, as quais estabelecem níveis mínimos de informações a serem prestadas pelas companhias que têm títulos admitidos à negociação pública, e a Instrução CVM nº 358, quanto à divulgação de informações relevantes e a forma como essas devem ser divulgadas. As sociedades de economia mista, quando abertas, estão igualmente sujeitas a essas regras.

O acesso dos acionistas minoritários às informações sobre as atividades desenvolvidas pela sociedade de economia mista ainda é facilitado pela sujeição dessas companhias, enquanto entes da administração pública indireta, à Lei de Acesso à Informação (Lei nº 12.527/2011)<sup>149</sup>. Esse diploma legal impõe às entidades a ele sujeitas uma matriz de gestão e classificação das informações, assim como assegura a qualquer interessado, sem necessidade de declinar os motivos da solicitação, pedir acesso àquelas (art. 10 da Lei de Acesso à Informação). Cuida-se,

---

<sup>149</sup> Conforme artigo 1º, Parágrafo único, II.7.

portanto, de um mecanismo adicional para os acionistas minoritários dessas companhias escrutinarem as atividades desenvolvidas pelos membros dos órgãos societários<sup>150</sup>.

Vale lembrar que esse direito é extremamente relevante, pois a assimetria informacional é uma das causas fundamentais dos problemas de agência. A prestação adequada de informações, outrossim, serve como mecanismo de reforço da legitimidade dos membros dos órgãos societários, pois oferece aos acionistas o retrato do desenvolvimento da atividade econômica. Assim, eles podem confirmar a adequação da atuação daqueles membros. A insuficiência da informação, por sua vez, contribui para a desconfiança.

Muito importante, outrossim, é o direito de participação nos lucros sociais. A lei societária fixa, para todas as companhias de capital aberto, a obrigatoriedade de pagamento, mas permite a cada companhia definir o percentual aplicável. Quando não definido, ele será de 50% (cinquenta por cento) do lucro líquido ajustado (art. 202, *caput*, da LSA) e, se a assembleia geral pretender alterá-lo, o mínimo a ser pago é o percentual de 25% (vinte e cinco por cento) do líquido ajustado (art. 202, § 2º, da LSA). Os dividendos apenas podem deixar de ser pagos caso a companhia não tenha tido lucro ou se a situação financeira dela não comportar o pagamento, sendo que os administradores da companhia são obrigados a encaminhar à CVM a exposição das justificativas que fundamentam essa incompatibilidade (art. 202, § 4º, da LSA). Dentro desse propósito, as sociedades de economia mista, especificamente, são obrigadas a definir e a divulgar a política de distribuição de dividendos (art. 8º, V, do Estatuto das Estatais), de forma a sinalizar para os acionistas minoritários as intenções e perspectivas em relação aos resultados futuros do empreendimento econômico.

A fixação de regras voltadas a regular a distribuição dos resultados da companhia representa uma limitação ao poder de apropriação, o qual, no caso das sociedades de economia mista, fica a cargo de seus administradores. Tais regras são, assim, um mecanismo de redução da autonomia desses poderes, porquanto limitam a possibilidade de entesouramento dos resultados obtidos, assim como reduzem a quantidade de recursos disponíveis para apropriações oportunistas<sup>151</sup>. Essas disposições são especialmente relevantes para as sociedades de economia

---

<sup>150</sup> A extensão do direito à informação, todavia, sob a perspectiva tanto da legislação societária quanto da legislação para entidades públicas, não é absoluta, pois isso poderia comprometer os interesses da própria companhia, na medida em que certas informações são um ativo do empreendimento econômico e, se amplamente divulgadas, poderiam ser apropriadas pela concorrência.

<sup>151</sup> Gorga (2013, p. 163) relata a existência de estudos demonstrando que “a política de dividendos contribuiria, em última instância, para reduzir os custos de agência”.

mista (as quais têm duplo objetivo), pois obrigam os órgãos dessas sociedades a atentarem para a questão da lucratividade.

Esse arcabouço institucional de governança é complementado por mecanismos que visam a assegurar a aplicabilidade dessas regras.

Nesse sentido, cita-se o poder atribuído à CVM para fiscalizar as atividades desenvolvidas pelas companhias abertas e, especialmente, as atuações dos membros dos órgãos societários (art. 8º da Lei nº 6.385/1976). Dentro dessa competência, a CVM pode impor sanções de natureza administrativa em desfavor da companhia que descumprir o ordenamento jurídico, assim como dos administradores, membros do Conselho Fiscal e acionistas (art. 9º da Lei nº 6.385/1976). Qualquer acionista que entender que a companhia, por meio dos acionistas controladores e administradores, está violando as regras impostas pelo ordenamento jurídico pode suscitar a atuação da CVM, a qual deve instaurar o procedimento administrativo aplicável (art. 9º, V, da Lei nº 6.385/1976).

Além disso, qualquer acionista tem legitimidade para ingressar com ação contra a companhia, visando a assegurar o cumprimento das normas de governança e o respeito aos direitos dos acionistas (art. 287, II, “g”, da LSA) (ADAMEK, 2010, p. 193), bem como, se o caso, a indenização por eventuais perdas e danos decorrentes do descumprimento das referidas normas (ADAMEK, 2010, p. 280).

Na hipótese de prejuízo causado à companhia, em razão da atuação do administrador em descompasso com seus deveres ou em violação ao quanto delineado no estatuto, poderá a companhia – e, extraordinariamente, os acionistas – lhe demandar em juízo, postulando a reparação dos danos. Para tanto, é preciso a aprovação da ação de responsabilidade pela assembleia geral (art. 158 e 159 da LSA). Na hipótese de a assembleia deliberar pela não promoção da ação, os acionistas que representem, pelo menos, 5% (cinco por cento) do capital podem adotar essa medida (art. 159, § 4º, da LSA). Se essa decisão negativa da assembleia geral, por sua vez, decorrer de uma atuação abusiva do acionista controlador, os acionistas minoritários, mesmo que em número inferior a 5% (cinco por cento), poderão suscitar a anulação da assembleia (art. 117, § 1º, “g”, da LSA), a fim de obterem uma nova deliberação. Caso, por outro lado, tenha havido a deliberação pelo ajuizamento da ação de responsabilidade,

mas a companhia não adote as providências pertinentes, qualquer acionista terá legitimidade para fazê-lo (art. 159, § 3º, da LSA)<sup>152</sup>.

O próprio Estado também pode ser responsabilizado por descumprimento de seus deveres legais enquanto acionista controlador (art. 117 c/c 246 da LSA)<sup>153</sup>. A propósito, diferentemente do que se verifica em relação às demais companhias abertas, em que se exige, quando a ação for intentada por acionistas com menos de 5% (cinco por cento) do capital social, a prestação de caução pelas custas e honorários advocatícios (art. 246, § 1º, “b”, da LSA), para os acionistas das sociedades de economia mista não há semelhante exigência (art. 15, § 1º, do Estatuto das Estatais).

Os acionistas minoritários, outrossim, ainda têm a faculdade de se valerem dos instrumentos disponibilizados a todos os cidadãos para controle e correção de condutas praticadas no âmbito das entidades de administração pública em geral. Assim, eles podem se valer da ação popular (art. 5º, LXXII, da Constituição Federal c/c art. 1º da Lei nº 4.717/1965) ou da representação ao tribunal de contas (art. 87, § 2º, do Estatuto das Estatais c/c art. 70 e 71 da Constituição Federal).

Com relação ao tribunal de contas, compete-lhe verificar a conformidade da administração da companhia no que se refere, notadamente, aos aspectos contábeis e financeiros, assim como quanto à legalidade, legitimidade e economicidade. Dentro desse propósito, o tribunal de contas tem autoridade para requerer a apresentação de qualquer documento das companhias ou de suas

---

<sup>152</sup> Vale registrar, contudo, que os resultados de eventual demanda de responsabilidade contra os administradores devem ser deferidos à companhia (art. 159, §5º, da LSA), o que culmina em se tornar um fator inibitório à atuação dos acionistas minoritários, sobretudo se tiverem uma participação ínfima no capital social, porquanto os esforços despendidos para tanto pouco lhes recompensarão. Demais disso, esses acionistas terão que arcar com os custos do processo e os riscos de sucumbência. Assim, a decisão de ajuizamento de ação lhes importará o dever de suportar os riscos da demanda em troca de benefícios apenas parciais e indiretos.

<sup>153</sup> Comparato e Salomão Filho (2014, p. 348), referindo-se às companhias em geral, asseveram o seguinte quanto ao tema: “Mas quem deve responder pela composição das perdas e danos? Se a ação é intentada por acionista, não há de ser, evidentemente, a própria sociedade, pois isto seria dar com uma mão o que se tira com a outra. A responsabilidade pelos prejuízos só pode ser do controlador, que incorreu no desvio de poder, como estatui, corretamente, a Lei nº 6.404/76 (art. 117). [...] Finalmente, porque o desvio de poder, no qual incorre o controlador, desnatura a legitimidade da decisão coletiva, malgrado a sua regularidade formal, paralisando, portanto, aquela atribuição de efeitos dos atos praticados, que acabamos de mencionar. Sem dúvidas, os diretores, que praticaram o ato abusivo e danoso para os interesses dos não controladores, incorrem na responsabilidade funcional, regularmente estabelecida em lei (Lei nº 6.404/76, art. 158), pelo fato de haverem procedido com culpa ou dolo, não obstante dentro de suas atribuições ou poderes. Mas essa responsabilidade dos diretores não exclui, no novo sistema legal, a do titular do poder de controle, que pode não ser o administrador (art. 117, §3º)”.

subsidiárias, inclusive no exterior, para avaliação, assim como para propor medidas corretivas de procedimentos, se assim avaliar necessário (art. 87, § 3º, do Estatuto das Estatais)<sup>154</sup>.

O papel do tribunal de contas, desse modo, coincide com o realizado pelas auditorias internas e pelas auditorias independentes, mas também extrapola as funções dessas auditorias, na medida em que suas recomendações são de cumprimento obrigatório, sob pena de sanção pessoal aos administradores ou responsáveis (art. 56 e seguintes da Lei nº 8.443/1992). Além disso, ele pode perquirir sobre a economicidade das decisões<sup>155</sup> (art. 85 do Estatuto das Estatais), embora não possa interferir na gestão da companhia (art. 90 do Estatuto das Estatais). É ele, portanto, um instrumento destinado à preservação dos interesses da coletividade, mas que também pode, indiretamente, ser utilizado pelos minoritários como uma espécie de *gatekeeper*<sup>156</sup>.

Também contribui para assegurar a efetividade das normas de governança das sociedades de economia mista o fato de os membros de seus órgãos societários serem considerados, para efeitos penais, funcionários públicos (art. 327 do Código Penal)<sup>157</sup>. Assim, a prática de certas condutas oportunistas por eles pode consubstanciar não apenas um ilícito civil, mas também um ilícito penal, se a conduta puder ser capitulada entre os crimes previstos no Capítulo I do Título XI do Código Penal, e/ou um ato de improbidade administrativa, nos termos da Lei nº 8.429/1992<sup>158</sup>. Por isso, os atos praticados em seu âmbito também estão sujeitos à vigilância exercida pelo Ministério Público, na forma do art. 129 da Constituição Federal<sup>159</sup>. Esse é, portanto, um outro aspecto em que o poder dos membros dos órgãos societários das sociedades

---

<sup>154</sup> Registra-se que, antes do Estatuto das Estatais, o Supremo Tribunal Federal chegou a decidir que não caberia o procedimento de Tomadas de Contas Especial dos administradores das sociedades de economia mista (MS nº 23.627-2/DF e 23.875-5/DF). Esse posicionamento, contudo, foi logo depois alterado, para asseverar a competência dos Tribunais de Contas sobre essas companhias (MS 25.181-6/DF).

<sup>155</sup> A economicidade, nas palavras de Justen Filho (2013, p. 1209), “compreende os diversos ângulos da eficiência econômica. Indica a utilização mais satisfatória e eficiente dos recursos públicos, com o menor dispêndio possível para a realização dos fins buscados”.

<sup>156</sup> *Gatekeepers* é um termo em inglês que tem servido para designar as pessoas incumbidas de certificar as informações prestadas pelas companhias, em benefício dos investidores. Mais comumente, ele se refere aos auditores, agências de *rating*, bancos de investimentos, advogados etc.

<sup>157</sup> Cf. posicionamento do STJ (AgRg no Ag 1.001.484-SC, Rel. Min. Napoleão Nunes Maia Filho, Quinta Turma, DJe 4.10.2010; HC 22.611-CE, Rel. Min. Hamilton Carvalhido, Sexta Turma, DJ 6.2.2006; REsp 510.046-RJ, Rel. Min. Gilson Dipp, Quinta Turma, DJ 3.11.2003).

<sup>158</sup> Cf. posicionamento do STJ (REsp 1.138.523-DF, Rel. Min. Eliana Calmon, Segunda Turma, DJe 4.3.2010; Resp nº 594.117-RS, Rel. Min. Luiz Fux, Primeira Turma, DJ 25.9.2006).

