

UNIVERSIDADE PRESBITERIANA MACKENZIE

NATALIE YWES SIGNORELLI

**O IMPACTO DAS *GOLDEN SHARES* NO VALOR DE MERCADO DAS
COMPANHIAS ABERTAS**

SÃO PAULO

2019

UNIVERSIDADE PRESBITERIANA MACKENZIE

NATALIE YWES SIGNORELLI

**O IMPACTO DAS *GOLDEN SHARES* NO VALOR DE MERCADO DAS
COMPANHIAS ABERTAS**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado à Faculdade de Direito da Universidade Presbiteriana Mackenzie como requisito parcial para obtenção do grau de Bacharel em Direito.

Orientador: Prof. Dr. Armando Luiz Rovai

SÃO PAULO

2019

UNIVERSIDADE PRESBITERIANA MACKENZIE

NATALIE YWES SIGNORELLI

**O IMPACTO DAS *GOLDEN SHARES* NO VALOR DE MERCADO DAS
COMPANHIAS ABERTAS**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado à Faculdade de Direito da Universidade Presbiteriana Mackenzie como requisito parcial para obtenção do grau de Bacharel em Direito.

Aprovada em:

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr. Armando Luiz Rovai
Universidade Presbiteriana Mackenzie

Prof. Ms.
Universidade Presbiteriana Mackenzie

Prof. Ms.
Universidade Presbiteriana Mackenzie

AGRADECIMENTOS

Acima de tudo, gostaria de agradecer à minha mãe, Leda Bouasli e às minhas irmãs Beatriz Elza Signorelli e Isabela Neli Signorelli, por serem meu grande espelho, meu maior parâmetro de amor e admiração e estarem ao meu lado em todas as etapas da minha vida, sempre apoiando minhas decisões.

Em segundo lugar, gostaria de agradecer aos melhores amigos que ganhei nesses 5 (cinco) anos de faculdade, minha amiga irmã, Roberta Giusti Romera e o tão querido e dedicado Lucas Henrique Gaspar De Lucia, que dividiram noites de estudos, provas em grupo, choros e risadas. Foi uma verdadeira honra.

Ainda, gostaria de agradecer os meus chefes e colegas de trabalho, por todo apoio, paciência e dedicação despendida na minha formação profissional e no grande incentivo ao meu desenvolvimento acadêmico, me apresentando, inclusive, o tema que hoje é objeto do meu trabalho de conclusão de curso.

A esta universidade, seu corpo docente, direção e administração que oportunizaram a minha formação da melhor forma possível, de modo que hoje posso afirmar com toda certeza que eu não faria outra escolha.

Ainda, gostaria de agradecer meu professor orientador, Armando Luiz Rovai pelo suporte no pouco tempo que lhe coube, pelas suas correções e incentivos.

Por fim, agradeço meus verdadeiros amigos, pois sou boa parte do que são, e aos amigos feitos na graduação, que tenho certeza que poderei levar comigo pela vida inteira.

Que nada nos limite
Que nada nos defina
Que a liberdade seja
a nossa própria
substância

(Simone de Beauvoir)

O IMPACTO DAS *GOLDEN SHARES* NO VALOR DE MERCADO DE COMPANHIAS ABERTAS

Natalie Ywes Signorelli¹

RESUMO: As *golden shares* foram por muito tempo a forte garantia de que os entes estatais, mesmo em um cenário de privatizações de empresas públicas, manteriam determinado nível de gerência e governança que permitiria o controle estatal no tocante ao cumprimento da função social de tais empresas privatizadas. A partir desse estudo, pretendemos contribuir com o debate e as reflexões sobre o papel das *golden shares* no atual cenário brasileiro de privatizações, os questionamentos acerca de sua licitude, a sua eficácia prática e a inevitável desvalorização das empresas que a possuem. Para isso, adotamos como metodologia a análise de casos emblemáticos de companhias abertas que possuem *golden shares*. As análises preliminares revelaram, indubitavelmente, que as *golden shares* não apenas caíram em desuso como são um mecanismo ineficaz de intervenção estatal.

Palavras-chave: *Golden Shares*. Intervenção estatal. Ilicitude. Eficácia e aplicabilidade. Perda de valor de mercado.