<sup>159</sup> Nesse ponto, vale lembrar, por exemplo, o papel fundamental representado pelo Ministério Público Federal na apuração de condutas irregulares praticadas por altos executivos da Petrobras, no famoso “Caso Lava Jato”. Essa atuação específica, além de ter descortinado os comportamentos oportunistas ocorridos naquela companhia, ainda viabilizou a recuperação de expressivas quantias, contribuindo, desse modo, para reduzir os prejuízos dos acionistas minoritários. Aliás, por conta do interesse desses acionistas, o STF indeferiu pedido do Procurador-Geral da República para que parte de determinada quantia recuperada fosse destinada aos órgãos de investigação (Pet. 5.210-DF, Rel. Min. Teori Zavascki).

de economia mista se revela mais limitado do que o de seus pares, na medida em que os primeiros estão sujeitos a sanções mais drásticas e a maior vigilância externa.

Em relação a esse último aspecto, ainda se pode citar o escrutínio realizado pelos órgãos de imprensa, em razão do interesse público nos negócios das sociedades de economia mista. Esses órgãos têm um papel muito expressivo enquanto intermediários da coletividade na perquirição de informações e na investigação de condutas impróprias no âmbito dessas companhias.

Vale lembrar que a imprensa, salvo algum caso excepcional, não tem interesse em investigar desvios ocorridos em detrimento do patrimônio de empresas privadas. Quanto às sociedades de economia mista, no entanto, seja pela repercussão para o patrimônio público, seja pela repercussão política, ela não só divulga, como também – não é incomum – pratica jornalismo investigativo com o fim de descobrir comportamentos oportunistas dos administradores dessas companhias. Não é à toa que muitos dos casos de desvios de atuação dos administradores descobertos nos últimos anos tenham sido revelados pela imprensa ou tenham tido por parte dela ampla cobertura.

Dentro dessa mesma toada, também se pode citar o papel exercido pelas forças políticas de oposição, notadamente aquelas com assento no Poder Legislativo, porquanto elas visam a desestabilizar o poder da coligação política incumbente. Esses agentes políticos, pelos instrumentos políticos de que dispõem, têm o potencial de examinar a pertinência dos negócios realizados pela sociedade de economia mista não só sob o aspecto da expropriação de seu patrimônio, mas também em relação aos desvios quanto aos seus objetivos sociais<sup>160</sup>.

Nesse contexto, constata-se que o arcabouço jurídico de governança das sociedades de economia mista, sobretudo depois da edição da do Estatuto das Estatais, é, no geral, sob o aspecto estritamente institucional, mais favorável aos acionistas minoritários do que o que verificado nas demais companhias. O Estado, enquanto acionista controlador, tem, em muitos aspectos, um nível de poder sobre essas companhias mais reduzido ou mais sujeito a verificações e contrapesos do que o que se verifica quanto aos acionistas controladores das

---

<sup>160</sup> Dentre as competências do Congresso Nacional, consta a fiscalização e controle dos atos do Poder Executivo, incluindo os da administração indireta (art. 49, X, da Constituição Federal). Essa fiscalização pode ocorrer por meio de pedido de informações, mas também e principalmente pela instauração de Comissões Parlamentares de Inquérito, como já ocorreu várias vezes em relação à Petrobras.

demais companhias com controle definido ou aos administradores das demais companhias com controle disperso<sup>161</sup>. A mesma situação se constata em relação aos membros dos órgãos societários, porquanto os deveres fiduciários deles são reforçados e o nível de escrutínio sobre suas atividades é mais amplo.

#### 4.2 LIMITAÇÕES DAS ESTRATÉGIAS INSTITUCIONAIS DE GOVERNANÇA PARA AS SOCIEDADES DE ECONOMIA MISTA DE CAPITAL ABERTO

As estratégias institucionais engendradas pelo ordenamento jurídico, como qualquer invento humano, possuem limitações. Por um lado, elas estão sujeitas a falhas de concepção, as quais podem, portanto, ser objeto de ajustes; por outro, elas estão fadadas a serem imperfeitas, na medida em que lidam com o comportamento humano, o qual pode se desdobrar em uma infinidade de variáveis, impossíveis de serem todas previstas.

Com efeito, em que pesem os avanços recentes com a promulgação do Estatuto das Estatais, a estrutura jurídica básica de governança das sociedades de economia mista de capital aberto continua a possuir alguns defeitos evidentes, os quais demandam aprimoramentos. Alguns deles, aliás, são decorrentes de uma deficiência mais ampla, a qual atinge todas as companhias de capital aberto, e não apenas as sociedades de economia mista.

De fato, a arquitetura de governança das companhias abertas pende ligeiramente em favor dos acionistas controladores, em prejuízo dos interesses dos acionistas minoritários. Cuida-se de um desequilíbrio histórico, fruto de uma opção política consciente<sup>162</sup>, mas que se mantém até hoje, dadas as dificuldades de se modificar as trajetórias iniciadas (*path dependence*)<sup>163</sup>.

É possível apontar alguns exemplos desses desequilíbrios e dos obstáculos em superá-los.

---

<sup>161</sup> Nessa linha, vale registrar as observações de Justen Filho (2013, p. 306), ainda antes da Lei nº 13.303/2016, em que afirmava que “talvez se possa afirmar que a sociedade de economia mista é uma sociedade anônima que se diferencia pela ampliação dos instrumentos de limitação de poder dos sócios controladores”.

<sup>162</sup> Salomão Filho (1998, p. 209-210), referindo-se à distribuição interna de poderes no âmbito das sociedades anônimas, registra que a lei societária “[n]ão tentou criar uma contratendência, mas sim regulamentar a realidade existente. Pode-se, com efeito, criticar o legislador brasileiro por falta de idealismo, mas não pela ausência de realismo. O sistema foi elaborado em torno da figura do acionista controlador, verdadeiro centro decisório da sociedade”.

<sup>163</sup> Conforme bem sintetiza Gorga (2013, p. 101) acerca dessa teoria: “Uma estrutura institucional definida constrange escolhas futuras, sendo que circunstâncias históricas podem determinar soluções que levem a determinado caminho – muitas vezes sem volta”.



Uma situação clássica é a manutenção de regras que permitem a existência de ações com direitos distintos de votos. Essa circunstância potencializa a separação entre propriedade e controle, pois eleva as possibilidades de se obter o domínio da companhia com menos da metade da contribuição para o capital social. Cuida-se de uma falha institucional que contribui para a concentração de poder e, por conseguinte, para o fomento dos comportamentos oportunistas.

Vale lembrar que, no início da história das sociedades anônimas, quando a constituição dessas companhias dependia de prévia aprovação estatal<sup>164</sup>, era comum a exigência de que os estatutos estabelecessem um número máximo de votos por acionistas<sup>165</sup>. Assim, independentemente da contribuição de capital, o poder dos acionistas tinha um limite demarcado, o qual evitava o atropelamento da minoria.

Com o tempo, todavia, à medida que se evoluiu para aumentar a liberdade na constituição dessas companhias, abriu-se oportunidade para emissão de ações com direitos distintos de votos. Há países em que é permitido, inclusive, o voto plural<sup>166</sup>. Os movimentos atuais em prol do aprimoramento das regras de governança corporativa, embora não cheguem a advogar o retorno àquelas antigas práticas de limitações de votos, propugnam pelo equilíbrio nas relações entre todos os acionistas, conforme o nível de contribuição para o capital social, via a adoção da regra uma ação, um voto (BM&FBOVESPA, 2011; INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA, 2015)<sup>167</sup>.

---

<sup>164</sup> Berle e Means (1984, p. 130), referindo-se à história anglo-saxônica, registram que, no final do século XVIII, a “sociedade anônima era considerada uma *franchise*, termo francês-normando que significa ‘privilegio’, isto é, a própria existência da sociedade anônima estava condicionada a uma licença do Estado”. Sobre a história brasileira, ver Pargendler (2012).

<sup>165</sup> No caso do Banco do Brasil, por exemplo, o estatuto previa que o máximo de voto que um acionista individualmente poderia ter estava limitado a quatro, independentemente da participação na composição acionária (COMPARATO; SALOMÃO FILHO, 2014, p. 32; PARGENDLER, 2012). Esse tipo de disposição, embora não mais seja comum na atualidade, ainda é possível de ocorrer no Brasil, se assim decidirem os constituintes da companhia (art. 110, §1º, da LSA).

<sup>166</sup> Um exemplo disso e que repercutiu bastante no mercado local foi a reestruturação societária proposta pela Cosan, na qual o controle dela seria transferido para uma companhia constituída em Bermudas e listada em Nova Iorque, EUA (NYSE), com BDRs negociados na bolsa brasileira. Na companhia estrangeira, haveria dois tipos de ações, sendo que um deles, de propriedade exclusiva do controlador (Rubens Ometto de Silva Mello), teria dez vezes mais votos do que as demais ações, da outra categoria. Outro exemplo clássico desse tipo de estrutura se verifica no Facebook, constituído em Delaware, EUA, no qual Mark Zuckerberg, que antes possuía uma classe especial de ação que lhe assegurava dez vezes mais votos do que os outros acionistas, agora possui um tipo de ação ainda mais especial, que lhe garante o controle mesmo vendendo a maioria de suas ações (a propósito, ver GRIFFITH, 2016). No Brasil, o voto plural é vedado pelo art. 110, §2º, da LSA.

<sup>167</sup> Sobre o tema, Gorga (2013, p. 143) assinala que o “princípio de que cada ação tenha direito de voto, por isso, é considerado regra essencial para que se proporcione proteção adequada aos acionistas, pois quando as ações possuem direito de voto, existe correspondência entre investimento econômico e poder de decisão sobre o mesmo, ou seja, todo investimento realizado recebe poder de decisão (voto) proporcional”. Comparato faz apontamento semelhante: “A prática de emissão de ações desprovidas do direito de voto, como é óbvio, colide com o ideal da

O sistema brasileiro, por sua vez, permite a existência de até metade das ações emitidas sob a forma de ações preferenciais, sem direito a voto (art. 15, § 2º, da LSA). Assim, um empreendimento econômico com uma estrutura acionária em que a contribuição para o capital social foi dividida igualmente entre acionistas ordinaristas e preferencialistas pode ser dominado por alguém que detém apenas uma ação a mais do que um quarto da contribuição para o capital social, i.e., com a metade mais uma ação das ações ordinárias<sup>168</sup>.

Essa distorção se verifica também em relação às sociedades de economia mista, porquanto algumas delas têm emitidas ações preferenciais<sup>169</sup>. Por ocasião da discussão do Estatuto das Estatais, cogitou-se obrigar essas companhias a equalizarem seu capital social para que apenas houvesse ações ordinárias<sup>170</sup>. No fim, porém, a disposição foi retirada da lei, por conta da avaliação de que a imposição levaria o Estado a perder o controle sobre algumas companhias, na medida em que seria necessário converter as ações preferenciais em ações ordinárias, ou obrigá-lo a recomprar essas ações, para o que se avaliou não haver disponibilidade de recursos. Assim, perpetuou-se essa antiga disfunção.

Uma segunda amostra de deficiência no arcabouço de governança das companhias abertas, e que também se aplica às sociedades de economia mista, verifica-se na estrutura do Conselho Fiscal. Esse órgão, por ter a função de monitorar o desempenho da administração da companhia, deveria ter uma composição prevalentemente contramajoritária<sup>171</sup>. Quando da reforma da lei societária em 2001, esse posicionamento chegou a ser chancelado pelo Poder Legislativo no projeto de lei aprovado que deu origem à Lei nº 10.303/2001. Na ocasião, previu-se uma nova redação para o § 5º do art. 161 da LSA, para estabelecer que o Conselho Fiscal teria 3 (três)

---

‘democracia acionária’. Por isso mesmo, ela é considerada suspeita nos países onde mais se arraigou esse ideal” (COMPARATO; SALOMÃO FILHO, 2014, p. 158).

<sup>168</sup> Além disso, porque esse limite anteriormente era de dois terços, as companhias que emitiram ações antes dessa reforma podem manter a posição anterior, inclusive em relação às novas emissões (art. 8º, III, da Lei nº 10.303/2001). Assim, nessas companhias, pode-se ter o controle imperturbável com apenas uma ação a mais do que um sexto do capital social. Essa distorção, contudo, pode ser ainda maior por força da interpretação dada a esse dispositivo, permitindo a criação das chamadas “ações superpreferenciais” (Processo CVM nº RJ2013/5593, Caso Azul). Na hipótese, admitiu-se a continuidade do pedido de registro de companhia aberta à Azul S.A., não obstante a previsão de uma estrutura acionária em que as ações preferenciais valiam 75 (setenta e cinco) vezes mais do que as ações ordinárias.

<sup>169</sup> É o caso, por exemplo, da Petrobras e da Eletrobras.

<sup>170</sup> A proposta foi apresentada pelo Senador José Serra (Emenda nº 4 ao PLS 555/2015). O Deputado Arthur Maia chegou a acatar a sugestão e prever um prazo de 10 (dez) anos para a realização do ajuste. O dispositivo, porém, não prevaleceu na versão final da lei.

<sup>171</sup> Cf. Gorga (2013, p. 264): “Por ser um órgão ‘fiscal’, ou seja, com competência de monitoramento, é importante que os acionistas controladores não exerçam influência dominante sobre o conselho fiscal, o que esvaziaria a função primordial desse órgão no sistema social, ameaçando reduzi-lo à atuação meramente pró-forma”. Esse posicionamento também foi compartilhado pela CVM (BRASIL, 2002), conforme se constata de cartilha por ela elaborada para divulgar as práticas consideradas ideais.

membros, sendo um indicado pelos preferencialistas, outro pelo acionista controlador, e o terceiro a ser eleito em comum acordo entre as duas classes, cabendo, em caso de dissenso, a votação por maioria, independentemente da classe. O Poder Executivo, porém, vetou a disposição<sup>172</sup>, mantendo-se, assim, a situação atual em que, nas companhias com acionista controlador definido, como é o caso das sociedades de economia mista, esse possa dominar tanto o Conselho de Administração e, por conseguinte, a Diretoria, quanto o Conselho Fiscal, ao qual incumbe escrutinar o desempenho dos demais órgãos. Essa estrutura faz com que as funções desse órgão fiquem consideravelmente prejudicadas, pois a maioria de seus membros é ligada e deve sua posição ao mesmo núcleo de poder que domina os órgãos a serem monitorados pelo Conselho Fiscal. A expectativa de que os membros desse conselho possam efetivamente cumprir suas funções, portanto, fica depositada na suficiência da imposição dos deveres fiduciários a todos os acionistas, o que pode ser pouco para aquelas pessoas com caráter pusilânime.

No caso específico das sociedades de economia mista, ainda que se entendesse pela manutenção dessa prerrogativa com o Estado, o mínimo que se poderia cogitar seria a atribuição da competência para a nomeação dos conselheiros fiscais a um órgão distinto daquele incumbido de nomear os administradores, para evitar o excesso de poder. Uma solução seria atribuí-la ao Poder Legislativo<sup>173</sup>. O Congresso Nacional, contudo, apesar da manifesta deficiência dos Conselhos Fiscais em cumprir suas funções, limitou-se a incluir no Estatuto das Estatais a exigência de que pelo menos um dos membros indicados para esse órgão seja “servidor público com vínculo permanente com a administração pública” (art. 26, § 2º), o que é pouco, dada a abrangência que esse universo de escolha dá ao Poder Executivo<sup>174</sup>.

---

<sup>172</sup> Os fundamentos utilizados pelo Poder Executivo são pouco convincentes. Argumentou-se que a disposição contrariava o espírito da lei, no sentido de que “somente ações com direito a voto podem exercê-lo para eleição dos órgãos da companhia”, bem como se cogitou que ela criava “a possibilidade de ditadura da minoria e o exercício de pressões ilegítimas por parte de quem sobrepõe seus interesses particulares ao da companhia”.

<sup>173</sup> Cumpre fazer o registro de que, em uma das versões do projeto de lei que deu origem ao Estatuto das Estatais, constava uma disposição que condicionava a nomeação dos Conselheiros de Administração à aprovação do Senado Federal. Essa exigência foi excluída por proposta do Senador José Serra (Emenda nº 3 ao PLS nº 555/2015), que sustentou que isso caracterizaria uma “intervenção na atividade executiva” e também prejudicaria o andamento dos trabalhos legislativos porque “o Senado já possui um número elevado de nomeações para diretorias de agências e de órgãos da administração pública”. A proposta acima, contudo, não se inseriria no primeiro óbice, pois as funções do conselho fiscal, porquanto de monitoramento, estão mais alinhadas com os fins do Poder Legislativo; quanto ao excesso de atividades do Senado, tem-se a expectativa de que a questão pode ser resolvida com alguns aprimoramentos na organização dos trabalhos da Casa.

<sup>174</sup> Talvez a ingenuidade do legislador em relação ao assunto tenha ocorrido por sua expectativa de que essa função de monitoramento seria exercida pelo Comitê de Auditoria Estatutário (art. 24 e seguintes do Estatuto das Estatais). Entretanto, mesmo em relação a esse, a estrutura estabelecida foi falha, pois apenas estabeleceu que a maioria de seus membros deveria ser independente, sem, porém, definir o significado para esse termo. Diante dessa situação,

Outra inadequação da estrutura vigente é a permissão de que a mesma pessoa cumule o cargo de presidente do Conselho de Administração com o cargo de Diretor Presidente. Cuida-se de uma prática que compromete a separação de funções dos órgãos societários, razão pela qual é desaconselhada pela maioria das instituições que promovem as melhores condutas de governança corporativa<sup>175</sup>. A regra, aliás, chegou a ser contemplada no projeto de lei que deu ensejo ao Estatuto das Estatais (art. 13, VII), mas a Presidência da República entendeu por vetá-la, com base em uma fundamentação deficiente e desconexa<sup>176</sup>.

No que se refere às anomalias específicas de governança das sociedades de economia mista, sobressai, notadamente, a timidez do legislador em estabelecer parâmetros claros para o principal problema inerente a esse tipo de companhia, qual seja, o dilema entre lucratividade e interesse público. As disposições referentes ao assunto se restringem a reconhecer a legitimidade da perseguição do interesse público (art. 238 da LSA), bem como a estabelecer a obrigatoriedade de o Conselho de Administração elaborar e divulgar anualmente uma carta explicitando os “compromissos de consecução de políticas públicas” (art. 8º, I, do Estatuto das Estatais)<sup>177</sup>.

Teria sido, contudo, salutar que o legislador tivesse sido mais incisivo em relação ao tema, determinando de forma clara e incontestável a obrigatoriedade de perseguição da lucratividade e a vedação a qualquer prática comercial que possa, se não individualmente, mas, pelo menos,

---

a solução é avaliar essa independência pelo mesmo critério utilizado para o Conselho de Administração (art. 22 do Estatuto das Estatais). A melhor alternativa, contudo, teria sido a instituição de uma maioria contramajoritária. Vale lembrar que a independência, tal como desenhada, faz sentido para aquelas companhias privadas, sob controle administrativo puro, pois nesse caso a aferição é em relação à administração. Quanto às sociedades de economia mista, contudo, elas têm características heterogêneas, pois formalmente devem ser classificadas como companhias sob controle definido, embora tenham aspectos de companhias sob controle administrativo. Nessa situação, a independência haveria de ser em relação aos dois: controle formal (exercido pelo poder político) e administração.<sup>175</sup> Nesse sentido, já assinalava aquele que pode ser considerado como primeiro guia de governança corporativa, qual seja, o Cadbury Report, que preconizava: “4.9. *Given the importance and particular nature of the chairman’s role, it should in principle be separate from that of the chief executive. If the two roles are combined in the one person, it represents a considerable concentration of power. We recommend, therefore, that there should be a clearly accepted division of responsibilities at the head of company, which will ensure a balance of power and authority, such that no one has unfettered powers of decision. Where the chairman is also the chief executive, it is essential that there should be a Strong and independent element on the board*” (COMMITTEE ON THE FINANCIAL ASPECTS OF CORPORATE GOVERNANCE, 1992). Essa regra é replicada pelos guias de boas práticas de governança corporativa, cf. BMF&Bovespa (2011), Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (2015) e Brasil (2002).

<sup>176</sup> Nesse sentido, veja as razões do veto: “O dispositivo representa uma vedação inadequada do ponto de vista da gestão eficiente, já que o papel principal do conselho de administração, a teor do art. 142, inciso I, da Lei nº 6.404, de 1976, é exatamente supervisionar as atividades da empresa”. Ora, sendo mesmo essa a função de supervisão, não faz sentido que o órgão seja presidido pela mesma pessoa incumbida de geri-la no dia a dia.

<sup>177</sup> A inspiração para essa carta veio do Programa Destaque em Governança de Estatais, da BM&FBovespa (2015), pelo qual se pugna que essas companhias, que aderirem ao referido programa, consolidem em um documento específico as peculiaridades de sua condição de estatal a serem registradas no Formulário de Referência (art. 16).

no aspecto global, comprometer os resultados financeiros da companhia e que não tenha relação direta com o seu escopo social<sup>178</sup>. Uma disposição nesse sentido seria pertinente para afastar de vez as interpretações condescendentes, que consentem que a perseguição do interesse público enseje a geração de prejuízos para a companhia, não obstante a contradição dessa prática com a natureza mercantil do empreendimento econômico (art. 2º da LSA) e com a presença de acionistas minoritários.

Na mesma linha, teria sido oportuno que o Estatuto das Estatais tivesse estabelecido parâmetros claros para a tomada de dívidas por essas companhias, adaptando à realidade delas os princípios norteadores da Lei de Responsabilidade Fiscal. Ele deveria de ter estabelecido limites bem demarcados para o comprometimento de receitas futuras<sup>179</sup>, interditando de forma inequívoca a possibilidade de os administradores de plantão, em conluio com o poder político incumbente, promoverem a ampliação desmesurada de investimentos sem o amparo adequado na realidade da companhia e em seus objetivos de longo prazo. De fato, a história das estatais já demonstrou que, diante das limitações de atuação existentes na administração direta, não é incomum que o poder político incumbente se valha das flexibilidades próprias dessas companhias e da falta de peças claras para financiar seus devaneios, sem a devida preocupação com os custos, pois eles serão transferidos para a administração seguinte e para os investidores minoritários.

A recente edição do Estatuto da Estatais também perdeu a oportunidade de prever expressamente a viabilidade de declaração de insolvência das sociedades de economia mista, como forma de reforçar a necessidade da devida atenção por parte de seus administradores às questões financeiras. Essa medida contribuiria para que aqueles que fornecem crédito a essas companhias se tornassem mais diligentes nas suas análises<sup>180</sup>, impondo a elas a disciplina

---

<sup>178</sup> O Estatuto das Estatais até tentou impor um parâmetro, mas ele foi muito aberto e claramente insuficiente, pois apenas se aplica às práticas realizadas em condições distintas de outras empresas privadas, o que não abrangerá eventual atividade sem concorrência, como pode ser o caso de alguns serviços públicos, e se limita a exigir a anterior previsão em lei ou regulamento e a discriminação dos custos e receitas (art. 8º, §2º, I e II, do Estatuto das Estatais).

<sup>179</sup> Wong (2004) registra exemplo de empresas públicas suecas em que, em ajuste entre o governo e as companhias sobre os objetivos financeiros, são estabelecidas metas de limites de endividamento, com a fixação de proporção máxima para determinados índices calculados sobre os números da companhia. Assim, uma forma de se apropriar dessa experiência seria definir de antemão esses limites ou, na eventualidade de se entender conveniente alguma flexibilidade, pelo menos estabelecer um procedimento para definir esses limites periodicamente, com a devida transparência. Algo semelhante existe atualmente no Brasil no que se refere aos “limites globais e condições para operações de crédito externo e interno” da administração direta, os quais são fixados pelo Senado Federal (art. 52, VII, da Constituição Federal).

<sup>180</sup> A existência de posicionamentos de que as sociedades de economia mista não estão sujeitas à falência contribui para a displicência daqueles que contratam e fornecem crédito para elas, na medida em que há perspectiva de que, em caso de incapacidade de pagamento, haverá o socorro da entidade governamental que a controla.

financeira que a burocracia política que a domina tende a não adotar espontaneamente. Essa solução, desse modo, cooperaria para a perseguição de maior eficiência na administração financeira da companhia.

Igualmente importante, dentro dessa preocupação com a geração de resultados, teria sido se o Estatuto das Estatais tivesse incentivado a instituição de mecanismos para o alinhamento dos interesses dos administradores da companhia com o interesse de seus constituintes, tais como o pagamento por performance.

A regulamentação, contudo, haveria de cuidar para estabelecer parâmetros que incentivassem a responsabilidade com a sustentabilidade do empreendimento econômico no longo prazo, evitando, desse modo, as armadilhas que têm sido vivenciadas pelas grandes companhias americanas sob controle disperso, nas quais os seus administradores se aproveitaram dos mecanismos acima referidos para multiplicarem a própria remuneração, em muitos casos com base na elevação artificial dos resultados de curto prazo (FRIED, 2016).

A solução, portanto, haveria de impor, além de um nível elevado de transparência sobre os detalhes dos mecanismos existentes, alguma fórmula que abrangesse a certificação da adequação da estrutura de remuneração proposta por uma parte independente, a comprovação da solidez dos resultados gerados em comparação com as outras companhias do mesmo segmento e porte, assim como a previsão de devolução dos valores recebidos em caso de posterior verificação de impropriedade nas demonstrações contábeis e outros documentos que servirem de base para o pagamento<sup>181</sup>.

Esse novo diploma legal, além disso, não avançou tudo o quanto podia na estipulação dos mecanismos de mitigação dos comportamentos oportunistas. Os ajustes realizados em seu texto durante a sua tramitação no Congresso Nacional mantiveram alguns flancos abertos à utilização dessas companhias pelo poder político incumbente, por meio do afrouxamento dos requisitos positivos e negativos para a nomeação para os cargos e funções societárias, assim como deixou de prescrever procedimentos mais estreitos para a atuação dos ungidos por aquele poder político.