ABSTRACT: The *golden shares* have been, for a long time, the relevant guarantee that the governmental agents, even in the scenario of privatization of public entities, would maintain a certain level of management and governance in such privatized companies regarding the compliance with their social role. Pursuant to this study, we intend to contribute with the debate and reflections related to the role of the *golden shares* in the current privatizations scenario of Brazil, the inquiries regarding its legality, its practical effectiveness and the inescapable depreciation of the companies that have it. For such purpose, we have adopted as methodology the analysis of case studies of iconic publicly-held companies that have *golden shares*. The preliminary analysis have revealed, beyond doubt, not only that the *golden shares* have fallen into disuse but the fact that they represent an ineffective mechanism of governmental intervention.

Keywords: *Golden Shares*. Governmental intervention. Illegality. Effectiveness and applicability. Loss of market value.

¹ Graduanda da Faculdade de Direito da Universidade Presbiteriana Mackenzie, e-mail: nataliesignorelli@hotmail.com

SUMÁRIO: 1. Introdução; 2. O que são as *golden shares*? 3. As *golden shares* e o Direito Brasileiro; 4. O atual contexto de privatizações no Brasil; 4.1. O PPI e o Cronograma de Projetos; 4.2. A A Venda da TAG; 4.3. O Novo Marco do Saneamento 5. Ilicitude das *golden shares*; 5.1. A relação de proporcionalidade entre participação no capital social e direitos; 5.2. A sociedade de capital e a impessoalidade da participação acionária; 5.3. Decisões pela maioria de votos representativos do capital social; 5.4. Rompimento com o princípio da livre circulação das ações; 6. A problemática envolvendo o instituto do controle societário; 7. Impacto das *golden shares* no valor de mercado das companhias; 8. Conclusão; 9. Referências.

1. INTRODUÇÃO

No Brasil, a década de 80 foi conhecida como a “década perdida” de uma nação que se recompunha após longos anos de ditadura militar e retrocesso. Nesse cenário, o neoliberalismo ganhava cada vez mais força mundialmente e as relações entre Estado e mercado sofriam significativas alterações.

No mesmo período, as *golden shares* surgiram na Inglaterra como um importante instrumento jurídico do direito societário que visava atender a onda de privatizações que se instaurava. Tal instrumento tão logo do seu surgimento se propagou mundialmente para os demais países da União Europeia como uma forma de garantir ao Estado o direito de intervir para assegurar a manutenção da função social da empresa privatizada, bem como o direito de vetar o ingresso de capital estrangeiro em setores estratégicos da economia.

Nesse contexto, importa ressaltar que o surgimento das *golden shares* está intimamente vinculado à grave crise de financiamento enfrentada na década de 70 pelos países industrializados.

Do ponto de vista histórico, o período foi marcado pelos choques do petróleo que geraram impacto global devido ao papel vital dos Estados Unidos na economia mundial.

Assim, a crise enfrentada gerou a necessidade imediata de conter gastos públicos. Para tanto, vislumbrou-se a possibilidade de fazer esses cortes através da privatização de empresas públicas, como uma forma de desonerar os cofres públicos e sob a premissa de que a iniciativa privada teria uma maior capacidade de gerir e administrar tais ativos². Nesse contexto, segundo Nuno Cunha Rodrigues:

² SCHWIND, Rafael Wallbach. **O Estado acionista**. São Paulo: Almedina Brasil, 2017, p. 378.

Em 1979, com a chegada ao poder do governo conservador de Margaret Thatcher, é apresentado um ambicioso programa de privatizações que abriu à iniciativa privada sectores tradicionalmente públicos.³

No Brasil, através da nítida influência do neoliberalismo e do momento político vivido pelos países industrializados, a onda de privatizações ganhou força no início da década de 1990 com a instituição do Programa Nacional de Desestatização – PND pela Lei nº 8.031 de 12 de abril de 1990, que em seu artigo 6º, inciso XIII tratava da criação de ações de classe especial.⁴

Com o surgimento em 1990 das ações de classe especial, ou seja, as *golden shares*, a grande questão em pauta deriva de uma análise mais apurada do instituto do controle societário. A empresa privada que passa a deter o controle acionário do ente privatizado assume todo o ônus econômico e político do negócio, com a ressalva de que, no plano prático, o controle de fato não deixa de estar nas mãos do Estado. Nesse sentido, vez que o controle de fato permanece sob a guarda do Estado, tal empresa não deveria permanecer sujeita ao regime jurídico das empresas públicas?