---

<sup>181</sup> Com relação à devolução de valores recebidos por decorrência de impropriedades nas demonstrações contábeis, cuida-se de solução já instituída nos EUA, por força do *Dodd-Frank Act*. Sobre o tema, lá denominado de “*Dodd-Frank Clawback*”, e especificamente quanto à proposta de regulação da disposição formulada recentemente pela *Securities and Exchange Commission*, ver Fried (2016).

Nesse sentido, no que tange ao referido afrouxamento, um dos exemplos eloquentes se deu em relação ao tempo de experiência exigido para a nomeação como administrador – membro do Conselho de Administração ou da Diretoria (art. 17, I, do Estatuto das Estatais) – ou como conselheiro fiscal (art. 26). Por razões de difícil compreensão, observa-se que, quanto aos administradores, exigiu-se, alternativamente, experiência de 10 (dez) anos na área de atuação da companhia em função de direção superior ou um prazo bem menor, de 4 (quatro) anos, em cargo de confiança no setor público, como professor, como profissional liberal ou em cargo de chefia superior em empresa do mesmo porte; com relação aos conselheiros fiscais, a experiência requerida é ainda menor, qual seja, apenas 3 (três) anos em cargo de direção ou assessoramento na administração pública, em empresa privada ou em cargo de conselheiro fiscal.

A flexibilização do tempo e do nível de experiência exigido para quem provém do setor público em comparação com quem vem de empresa da iniciativa privada, no que se refere ao cargo de administrador, assim como o pouco tempo fixado para a função de conselheiro fiscal, revela uma desatenção do legislador com a importância e o tamanho dessas companhias e permitiu uma condescendência inexplicável para que o poder político incumbente nomeie pessoas sem a experiência necessária<sup>182</sup>.

Ainda nesse contexto, no que se refere aos requisitos negativos (art. 17, § 2º, do Estatuto das Estatais), o legislador também perdeu a oportunidade de incluir entre as vedações a indicação de políticos que acabaram de terminar o mandato ou que perderam eleição em momento próximo e anterior à indicação<sup>183</sup>. E isso não foi por falta de imaginação, na medida em que a história brasileira está repleta de casos em que os cargos públicos, incluindo nas sociedades de economia mista, são utilizados como consolo para os políticos sem mandato. De fato, até houve uma proposta nesse sentido quando a lei estava em votação no Senado Federal, mas ela foi rejeitada<sup>184</sup>, escancarando, assim, a dificuldade típica de se modificar as estruturas existentes.

---

<sup>182</sup> Registre-se que não se ignora que existem grandes talentos jovens que poderiam ser desperdiçados com critérios muito estreitos, mas a prática indica que a perspicácia desde as idades mais tenras é a exceção, e os empreendimentos públicos não são os melhores locais para se fazer esse teste de genialidade. De fato, uma olhadela na composição dos *boards* das grandes companhias demonstra que são poucos os casos em que os seus membros têm menos de 10 (dez) anos de experiência.

<sup>183</sup> Não obstante, cumpre fazer o registro positivo de que ele proibiu a nomeação de titular de cargo ou mandato público, resolvendo o problema antigo da utilização da nomeação para cargos em estatais como mecanismo de complementação de renda. Ele também incluiu a proibição de quem participou nos últimos 36 (trinta e seis meses) de estrutura decisória de partido político ou da organização e realização de campanha eleitoral.

<sup>184</sup> Emenda nº 73 ao PLS nº 555, de 2015, de autoria do Senador Lasier Martins.

Outro aprimoramento possível, também dentro desse propósito de propiciar certo grau de isolamento político a essas companhias, seria a fixação de mandato para os membros dos órgãos societários, de forma a dar a eles maior autonomia para perseguir os interesses sociais da companhia sem receio de retaliação pelas forças políticas incumbentes<sup>185</sup>. O que se cogita aqui não seria, contudo, o impedimento completo à interrupção do mandato ou a permissão apenas com justa causa, tal como previsto atualmente para as agências reguladoras (art. 9º da Lei nº 9.986/2000), pois isso, por vias transversas, induziria essas pessoas à displicência na busca de resultados. Diferentemente, o que se advoga é a criação de uma barreira ao comportamento oportunista do poder político incumbente, sendo que, para tanto, se poderia estabelecer que a interrupção do mandato dependeria de aprovação do Poder Legislativo, o que forçaria o escrutínio sobre os motivos visados com a medida, restringindo as práticas espúrias.

Relativamente ao poder dos membros dos órgãos societários, os quais, como exposto anteriormente, podem representar uma força própria no âmbito da companhia, poderia o legislador aumentar o nível de comprometimento pessoal deles com o empreendimento econômico, facilitando a responsabilização pessoal. Nesse sentido, seria pertinente exigir deles expressamente a certificação de estarem devidamente informados sobre as decisões tomadas no seu âmbito de gestão<sup>186</sup> e o compromisso de, em relação às decisões colegiadas, registrarem qualquer dissentimento em relação a elas.

A medida seria especialmente importante porque não é comum que aqueles com altos cargos na companhia deixem suas digitais escancaradas nas decisões oportunistas. Normalmente, estas são determinadas apenas informalmente, cabendo aos asseclas dos dirigentes, ou a quem não tem condições de recusar a ordem superior sem retaliações, a tarefa de servirem de escudo para

---

<sup>185</sup> Registra-se que proposta semelhante foi cogitada quando da discussão do projeto de lei que resultou no Estatuto das Estatais, no que se refere, porém, apenas ao Conselho Fiscal. Nesse sentido, a Emenda nº 78 ao PLS nº 555, de 2015, de autoria do Senador Aécio Neves, a qual propunha a estabilidade para esses membros. Ela, porém, não prosperou.

<sup>186</sup> Vale registrar, sem prejuízo, que a CVM já tem entendido que o dever de diligência previsto no art. 153 da LSA abrange o “dever de se informar” (cf. Processo Administrativo Sancionador nº 18/2008, contra ex-administradores da Sadia; Processo Administrativo Sancionador nº 04/2011, contra ex-administradores da Vicunha Têxtil S.A.; e Processo Administrativo Sancionador nº 16/2008, contra ex-administradores da Aracruz Celulose S.A.). Cita-se, a propósito, em relação a esse último, trecho do Parecer do Comitê de Termo de Compromisso, em que se asseverou: “Dentre os múltiplos aspectos referentes ao dever de diligência, existe o dever de se qualificar para o exercício da função, o que não ocorreu, no caso, uma vez que nem o Diretor Financeiro tampouco sua equipe detinham ou buscaram obter o conhecimento necessário acerca do instrumento derivativo contratado. O dever de os administradores exercerem suas funções de modo informado e esclarecido é ínsito ao próprio dever de diligência que exige que os administradores se informem adequadamente acerca da situação da companhia, da forma pela qual ela está sendo conduzida, de seus produtos e principais serviços antes de tomar qualquer decisão que possa afetar o seu desenvolvimento”.



acobertar os verdadeiros responsáveis pelas decisões. Nessa situação, aquele com poder tem o domínio do fato, mas evita deixar rastros. Outras vezes, essas decisões são diluídas entre várias pessoas, colegiadamente, o que enseja uma inibição para a responsabilização, na medida em que ela há de ser generalizada.

Nessa linha, seria importante, outrossim, que se estabelecesse a responsabilidade pessoal de cada membro da direção, em sua área de domínio, de certificar a adequação dos procedimentos de controle interno, sem prejuízo da incumbência, ainda, a um diretor específico de liderar todo o processo da gestão da governança e dos controles internos, no âmbito de toda a companhia<sup>187</sup>. A imposição de uma obrigatoriedade genérica e ampla do estabelecimento de procedimentos de controle interno, tal como previsto pelo Estatuto das Estatais, é insuficiente para esse fim, porquanto dilui o encargo entre diversas pessoas e órgãos, dificultando a responsabilização.

Também merece destaque a forma como o ordenamento vigente trata a prática de contratação, pelas sociedades de economia mista, de seguro de responsabilidade civil em benefício de seus administradores. Esse tipo de seguro visa a assegurar a esses uma proteção contra ações de responsabilização promovidas por terceiros, inclusive pelos acionistas minoritários ou pelos órgãos reguladores e, às vezes, até pela própria companhia. Normalmente, ele cobre os custos de defesa com os processos e as próprias condenações pecuniárias.

Embora se reconheça que esse tipo de contratação seja usual no mercado, isso não ocorre exatamente por se tratar de uma boa prática de governança corporativa, já que o seu fim é a proteção dos administradores, e não da companhia nem de seus acionistas. De fato, ele pode, inclusive, a depender de sua abrangência, servir para infirmar os deveres fiduciários desses administradores, haja vista que os deixa incólumes da responsabilização civil. Por isso, é inusitado que o Estatuto das Estatais, o qual surgiu no contexto social de moralização da governança dessas companhias, tenha se atido ao tema exclusivamente para prever expressamente a autorização desse tipo de contratação (art. 17, §1º), sem estabelecer nenhuma ressalva, ainda mais quando não há regra similar para as companhias comuns<sup>188</sup>.

---

<sup>187</sup> A propósito, cumpre lembrar que a Lei Sarbanes-Oxley, dos EUA (Seção 302) faz exigência semelhante para o presidente da companhia ou o diretor financeiro. Um deles precisa certificar que estabeleceu, mantém e revisa regularmente a efetividade dos procedimentos de controles internos.

<sup>188</sup> Cumpre observar que a CVM, embora não vede a prática – e, talvez, nem tenha competência para tanto –, reconhece as armadilhas que elas podem significar para a proteção dos interesses minoritários, pois determina que se existente esse tipo de contratação ela deve ser objeto de informação específica a ser registrada no Formulário de Referência (cf. Regra 12.11 do Anexo 24 – Conteúdo do Formulário de Referência - da Instrução CVM nº

Por certo, admitindo-se que a preocupação com a inserção da disposição no referido Estatuto das Estatais fosse o aprimoramento da governança, era de se esperar, pelo menos, a regulamentação do tema de forma mais precisa. Desse modo, por exemplo, se poderia fixar limites quanto ao tipo de cobertura a ser contratada e excluir expressamente a hipótese de abrangência das sanções e multas decorrentes do descumprimento das regras de proteção aos interesses dos acionistas minoritários, pois essas, enquanto mandatórias, não podem, sob pena de um contrassenso, serem infirmadas por um subterfúgio arcado pela própria companhia, repassado proporcionalmente aos próprios investidores minoritários. Além disso, caberia estipular que as contratações fossem objeto de escrutínio específico por parte dos órgãos societários de monitoramento (Conselho de Administração e Conselho Fiscal).

Além dessas deficiências no arcabouço institucional, também contribui para os comportamentos oportunistas no âmbito das sociedades de economia mista, assim como das demais companhias abertas, a tendência de absenteísmo dos investidores no exercício de seus direitos e a passividade deles em relação aos atos praticados por aqueles com domínio sobre a companhia<sup>189</sup>.

Com efeito, outro aspecto que normalmente move o investidor a aplicar seus recursos em ações é a falta de disposição para dispendar tempo com o acompanhamento das atividades inerentes ao desenvolvimento do empreendimento econômico. A situação ideal para o investidor, portanto, é que ele possa confiar no desempenho daqueles que comandam a companhia, restringindo-se a colher os frutos decorrentes dos resultados gerados. Nesse sentido, por exemplo, não é comum que os investidores no geral participem das assembleias gerais<sup>190</sup>,

---

480/2009). De toda sorte, as informações atualmente exigidas pela CVM são ínfimas, pois apenas pedem explicitação das coberturas contratadas. O ideal seria que, pelo menos, se impusesse a divulgação dos valores pagos a título de prêmio por cada cobertura específica, pois, a partir dessa informação, os acionistas minoritários poderiam conjecturar quanto à percepção de risco da seguradora em relação ao nível de governança da companhia e comparar com as suas similares no mercado. É de se esperar que, quanto melhor o nível de governança da companhia, menor o prêmio de seguro.

<sup>189</sup> Essa passividade dos investidores, aliás, está no cerne da separação entre propriedade e controle nas companhias abertas. Berle e Means (1984, p. 12), que, originalmente, chamaram a atenção para essa fragmentação, observaram que “Os acionistas realmente têm direito de votar, mas a importância disso é cada vez menor à medida que aumenta o número de acionistas em cada empresa – chegando, de fato, a ter importância desprezível à medida que as empresas se tornam gigantescas. À medida que o número de acionistas aumenta, a capacidade de cada um deles expressar suas opiniões torna-se extremamente limitada. Ninguém se preocupa com eles, embora possam ter uma importância quase política, semelhante à dos eleitores que escrevem cartas a seus parlamentares”. O ponto também é destacado, entre outros, por Black (1992) e Abreu (2010, p. 15).

<sup>190</sup> Essa é, inclusive, umas razões da existência do controle administrativo nas companhias com capital muito disperso, pois os executivos incumbentes podem se manter no poder por meio de votos via procurações por eles obtidas. A prática deu origem nos EUA às *proxy fights*, as quais ocorrem quando alguém pretende se opor à administração incumbente e, para tanto, compete com ela na solicitação de procurações de outros acionistas para votar na assembleia. Sobre o tema, ver, por todos, Comparato e Salomão Filho (2014, p. 195-202).

tampouco que escrutinem de forma pormenorizada as informações e documentos produzidos pela companhia<sup>191</sup>. Se ela distribuir periodicamente uma quantidade razoável de dividendos e se os seus números globais não registrarem nenhum tipo de distorção mais chamativa, afetando o preço das ações no mercado, há uma tendência de os investidores se darem por satisfeitos, sem maiores questionamentos.

Esse retrato, embora seja aplicável sobretudo ao pequeno investidor pessoa física, não é muito diferente no que tange aos investidores institucionais, os quais representam, em verdade, a maior parte dos investimentos no mercado de capitais. Nessa categoria se incluem, notadamente, os fundos de pensão, os fundos de investimento, os bancos e as seguradoras.

De fato, mesmo para esses investidores, nos quais se depositam as expectativas de uma fiscalização mais ativista, não há muitos incentivos para que eles acompanhem de forma mais efetiva os negócios das companhias em que eles têm participação, notadamente se não houver discrepâncias mais relevantes a exigirem uma atenção mais detalhada àquele empreendimento econômico específico.

Uma das razões principais para isso é que eles também estão sujeitos a um problema de agência próprio, na medida em que também são uma entidade que congrega recursos de terceiros, sob a gestão de outro grupo de pessoas (BLACK, 1992). Assim, aqueles que têm o domínio sobre a entidade institucional são, na verdade, Agentes de outras pessoas, as quais são, de fato, os últimos proprietários dos recursos administrados (Principais). Desse modo, no âmbito dos próprios investidores institucionais (fundo de pensão, fundos de investimento etc.) há uma grande margem para desalinhamento de interesses, porquanto nem as perdas havidas nem os resultados positivos com o investimento no empreendimento econômico costumam afetar diretamente o bolso daqueles incumbidos de geri-los.

Contribui, ainda, para a tendência de passividade dos investidores institucionais a falta de predisposição de seus gestores para querelas com os administradores das companhias investidas. Isso ocorre por uma questão de senso de sobrevivência, na medida em que esses administradores representam para aqueles gestores uma conexão no mercado de trabalho para o futuro.

---

<sup>191</sup> Também contribui para isso o fato de esses documentos serem propositadamente muito longos, contendo informações irrelevantes, apenas para desencorajar a sua leitura.

Essa situação é especialmente significativa nas sociedades de economia mista, porque aqueles que têm o domínio desse tipo de companhia são pessoas que, normalmente, possuem uma relevância política ou mantêm uma conexão com quem a possui. Por isso, uma celeuma com a administração dessas companhias pode significar a compra de uma briga com o poder político incumbente, o que pode culminar em dificuldades para negócios futuros, tanto pessoalmente, quanto para a própria entidade institucional.

Muito importante ainda é que, no caso específico das sociedades de economia mista, em muitos casos, os principais investidores institucionais são os fundos de pensão de empresas estatais, inclusive das próprias sociedades de economia mista<sup>192</sup>, sendo que a maior parte dos órgãos administrativos dessas entidades é indicada pela companhia patrocinadora, ou seja, mantém um vínculo com a coligação política incumbente que domina o conjunto de estatais. Assim, esses fundos de pensão, em vez de representarem, de fato, uma força contramajoritária, tendem a estar estreitamente alinhados com aqueles que controlam a companhia, por meio de um vínculo político comum<sup>193</sup>.

Outro fator a inibir o ativismo dos investidores institucionais é que eles, seja por limitações regulatórias, seja por uma estratégia particular de mitigação de risco, possuem políticas de investimento que exigem uma diluição das aplicações em um portfólio diversificado de empresas. Por essa razão, a proporção da participação deles em relação à composição acionária total tende a não ser muito relevante, o que faz com que seu poder de influência na companhia seja reduzido, na medida em que muitas das prerrogativas concedidas aos acionistas minoritários exigem a detenção de um percentual mínimo de ações.

Por outro lado, ainda que esses investidores alcancem um percentual relevante de propriedade sobre a companhia, nem sempre lhes convém uma participação ativa nas deliberações sobre o empreendimento econômico, dados os reflexos legais que essa situação poderá desencadear, notadamente sob a forma de caracterização de controle. Os consequentes ônus podem não lhes

---

<sup>192</sup> No caso do Banco do Brasil, por exemplo, um dos seus principais investidores é a PREVI. O mesmo ocorre no Banrisul e em outras sociedades de economia mista.

<sup>193</sup> Além dos fundos de pensão, outro investidor institucional comum na composição acionária das sociedades de economia mista é o BNDES Participações. Também nesse caso é pouco provável uma atuação contramajoritária.

convir, tais como a responsabilização pelo insucesso da atividade econômica ou mesmo a caracterização de *insider trading* nas negociações das ações<sup>194</sup>.

Essa passividade ainda é decorrência do fato de que os benefícios do empenho em acompanhar os acontecimentos no âmbito da companhia e monitorar seus administradores serão apropriados por esses investidores apenas no limite do percentual de participação na propriedade da companhia (BLACK, 1992). Assim, para que compense a eles a atitude proativa, é preciso que os benefícios a serem alcançados com isso representem um valor superior ao dispêndio de tempo e de recursos envolvidos na tarefa. Caso contrário, a alternativa mais conveniente é, dado que há diversos investidores na mesma situação, aguardar que algum desses outros se preocupe com a questão e desempenhe a tarefa (BLACK, 1992). É um caso típico de falha de mercado, porquanto o monitoramento do acionista controlador e dos administradores é um bem coletivo, o que dá ensejo ao problema do *free rider* (ADMATI; PFLEIDERER, 2009).

Adicionalmente, outra razão para a inação dos acionistas minoritários é a existência de uma alternativa mais rápida e efetiva. Assim, em vez de iniciar um conflito com a administração da companhia, uma solução mais pragmática é simplesmente se desvencilhar das ações, também conhecida no jargão do mercado como “*Wall Street Walk*” ou “*Vote with Feet*” (ADMATI; PFLEIDERER, 2009; ABREU, 2010, p. 15).

Nesse contexto, observa-se que, não obstante o sistema jurídico conceda aos investidores minoritários certos mecanismos para se contraporem àqueles que detêm poderes sobre a sociedade de economia mista, eles muitas vezes não estão dispostos a se utilizar dessas alternativas porque os custos envolvidos são elevados e/ou porque os benefícios e incentivos são insuficientes. Por isso, esses mecanismos, embora disponíveis, tendem a ser subutilizados por uma opção dos próprios acionistas minoritários.

Além dessas limitações, também não se pode olvidar que nenhum sistema de governança é capaz de impedir, por completo, a existência de todo e qualquer tipo de comportamento oportunista, na medida em que é impossível para aqueles que o estruturam, por maior nível de conhecimento que detenham, imaginar todas as alternativas que a criatividade humana é capaz de inventar para contorná-lo. Assim, a cada barreira levantada, o Agente, como ser humano

---

<sup>194</sup> Nesse sentido, à medida que o investidor institucional participa mais ativamente das questões das companhias, pode surgir a dúvida se as decisões de investimento dele não estão sendo beneficiadas pelo acesso privilegiado que ele pode ter às informações em razão da relevância de sua participação acionária.

criativo que é, começa a procurar uma forma substituta para que ele possa fazer aquilo que lhe interessa. E isso se torna possível porque todas as estruturas e mecanismos que são criados partem da realidade até então existente, lidando com as condutas oportunistas já conhecidas. Por isso, elas estão quase sempre atrasadas, e dificilmente conseguem prever qual será a novidade pensada pelos Agentes para se livrarem das barreiras então forjadas<sup>195</sup>.

Por outro lado, não é possível esperar que o legislador consiga resolver todos os problemas de governança das sociedades de economia mista. É preciso que os próprios investidores minoritários se articulem para, além de se valerem dos instrumentos existentes, demandarem perante cada companhia específica em que detenham investimentos a instituição de outras soluções capazes de atender às suas necessidades<sup>196</sup>.

Nesse contexto, cabe destacar que o objetivo das normas legais de governança corporativa é apenas fixar uma estrutura básica de poder, impondo mecanismos mínimos e gerais de proteção aos interesses contrapostos. Os elementos principais e detalhados, contudo, devem ser produzidos autonomamente pela própria companhia, por meio de suas normas internas<sup>197</sup> ou por adesão a regras de autorregulação expedidas pela bolsa de valores em que ela esteja listada<sup>198</sup>, conforme demandem o mercado e seus investidores em particular. Cabe a esses, no

---

<sup>195</sup> Jensen e Meckling (1994), abordando essa questão da criatividade do ser humano e das dificuldades de se restringir determinados comportamentos, lembram o exemplo da imposição por lei federal de redução do limite de velocidade de 70 mph para 55 mph. Os motoristas, contudo, em vez de se renderem aos novos limites de velocidade, começaram a utilizar massivamente os sistemas de comunicação por rádio, antes comuns apenas aos caminhoneiros, para obterem informações sobre patrulhas policiais e radares; depois, inclusive, surgiu até um novo produto de detenção de radares. A resposta das autoridades, por sua vez, foi criar radares mais sofisticados, não detectáveis; e da indústria, de inventar aparelhos mais precisos, para sensibilizar também os novos radares “indetectáveis”. Exemplo semelhante se verificou recentemente no Brasil, também envolvendo política de trânsito. No caso, havia uma constatação de que algumas pessoas estavam obtendo as carteiras de habilitação sem realizarem as provas, com a conivência das autoescolas credenciadas para aplicar os exames. A solução pensada pelas autoridades públicas foi exigir o registro da presença do candidato por meio de leitores biométricos das digitais. Depois se descobriu que as autoescolas, para burlar esse sistema, estavam se valendo da reprodução da impressão digital em silicone. Os sistemas de presença, então, foram aprimorados para captar a temperatura, de forma a que apenas o calor do corpo pudesse sensibilizar a presença. Recentemente, contudo, se descobriu uma nova engenharia, consistente na utilização de cola quente nos simulacros, o que estava permitindo a burla, mais uma vez, do sistema (POLÍCIA..., 2016).

<sup>196</sup> Nesse sentido, por exemplo, a bolsa brasileira estabeleceu um programa voluntário de governança diferenciado para estatais, ao qual cada estatal poderá aderir voluntariamente (BM&FBOVESPA, 2015). Assim, cumpre aos investidores pressionarem as companhias das quais participam para, se o caso, exigirem a adesão a esse programa mais estreito.

<sup>197</sup> Principalmente, por meio do estatuto social, mas também de código de ética, código de conduta, código de governança, manuais de procedimento etc.

<sup>198</sup> Nesse sentido, cita-se especialmente as regras estabelecidas pela BM&F Bovespa, a qual, em um esforço para melhorar a governança corporativa no Brasil e incentivar a dispersão acionária, criou segmentos especiais de listagem, com exigências adicionais às previstas no ordenamento jurídico brasileiro de proteção aos acionistas não controladores. Vale lembrar que as bolsas de valores, mediante prévia aprovação da CVM, podem estabelecer requisitos próprios para a admissão de títulos à negociação em seu recinto ou sistema (art. 21, §4º, da Lei nº

exercício da atividade de investimento, promover a “seleção natural” das companhias que consideram merecer a confiança de receber seus investimentos, indicando, assim, o grau de governança corporativa e de respeito aos acionistas minoritários tido por aceitável.

Essa liberdade de conformação casuística, respeitado o arcabouço mínimo definido pelo ordenamento jurídico, se justifica sobretudo pelo reconhecimento por parte da Constituição Federal da autonomia privada dos agentes econômicos, mas também pela razão prática de que há realidades bastante diferentes. A estrutura legal básica, por consequência, deve servir a todas as situações e ser flexível o suficiente para não engessar as novas necessidades surgidas com o decorrer do tempo<sup>199</sup>.

Não se pode olvidar, de toda sorte, que as estratégias legais de governança das sociedades de economia mista, assim como de qualquer organização, não são capazes de assegurar que ela alcance efetivamente os resultados almejados pelos seus constituintes. Elas instituem apenas um processo voltado para equilíbrio da alocação de forças na companhia e para assegurar um nível mínimo de escrutínio sobre a atuação daqueles com poder sobre ela. Porém, o alcance do melhor resultado, com consequente cumprimento dos objetivos institucionais da companhia, é contingente, pois depende, além da pertinência do sistema de governança e do efetivo funcionamento de todos os mecanismos existentes, de outros fatores extraordinários, tais como a assunção de um nível de riscos condizente com o retorno esperado, a competência na gestão dos recursos disponíveis (materiais e humanos) e, até mesmo, algum grau de sorte no sentido de que os fatores aleatórios (conjuntura internacional, ambiente macroeconômico, fatores ambientais etc.) ocorram de forma favorável à companhia.

De fato, o risco é inerente ao empreendimento econômico. A participação do Estado na concepção dele não elimina essa álea. Na verdade, talvez até indique que ela é maior, pois, do contrário, possivelmente não seria necessária a presença dele na atividade econômica, já que os agentes econômicos privados tenderiam a fornecê-la de forma ampla e eficiente. Nenhum sistema de governança poderá, por conseguinte, eliminar o risco de insucesso da empreitada

---

6.385/1976) e têm poder de polícia para fiscalizar as operações realizadas no seu âmbito (art. 17 da Lei nº 6.385/1976).

<sup>199</sup> “Para se manterem competitivas num mundo em mudança, as empresas devem inovar e adaptar as suas práticas de governo das sociedades para que possam atender às novas exigências e agarrar novas oportunidades. Tendo em conta os custos e benefícios da regulamentação, os governos têm uma responsabilidade importante em moldar um quadro normativo eficaz e com a flexibilidade suficiente que permita que os mercados funcionem de forma eficaz e respondam às novas expectativas dos acionistas e de outras partes interessadas”. (ORGANIZAÇÃO PARA A COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO, 2016, p. 11).

econômica. Ele apenas poderá proporcionar, se bem arquitetado, um gerenciamento adequado desses riscos e a instituição de mecanismos de mitigação de perdas.

Com efeito, para uma relação de poder equilibrada no âmbito da companhia e, por conseguinte, para induzi-la a perseguir a maximização eficiente de seus resultados, é apenas pré-condição um sistema básico que assegure a prestação de mínimas informações aos acionistas, que mitigue os problemas mais comuns de comportamentos oportunistas por parte daqueles que têm a companhia sob domínio, e que dê aos acionistas minoritários voz para externalizar os seus interesses. Essas medidas, contudo, têm efeitos limitados e não eliminam a responsabilidade dos investidores minoritários de avaliarem criteriosamente as companhias em que investem, de exigirem, acompanharem e escrutinarem as informações prestadas, de adotarem as medidas pertinentes sempre que constatarem comportamentos impróprios e, sobretudo, de precificarem propriamente os prós e contras específicos de cada empreendimento econômico.



## **5 SÍNTESE CONCLUSIVA**

As sociedades anônimas de capital aberto são um importante arranjo institucional disponibilizado pelo Estado para a viabilização dos empreendimentos econômicos, os quais, por sua vez, são imprescindíveis para o desenvolvimento nacional. Elas permitem que agentes econômicos com interesses distintos convirjam para a cooperação, na perseguição de um escopo comum.

Nesse sentido, elas funcionam como um dos principais instrumentos forjados pelos sistemas capitalistas para fazer com que a congênita predisposição dos agentes econômicos de se moverem primordialmente em busca de seus próprios interesses seja direcionada para atividades colaborativas capazes de gerar um resultado útil para toda a coletividade.

Para que elas cumpram essa função, contudo, o Estado precisa se valer de certas estratégias institucionais visando a proporcionar um nível mínimo de equilíbrio, com vistas a promover o alinhamento dos distintos interesses em jogo.

A intervenção estatal nesse quadrante é crucial, sobretudo porque é preciso salvaguardar a confiança dos agentes econômicos quanto à utilidade e à adequação desse arranjo institucional às suas conveniências, fomentando, por conseguinte, a sua propagação. Para tanto, faz-se imprescindível a instituição de mecanismos básicos que reprimam os comportamentos oportunistas e que deem àqueles despojados da condução cotidiana do empreendimento econômico algum nível de segurança de que seus interesses serão preservados.

O alcance desse objetivo, por sua vez, depende da identificação dos potenciais conflitos ínsitos às companhias abertas. Com efeito, esse arranjo institucional, além da diversidade de interesses

decorrentes da existência de múltiplos acionistas, também cria um potencial de antagonismos entre três núcleos distintos de poder: a propriedade, o controle e a administração.

A propriedade, nas companhias abertas, é atrelada à figura dos acionistas, os quais empregaram seu patrimônio na constituição da companhia. Eles aspiram à geração de resultados residuais pelo empreendimento econômico. Em essência, a função da propriedade é que a companhia consiga desempenhar a atividade econômica que se propôs de maneira tão eficiente que os resultados gerados sejam suficientes para arcar com todos os custos de sua existência (empregados, impostos, despesas operacionais etc.) e ainda sobeje um montante líquido capaz de lhe remunerar adequadamente o risco assumido com o investimento.

O controle, por sua vez, advém da multiplicidade de acionistas, o que exige o estabelecimento de um mecanismo para a condução do empreendimento econômico por um grupo reduzido de pessoas. A solução engendrada foi tomar emprestado das democracias políticas o princípio majoritário. Assim, atribui-se à maioria o poder de eleger quem terá o domínio sobre os bens afetados à companhia, restando à minoria subordinar-se aos seus desígnios. A consequência foi uma revolução em relação ao direito de propriedade, pois o seu átomo foi desintegrado em duas partes (fruição e disposição). Só a primeira foi mantida com os proprietários. A outra foi transferida para o controle, que pode ter seus próprios interesses.

A definição do significado de majoritário, além disso, não é estrita. Ela comporta acomodações conforme a estrutura acionária da companhia. Há casos em que ela está associada à maior contribuição para o seu capital social (controle majoritário), mas também há outros em que ela expressa apenas a detenção da maioria das ações com direito a voto (controle minoritário em sentido amplo). Ainda outras vezes, o controle se materializa em uma situação em que não se tem a maioria das ações com direito a voto, porque entre os demais detentores de ações dessa espécie não há ninguém com igual quantidade (controle minoritário em sentido estrito). Também se tem os casos, por ora raros no Brasil, mas prevalentes nos EUA, em que a propriedade acionária está tão dispersa que não é possível a nenhum acionista ou grupo assegurar, de modo permanente, o controle. Nessa situação, a companhia se torna uma entidade autocrática, porquanto dominada por seus próprios administradores (controle administrativo).

A administração, por seu turno, é representada por aqueles que conduzem a companhia no seu cotidiano. Ela se distingue da propriedade e do controle por ser uma função totalmente

subordinada às demais. Assim, embora ela tenda a ter seus próprios interesses, o seu poder no âmbito da companhia é subalterno ao controle ou está condicionado à inexistência desse.

O domínio da companhia por parte do controle e/ou da administração não lhes dá, porém, o direito de fazer com ela o que bem entenderem. Eles devem exercê-lo em benefício do conjunto de proprietários. Há, portanto, o que a literatura econômica chama de relação de agência, a qual se configura nas circunstâncias em que se delega a alguém (Agente) a execução de certa atividade em nome de outrem (Principal), envolvendo a tomada de decisão.

Nesse tipo de relação, é inerente o problema de agência, o qual decorre da pressuposição de que os agentes econômicos são movidos pelos próprios interesses. Dessa presunção depreende-se o risco moral de essas funções se valerem do poder a elas delegado pelos proprietários para, em vez de perseguirem os interesses desses, promoverem os seus interesses pessoais.

Esse risco moral, por seu turno, é potencializado pelo fato de as condutas dos Agentes não serem plenamente monitoráveis pelos Principais, assim como porque não é possível aos Agentes estabelecerem de modo preciso e completo todos os critérios para a tomada de decisão pelos Principais, restando-lhes uma grande margem de discricionariedade.

O problema de agência é o cerne principal da estrutura básica de governança instituída pelo Estado para as companhias abertas, como parte de suas estratégias para evitar os comportamentos oportunistas e preservar esse arranjo institucional

As companhias abertas, contudo, não são instrumentos de uso exclusivo dos agentes privados. O Estado também se vale delas como meio de obtenção, junto a esses agentes, de recursos financeiros para viabilizar a prestação de serviços públicos e a exploração de determinadas atividades econômicas tidas como relevantes para a coletividade. Assim, quando há essa associação entre Estado e agentes privados como coproprietários em uma companhia aberta, reservando-se ao Estado o poder de controle, ela é denominada sociedade de economia mista.

Com relação a elas, a estruturação do arcabouço institucional de governança é muito mais desafiadora, na medida em que a presença do Estado em sua composição acionária enseja algumas singularidades.

Um primeiro ponto é que elas estão sujeitas ao problema de agência de forma dupla. Isso ocorre porque, de um lado, há o risco de o Estado, enquanto controlador, direcioná-la para a prática de

atividades econômicas que destoam de seu escopo social. Nessa hipótese, ele pode utilizá-la como mecanismo de promoção de políticas públicas estranhas às suas finalidades, impondo, desse modo, parte dos custos dessas políticas para os acionistas minoritários, na proporção da participação dele no seu capital. De outro lado, o Estado também está sujeito a uma relação própria de agência, na medida em que é um ente abstrato, conduzido por políticos e burocratas, enquanto Agentes, os quais exercem o poder em nome da coletividade, enquanto Principal. Assim, há o risco moral de esses Agentes se aproveitarem de seu poder na sociedade de economia mista para a promoção de seus interesses pessoais ou dos interesses da coligação política incumbente, que lhes dá sustentação.

O outro aspecto é que a mensuração da performance das sociedades de economia mista é muito mais emblemática, na medida em que elas têm objetivos duplos, os quais, muitas vezes, são conflitantes. Diferentemente de uma companhia eminentemente privada, que tem por objetivo primordial a maximização da lucratividade, as sociedades de economia mista devem conjugar a geração de resultados financeiros positivos com a perseguição da missão pública, consubstanciada no interesse público que autorizou a sua constituição e que legitima a sua manutenção como entidade estatal. Essa situação potencializa a margem de discricionariedade daqueles que exercem o poder no âmbito da companhia, porquanto lhes dá uma maior elasticidade de justificativas para suas decisões.

A partir dessa realidade, o Estado, na condição de regulador e artífice dos arranjos institucionais, se vale de algumas estratégias na configuração da governança dessas companhias, com vistas a dar aos investidores minoritários um mínimo de confiança de que seus interesses não serão solenemente preteridos e que o patrimônio nelas empregado não será despudoradamente dilapidado, tal como uma expropriação indireta e velada. Esse arcabouço foi reforçado com a edição recente do Estatuto das Estatais.

Uma das estratégias utilizadas consiste na obrigatoriedade de essas companhias se submeterem às mesmas regras a que estão sujeitas as demais companhias abertas eminentemente privadas. Nesse aspecto, destaca-se a fragmentação do poder nos órgãos societários, os direitos de monitoramento e de fiscalização atribuídos aos acionistas minoritários, o dever de prestação de informações e os direitos mínimos de participação sobre os resultados econômicos gerados. Além disso, elas se submetem, da mesma forma que as demais companhias, à regulação promovida pela CVM.

Adicionalmente, elas também devem obedecer alguns critérios de governança específicos e mais estreitos do que aqueles incidentes sobre as outras companhias. Nesse sentido, por exemplo, os acionistas minoritários das sociedades de economia mista têm assegurado pelo menos um assento no Conselho de Administração, independentemente da quantidade de ações que eles possuam. O mesmo direito é assegurado em relação ao Conselho Fiscal, especificamente para os acionistas ordinaristas, sem prejuízo do direito concedido aos preferencialistas pela legislação comum. Esse Conselho Fiscal, por sua vez, é sempre permanente.

Em complemento, as regras para a nomeação, pelo Estado, dos membros dos órgãos societários dessas companhias são bem mais estreitas. Além disso, o nível de escrutínio sobre o desempenho das atividades desenvolvidas por elas é mais amplo, na medida em que também estão submetidas, em muitos aspectos, aos controles próprios da administração pública. O grau de reforço dos poderes fiduciários de seus administradores também é mais elevado, na medida em que certos comportamentos oportunistas podem configurar improbidade administrativa e, até mesmo, crime.

Não obstante, essas estratégias institucionais não impedem, por completo, a existência de comportamentos oportunistas nem garantem que as sociedades de economia mista cumpram, sempre, seu escopo social. Essas estratégias, como todo invento humano, estão sujeitas a limitações, seja por falhas de concepção, seja pela própria impossibilidade de se alcançar a perfeição.

Parte dessas falhas é decorrente de um problema maior, o qual atinge a estrutura de todas as companhias abertas em geral e cuja correção depende da disposição para uma reforma mais profunda e ampla. Nesse sentido, por exemplo, cita-se a permissão da existência de ações com direitos de votos distintos; a falta do caráter contramajoritário do Conselho Fiscal; a permissão de que a mesma pessoa exerça o papel de presidente do Conselho de Administração e da Diretoria Executiva; e a inexistência de regras claras impondo a busca de lucratividade, bem como a falta de incentivos ao alinhamento dos interesses dos administradores com os dos constituintes da companhia.

A outra parcela, por seu turno, decorre da apatia do legislador em enfrentar e resolver alguns problemas próprios dessas companhias, inerentes à subordinação delas ao ambiente político e à condição similar às companhias sob controle administrativo. Um exemplo evidente da

deficiência do arcabouço básico de governança dessas companhias se verifica nos critérios positivos e negativos estabelecidos para a nomeação de membros de seus órgãos societários. Muito embora a concepção desses critérios tenha significado um avanço institucional, criou-se uma flexibilidade muito ampla, mantendo-se, ainda, uma elevada margem de discricionariedade para as nomeações a serem realizadas pelo poder político incumbente. Em paralelo a essa falha, também faltou a estipulação de um regime mais estável para esses nomeados, por meio da fixação de regras para a cassação do mandato, via, por exemplo, a condicionante de chancela pelo Poder Legislativo. Além disso, perdeu-se, em contrapartida, a oportunidade de se elevar o nível de responsabilidade pessoal desses nomeados pelas condutas praticadas, assim como se avalizou a praxe de contratação de seguro em benefício dos administradores, sem impor nenhuma regulamentação sobre os limites da abrangência dessas contratações.

De todo modo, essas estratégias, isoladamente, não conseguem elidir todas as práticas erráticas. Uma razão para isso é que os próprios investidores minoritários têm pouca disposição para confrontarem os poderes existentes no âmbito da companhia, seja por uma avaliação de que o dispêndio de energia e tempo não compensa o esforço, seja pelo receio dos reflexos que esse enfrentamento pode ter em negócios ou relacionamentos futuros.

Outro fator a inibir a atuação dos minoritários é que, quanto aquele em quem estão depositadas as maiores expectativas de desempenharem esse papel de enfrentamento, i.e., os investidores institucionais (fundos de pensão, fundos de investimentos etc.), eles também estão sujeitos a um problema de agência próprio, pois são, igualmente, conduzidos por outros Agentes. Com relação às sociedades de economia mista, isso se verifica de forma proeminente, pois uma proporção relevante de seus investidores é formada por fundos de pensão, os quais, além do problema de agência próprio, ainda compartilham com aquelas companhias as conexões com o poder político incumbente.

Adicionalmente, contribui para a inação desses investidores institucionais o fato de a proporção da participação deles não ser suficiente para alçá-los a uma posição relevante na companhia, pois as políticas de investimento a que estão sujeitos lhes limita o montante que deve estar aplicado em uma mesma companhia; o receio deles de uma participação mais ativa lhes compromete o nível de vínculo com o empreendimento econômico; eles têm, por fim, a possibilidade de se desvencilhar do investimento de uma forma mais pragmática por meio da venda das ações.

Não obstante, não é esperado que as estratégias institucionais de governança das sociedades de economia mista sejam autossuficientes para assegurar que essas companhias atinjam efetivamente os resultados para a qual foram constituídas. Elas consubstanciam tão somente as pré-condições para que isso aconteça.

Em resumo, conclui-se que o arcabouço institucional de governança das sociedades de economia mista no ordenamento jurídico fornece um nível razoável de proteção aos investidores minoritários, mas há espaço, ainda, para alguns aprimoramentos. Essa estrutura jurídica, de toda sorte, representa apenas uma parte da solução para os eventuais comportamentos oportunistas e as consequentes ineficiências dessas companhias. A outra parcela depende da atuação mais ativista dos investidores minoritários na utilização dos mecanismos existentes. Sem prejuízo, de uma forma ou de outra, ainda se terá sempre presente a possibilidade de fracasso desses empreendimentos em atingir seus objetivos, pois isso faz parte da álea inerente à atuação econômica. Esse risco, do mesmo modo que há de ser assumido pelo Estado, enquanto designação da coletividade, também deve ser apropriado pelos investidores minoritários, na proporção de suas participações na companhia, inclusive como resultado da displicência de ambos com o acompanhamento mais estreito em relação ao que se verifica no empreendimento econômico.

## REFERÊNCIAS

- ABREU, Jorge Manuel Coutinho de. *Governança das sociedades comerciais*. 2. ed. Coimbra: Almedina, 2010.
- ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Abuso de minoria em direito societário: abuso das posições subjetivas minoritárias*. 2010. Tese (Doutorado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2010.
- ADMATI, Anat R.; PFLEIDERER, Paul. The “Wall Street Walk” and shareholder activism: exit as a form of voice. *Review of Financial Studies*, Raleigh, v. 22, n. 7, p. 2645-2685, 2009. Disponível em: <<http://rfs.oxfordjournals.org/content/early/2009/05/18/rfs.hhp037>>. Acesso em 17 set. 2016.
- AGRAWAL, Ashwini K. The impact of investor protection law on corporate policy: evidence from the blue sky laws. *Journal of Financial Economics* (forthcoming), Rochester, 2011. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1442224>>. Acesso em 15 set. 2015.
- AHARONI, Yair. Note – Performance evaluation of state owned enterprises: a process perspective. *Management Science*, Catonsville, v. 27, n. 11, p. 1340-1347, 1981. Disponível em: <<http://dl.acm.org/citation.cfm?id=2783234>>. Acesso em 19 out. 2016.
- ALVARENGA, Darlan. Parente diz que Petrobras passou por “tsunami” e crítica “aparelhamento”. *G1*, 30 set. 2016. Disponível em: <<http://g1.globo.com/economia/negocios/noticia/2016/09/parente-diz-que-petrobras-passou-por-tsunami-e-critica-aparelhamento.html>>. Acesso em 01 out. 2016.
- ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, José Paschoal. *Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências*. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2007.
- ARMOUR, John; HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. Agency problems, legal strategies, and enforcement. *Harvard Law and Economics*, Research Paper Series No. 644, 2009. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1436555>>. Acesso em 31 jan. 2015.
- ASCARELLI, Tullio. *Problemas das sociedades anônimas e direito comparado*. São Paulo: Quórum, 2008.
- BARBOSA, Marcelo S. Controle societário: a relevância do conceito legal. In: INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. *Governança corporativa: estrutura de controles societários*. São Paulo: Saint Paul, 2009, p. 20-32.
- BARROSO, Luís Roberto. Modalidades de intervenção do Estado na ordem econômica. Regime jurídico das sociedades de economia mista. Inocorrência de abuso de poder econômico. In: *Temas de direito constitucional*. 2. ed. Tomo I. Rio de Janeiro: Renovar, 2006.
- BASILE, Juliano. Petrobras favoreceu escolas de samba. *Valor Econômico*, 5 jan. 2015. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/politica/3843672/petrobras-favoreceu-escolas-de-samba>>. Acesso em 27 set. 2016.



BERCOVICI, Gilberto. Atuação do Estado no domínio econômico e Sistema Financeiro Nacional. Inexigibilidade de licitação em incorporação ou em alienação do controle de uma sociedade de economia mista. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, a. XLVI, n. 148, p. 233-270, out./dez. 2007.

\_\_\_\_\_. *Soberania e constituição: para uma crítica do constitucionalismo*. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

BERLE, Adolf A.; MEANS, Gardiner C. *A moderna sociedade anônima e a propriedade privada*. Tradução de Dinah de Abreu Azevedo. São Paulo: Abril Cultural, 1984.

BLACK, Bernard S. Agents watching agents: the promise of institutional investor voice. *UCLA Law Review*, Los Angeles, v. 39, p. 811-893, 1992. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1132082>>. Acesso em 26 set. 2016.

\_\_\_\_\_. The legal and institutional preconditions for strong securities market. *UCLA Law Review*, Los Angeles, v. 48, p. 781-855, 2001. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=182169>>. Acesso em 17 set. 2016.

BM&FBOVESPA. *Novo mercado: regulamento de listagem*. São Paulo: BM&FBovespa, 2011.

\_\_\_\_\_. Programa Destaque em Governança de Estatais, 2015. Disponível em: <[http://www.bmfbovespa.com.br/pt\\_br/listagem/acoes/governanca-de-estatais/](http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/governanca-de-estatais/)>. Acesso em 26 set. 2016.

BONFIM, Natália Bertolo. *O interesse público nas sociedades de economia mista*. 2012. Dissertação (Mestrado em Direito Econômico e Financeiro) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2012. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2133/tde-18102012-141510/>>. Acesso em: 22 abr. 2015.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Recomendações da CVM sobre governança corporativa*. Junho, 2002. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0001/3935.pdf>>. Acesso em 27 set. 2016.

BRASIL. Ministério da Fazenda. Exposição de Motivos nº 196, 1976. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/leis/anexos/EM196-Lei6404.pdf>>. Acesso em 25 jan. 2016.

BRASIL. Ministério Público Federal. Caso Lava Jato: Entenda o caso. 2016. Disponível em: <<http://lavajato.mpf.mp.br/entenda-o-caso>>. Acesso em 29 set. 2016.

CÂMARA, Jacintho Arruda. Entes estatais: o lucro é incompatível com a missão social? In: SUNDFELD, Carlos Ari; ROSILHO, André (Org.). *Direito da regulação e políticas públicas*. São Paulo: Malheiros, 2014, p. 256-269.

CAMARGO, Guilherme Bueno de. *Governança republicana como vetor para a interpretação das normas de direito financeiro*. Tese (Doutorado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2010.

CAMPINHO, Sérgio. *Falência e recuperação de empresas: o novo regime da insolvência empresarial*. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.

CARVALHAL DA SILVA, André Luiz. A governança corporativa das firmas privadas é realmente melhor do que a das empresas estatais? Curiosas evidências do mercado brasileiro. (IV Prêmio DEST/MP de Monografias.) 2008. Disponível em: <[http://www.planejamento.gov.br/secretarias/upload/Arquivos/dest/premio\\_dest/3\\_colocado\\_premio\\_dest\\_2008.pdf](http://www.planejamento.gov.br/secretarias/upload/Arquivos/dest/premio_dest/3_colocado_premio_dest_2008.pdf)>. Acesso em 29 set. 2016.

CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas*. 5. ed. rev. e atual. 4º volume. Tomo I: arts. 206 a 242: Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações da Lei nº 11.941, de 27 de maio de 2009. São Paulo: Saraiva, 2011.

\_\_\_\_\_. *Direito econômico: obras completas*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2013.

CHEFFINS, Brian R. The history of corporate governance. *University of Cambridge Faculty of Law*. Research Paper n. 54, 2011. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1975404>>. Acesso em 07 out. 2016.

COFFEE, John C. The rise of dispersed ownership: the role of law in the separation of ownership and control. *Columbia Law and Economics*. Working Paper No. 182. 2000. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=254097>>. Acesso em 18 out. 2016.

COMMITTEE ON THE FINANCIAL ASPECTS OF CORPORATE GOVERNANCE. *The financial aspects of corporate governance*. 1992. Disponível em <<http://www.ecgi.org/codes/documents/cadbury.pdf>>. Acesso em 20 fev. 2016.

COMPARATO, Fábio Konder. Estado, empresa e função social. *Revista dos Tribunais*, São Paulo, v. 732, p. 38-46, 1996.

\_\_\_\_\_. O indispensável direito econômico. In: *Ensaios e pareceres de direito empresarial*. Rio de Janeiro: Forense, 1978.

\_\_\_\_\_. *Para viver a democracia*. São Paulo: Brasiliense, 1989.

COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima*. 6. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014.

CORREIA NETO, Celso de Barros. As razões da lei de responsabilidade fiscal. *Revista Tributária e de Finanças Públicas*, São Paulo, v. 95, p. 23-94, nov-dez 2010.

CRETILLA JÚNIOR, José. Sociedades de economia mista no Brasil. *Revista de Direito Administrativo*, Rio de Janeiro, v. 80, p. 33-43, 1965. Disponível em: <<http://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/rda/article/view/27230/26094>>. Acesso em 29 set. 2016.

CUNHA, Rodrigo Ferraz Pimenta da. *Estrutura de interesses nas sociedades anônimas: hierarquia e conflitos*. São Paulo: Quartier Latin, 2007.

DIAS, Marco Antonio. James Buchanan e a “Política” na escolha pública. *Ponto-e-Vírgula: Revista de Ciências Sociais*, São Paulo, v. 6, p. 201-217, 2010. Disponível em: <<http://revistas.pucsp.br/index.php/pontoevirgula/article/view/14047>>. Acesso em 29 set. 2016.

DI PIETRO, Maria Sylvia Zanella. *Parceria na administração pública: concessão, permissão, franquia, terceirização, parceria público-privada e outras formas*. 9. ed. São Paulo: Atlas, 2012.

DONAGGIO, Angela Rita Franco. *Governança corporativa e novo mercado: proteção ao investidor e falhas no mercado regulatório*. São Paulo: Saraiva, 2012.

EIZIRIK, Nelson Laks. *A lei das S/A comentada*. Vol. III. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

\_\_\_\_\_. *A lei das S/A comentada*. 2. ed. rev. e ampl. – artigos 206 a 300. Vol. IV. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

\_\_\_\_\_. *Mercado de capitais: regime jurídico*. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.

FERREIRA, Waldemar Martins. *A sociedade de economia mista em seu aspecto contemporâneo*. São Paulo: Max Limonad, 1956.

FINKELSTEIN, Maria Eugênia Reis; PROENÇA, José Marcelo Martins (Coord.). *Direito societário: sociedades anônimas*. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2011.

FONTES FILHO, Joaquim Rubens; PICOLIN, Lidice Meireles Picolin. Governança corporativa em empresas estatais: avanços, propostas e limitações. *Revista de Administração Pública*, Rio de Janeiro, v. 42, n. 6, p. 1163-1188, 2008.

FRIED, Jesse M. Rationalizing the Dodd-Frank clawback. *European Corporate Governance Institute (ECGI)*, Law Working Paper n. 314, set. 2016. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=2764409>>. Acesso em 11 out. 2016.

FURUTA, Fernanda; DOS SANTOS, Ariovaldo. Comitê de Auditoria versus Conselho Fiscal Adaptado: a visão dos analistas de mercado e dos executivos das empresas que possuem ADRs. *Revista Contabilidade & Finanças*, São Paulo, v. 21, n. 53, 2010. Disponível em <<http://dx.doi.org/10.1590/S1519-70772010000200005>>. Acesso em 11 set. 2016.

GALBRAITH, John K. *O novo estado industrial*. 3. ed. São Paulo: Nova Cultural, 1988.

GORGA, Érica. *Direito societário atual*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2013.

GRAU, Eros Roberto. *A ordem econômica na Constituição de 1988*. 3. ed. São Paulo: Malheiros, 1997.

\_\_\_\_\_. Intervenção estatal. *Revista de Direito Público*, São Paulo, 67/294, jul.-set. 1983. Disponível na plataforma Revista dos Tribunais Online. Acesso em 29 nov. 2016.

\_\_\_\_\_. *O direito posto e o direito pressuposto*. 5. ed. rev. e ampl. São Paulo: Malheiros, 2003.

GRIFFITH, Erin. Facebook investors approve Mark Zuckerberg's three-class share structure. *Fortune*, 20 jun. 2016. Disponível em: <<http://new.fortune.com/2016/06/20/facebook-investors-approve-mark-zuckerbergs-three-class-share-structure/>>. Acesso em 11 set. 2016.

GUEDES, Filipe Machado. *A atuação do Estado como acionista minoritário: possibilidades e limites*. São Paulo: Almedina, 2015.

GUIMARÃES, Marcello. *Uso político de estatais pelo acionista controlador: em prejuízo dos direitos dos acionistas minoritários*. Belo Horizonte: Fórum, 2011.

IANNI, Octavio. *Estado e capitalismo*. São Paulo: Brasiliense, 2004.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. *Código das melhores práticas de governança corporativa*. 5. ed. São Paulo: IBGC, 2015.

\_\_\_\_\_. *Governança corporativa: estrutura de controles societários*. São Paulo: Saint Paul, 2009.

JENSEN, M. H.; MECKLING, W. H. The nature of man. *Journal of Applied Corporate Finance*, v. 7, n. 2, p. 4-19, 1994. Disponível em: <[http://papers.ssrn.com/sol3/paper.taf?ABSTRACT\\_ID=5471](http://papers.ssrn.com/sol3/paper.taf?ABSTRACT_ID=5471)>. Acesso em 1 jul. 2016.

\_\_\_\_\_. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, Rochester, v. 3, n. 4, p. 305-360, out. 1976. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=94043>>. Acesso em 1 jul. 2016.

JOHNSON, Simon et al. Tunnelling. *Harvard Institute of Economic Research*, Paper No. 1887, jan. 2000. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=204868>>. Acesso em 22 jun. 2016.

JUSTEN FILHO, Marçal. *Curso de direito administrativo*. 9. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2013.

KLEIN, Benjamin. Contracting costs and residual claims: the separation of ownership and control. *The Journal of Law & Economics*, Chicago, v. 26, n. 2, p. 367-374, 1983. Disponível em: <<http://www.jstor.org/stable/725107>>. Acesso em 16 ago. 2016.

KPMG. *A governança corporativa e o mercado de capitais: um panorama atual das empresas abertas, com base nos seus Formulários de Referência, 2014/2015*. Disponível em: <<http://www.kpmg.com/BR>>. Acesso em 14 jul. 2016.

KRAAKMAN, R. et al. *The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach*. 2. ed. Oxford: Oxford University Press, 2009.

KÜMPEL, Siegfried. *Direito do mercado de capitais: do ponto de vista do direito europeu, alemão e brasileiro. Uma introdução*. Rio de Janeiro: Renovar, 2007.

LA PORTA, Rafael et al. Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, Rochester, v. 58, n. 1-2, p. 3-27, 2000. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=183908>>. Acesso em 25 jan. 2016.

LEÃES, L. G. Paes de Barros. *Estudos e pareceres sobre sociedades anônimas*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1989.

\_\_\_\_\_. *Mercado de capitais e insider trading*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1982.

LIMA, Osmar Brina Corrêa. *Responsabilidade civil dos administradores de sociedade anônima*. Rio de Janeiro: Aide, 1989.

LOBO, Jorge Joaquim. *Direitos dos acionistas*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011.

MARTINS, Carlos Estevam (Org.). *Estado e capitalismo no Brasil*. São Paulo: Hucitec; Cebrap, 1977.

MASSO, Fabiano Dolenc Del. *Direito econômico*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

MASSO, Fabiano Dolenc Del; GONÇALVES, R. M.; FERREIRA, R. M. Z. A (re)invenção do Estado no Século XXI: o regresso ao liberalismo como suporte do sistema democrático. *Revista Internacional CONSINTER de Direito*, Curitiba, v. 1, p. 305-330, 2015. Disponível em: <<http://editorialjurua.com/revistaconsinter/revistas/ano-i-volume-i/parte-2-direito-publico/a-reinvencao-do-estado-do-seculo-xxi-o-regresso-ao-liberalismo-como-suporte-do-sistema-democratico/>>. Acesso em 18 out. 2016.

MATTOS, Paulo et al. (Org.). *Regulação econômica e democracia: o debate norte-americano*. São Paulo: Ed. 34, 2004.

MELLO, Celso Antônio Bandeira de. *Curso de direito administrativo*. 28. ed. São Paulo, Malheiros, 2010.

MENDES, Gilmar. Lei de responsabilidade fiscal, correlação entre metas e riscos fiscais e o impacto dos déficits públicos para as gerações futuras. *Revista Diálogo Jurídico*, Salvador, n. 14, p. 4, jun-ago 2002. Disponível em: <<http://www.agu.gov.br/page/download/index/id/892366>>. Acesso em 29 nov.2016.

MOORE, Marc T. *Corporate governance in the shadow of the state*. Oxford/Portland, Oregon: Hart Publishing, 2013.

MOREIRA, Egon Bockmann. O direito administrativo contemporâneo e a intervenção do Estado na ordem econômica. In: WAGNER JUNIOR, Luiz Guilherme da Costa. *Direito público: estudos em homenagem ao professor Adilson Abreu Dallari*. Belo Horizonte: Del Rey, 2004, p. 257-281.

NUSDEO, Fábio. *Curso de economia: introdução ao direito econômico*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2005.

ORGANIZAÇÃO PARA A COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO. *Diretrizes da OCDE sobre governança corporativa para empresas de controle estatal*. Disponível em: <<http://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceofstate-ownedenterprises/42524177.pdf>>. Acesso em 22 abr. 2015.

\_\_\_\_\_. *Princípios de governo das sociedades do G20 e da OCDE*, 2016. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.1787/9789264259195-pt>>. Acesso em 27 set. 2016.

\_\_\_\_\_. *OCDE guidelines on corporate governance of state-owned enterprises*, 2015. Disponível em <<http://dx.doi.org/10.1787/9789264244160-en>>. Acesso em 14 set. 2016.

PACHECO, José da Silva. *Tratado de direito empresarial: sociedades anônimas e valores mobiliários*. São Paulo: Saraiva, 1977.

PADUAN, Roberta. *Petrobras: uma história de orgulho e vergonha*. Rio de Janeiro: Objetiva, 2016.

PARGENDLER, Mariana. Cinco mitos sobre a história das sociedades anônimas no Brasil. In: KUYVEN, Luiz Fernando Martins (Org.). *Temas essenciais de direito empresarial: estudos em homenagem a Modesto Carvalhosa*. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 865-883.

\_\_\_\_\_. Responsabilidade civil dos administradores e *business judgement rule* no direito brasileiro. *Revista dos Tribunais*, São Paulo, v. 104, n. 953, p. 51-74, mar. 2015. Disponível na plataforma Revista dos Tribunais Online. Acesso em 29 nov. 2016.

PATRÍCIO, J. Simões. *Introdução ao direito econômico*. Lisboa: Centro de Estudos Fiscais, 1981.

PELLINI, Patrícia. Controle minoritário (capital difuso). In: INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. *Governança corporativa: estrutura de controles societários*. São Paulo: Saint Paul, 2009, p. 36-54.

PIMENTEL, Ruderico F. A governança dos grupos estatais no Brasil. In: INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. *Governança corporativa: estrutura de controles societários*. São Paulo: Saint Paul, 2009, p. 141-154.

PINHEIRO, Armando Castelar; SADDI, Jairo. *Direito, economia e mercado*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

PINTO JUNIOR, Mario Engler. A capitalização da companhia. In: FINKELSTEIN, Maria Eugênia Reis; PROENÇA, José Marcelo Martins (Coord.). *Direito societário: sociedades anônimas*. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2011.

\_\_\_\_\_. *Empresa estatal: função econômica e dilemas societários*. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

POLÍCIA fecha autoescola em Barueri por fraude no sistema de presença. *G1*, 23 set. 2016. Disponível em: <<http://g1.globo.com/sao-paulo/noticia/2016/09/policia-fecha-autoescola-em-barueri-por-fraude-no-sistema-de-presenca.html>>. Acesso em 24 set. 2016.

REQUIÃO, Rubens. *Curso de direito comercial*. 2º volume. São Paulo: Saraiva, 2014.

\_\_\_\_\_. O controle e a proteção dos acionistas. *Revista de Direito Mercantil*, São Paulo, 15-16, 1974. Disponível na plataforma Revista dos Tribunais Online. Acesso em 29 nov. 2016.

RODRIGUES, Carlos Alexandre. Sobre a falência das empresas públicas e sociedades de economia mista, em face da nova lei de falência (lei nº 11.101, de 09.02.2005). *Revista dos Tribunais*, São Paulo, v. 94, n. 835, p. 11-32, 2005. Disponível na plataforma Revista dos Tribunais Online. Acesso em 29 nov. 2016.

ROSSETTI, José Paschoal. *Introdução à economia*. 9. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Atlas, 1982.

SALOMÃO FILHO, Calixto. *O novo direito societário*. São Paulo: Malheiros, 1998.

\_\_\_\_\_. *Regulação e desenvolvimento*. São Paulo: Malheiros, 2002.

SCHAPIRO, Mario Gomes. Repensando a relação entre Estado, Direito e Desenvolvimento: os limites do paradigma rule of law e a relevância das alternativas institucionais. *Revista Direito GV*, São Paulo, v. 6, n. 1, p. 213-252, 2010. Disponível em: <<http://hdl.handle.net/10438/9676>>. Acesso em 6 out. 2016.

SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, v. 52, n. 2, p. 737-783, jun. 1997. Disponível em <<http://www.jstor.org/stable/2329497>>. Acesso em 1 jul. 2016.

SILVA, José Afonso da. *Curso de direito constitucional positivo*. 32. ed. rev. e atual. São Paulo: Malheiros, 2009.

SMITH, Adam. *The Wealth of Nations*. Editado por Edwin Cannan, 1904. Reimpressão de 1937. New York: Modern Library, 1776.

SOUZA, Washington Peluso Albino. *Primeiras linhas de direito econômico*. 3. ed. São Paulo: LTR, 1994.

SUNDFELD, Carlos Ari. Entidades administrativas e noção de lucro. *Revista Trimestral de Direito Público*, São Paulo, n. 6, p. 262-268, 1994.

SZTAJN, Rachel. *Teoria jurídica da empresa: atividade empresária e mercados*. São Paulo: Atlas, 2004.

TÁCITO, Caio. *Os tribunais de contas e o controle das empresas estatais*. In: *Temas de direito público: estudos e pareceres*. 1º volume. Rio de Janeiro: Renovar, 1997.

TAVARES, André Ramos. *Direito constitucional econômico*. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2011.

VANDEVELDE, Kenneth J. *Pensando como um advogado: uma introdução ao raciocínio jurídico*. São Paulo: Martins Fontes, 2000.

VENÂNCIO FILHO, Alberto. *A intervenção do estado no domínio econômico: o direito público econômico no Brasil*. Rio de Janeiro: Editora FGV, 1968.

VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. *Curso de direito comercial*. São Paulo: Malheiros, 2008.

WALD, Arnold. O governo das empresas. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo, v. 15, p. 53-78, jan.-mar. 2002. Disponível na plataforma Revista dos Tribunais Online. Acesso em 29 nov. 2016.

WERNECK, Rogério L. Furquim. Empresas estatais, controle de preços e contenção de importações. *Revista Brasileira de Economia*, Rio de Janeiro, v. 40, n. 1, p. 37-62, 1986. Disponível em <<http://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/rbe/article/view/355>>. Acesso em 13 set. 2016.

WHITE, Mary Jo. Beyond disclosure at the SEC in 2016. Disponível em: <<http://www.sec.gov/news/speech/white-speech-beyond-disclosure-at-the-sec-in-2016-021916.html>>. Acesso em 25 fev. 2016.

WONG, Simon C.Y. Improving corporate governance in SOEs: an integrated approach. *Corporate Governance International*, v. 7, n. 2, jun. 2004. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=897121>>. Acesso em 13 set. 2016.

YAZBEK, Otávio. As companhias abertas – sua caracterização, as vantagens e as desvantagens da abertura de capital. In: FINKELSTEIN, Maria Eugênia Reis; PROENÇA, José Marcelo Martins (Coord.). *Sociedades anônimas*. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 107-146.