Ademais, o rompimento com pressupostos existenciais das sociedades anônimas, ou seja, proporcionalidade entre participação no capital social e direitos, impessoalidade da participação acionária, decisões tomadas por votos representativos da maioria do capital social e livre circulação de ações são pontos relevantes de questionamento da legalidade ou não do instituto das *golden shares*.

Ao tentar assegurar a tutela da economia nacional em um cenário de privatizações de setores sensíveis, o Estado rompeu com as diretrizes das sociedades constituídas sob a forma de sociedade anônima e colocou em risco a liquidez de empresas extremamente rentáveis em razão dos poderes atribuídos às *golden shares*.

O presente artigo pretende analisar o efeito prático e a eficiência das ações de classe especial como um mecanismo de intervenção estatal pelo viés jurídico-econômico. Em um primeiro momento, não restam dúvidas de que a segurança que tais papéis transmitem no âmbito nacional é temporária e prejudicial à economia.

Com a expectativa de minimizar o impacto social causado pelas ondas de privatizações, os governos adotaram as *golden shares* sob o falso argumento de proteção dos

³ RODRIGUES, Nuno Cunha. “**Golden shares**”: as empresas participadas e os privilégios do Estado enquanto acionista minoritário. Coimbra: Coimbra Editora, 2004, p. 265.

⁴ SCHWIND, Rafael Wallbach. **O Estado acionista**. São Paulo: Almedina Brasil, 2017, p. 385.

interesses sociais. Nas palavras de Milton Friedman, "I think the government solution to a problem is usually as bad as the problem and very often makes the problem worse".⁵

Por fim, vale ressaltar que as *golden shares* passaram a ser usadas também como mecanismo societário de governança e estruturação do poder interno de companhias do setor privado, mas a presente análise restringir-se-á ao uso das *golden shares* como ferramenta de intervenção estatal.

2. O QUE SÃO AS GOLDEN SHARES?

As *golden shares* nada mais são do que a consequência prática da onda de privatizações que, por um lado, era movida pelo incentivo da busca pela eficiência econômica e, por outro, pela necessidade de preservar os interesses sociais e zelar pela manutenção dos fins públicos das estatais. Nesse contexto, o grande desafio enfrentado era conciliar as vantagens econômicas da privatização de tais ativos com a tutela dos interesses nacionais.

Assim, de forma resumida e nas palavras de Juliana Krueger Pela:

Na tentativa de alcançar essa conciliação, foi concebido um instrumento de reestruturação do poder interno das companhias objeto de privatização: as *golden shares*. Esse instrumento pretendia assegurar o investimento de recursos privados em atividades essenciais e, simultaneamente, resguardar os interesses estratégicos do Estado naquelas atividades, sem prejudicar o funcionamento da companhia.⁶

3. AS GOLDEN SHARES E O DIREITO BRASILEIRO

Conforme adiantado na “Introdução”, as *golden shares* surgiram como objeto do Programa Nacional de Desestatização implementado no Brasil em 1990.

Em um cenário de importante influência europeia e neoliberal, a Lei nº 8.031 de 12 de abril de 1990, em seu artigo 1º, detalhava os objetivos e diretrizes da onda de privatizações no Brasil:

[...]. (i) reordenar a posição estratégica do Estado na economia, transferindo à iniciativa privada atividades indevidamente exploradas pelo setor público; (ii) contribuir para a redução da dívida pública, concorrendo para o saneamento das finanças do setor público; (iii) permitir a retomada de investimentos nas empresas e atividades que vierem a ser transferidas à iniciativa privada; (iv) contribuir para a

⁵ A solução do governo para um problema é usualmente tão ruim quanto o próprio problema e muitas vezes torna o problema ainda pior (tradução livre) FRIEDMAN, Milton. **An Economist's protest**. Glen Ridge, N. J.: Thomas Horton and Company, 1972, p.6.

⁶ PELA, Juliana Krueger. **As golden shares no direito societário brasileiro**. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 22.

modernização do parque industrial do país, ampliando sua competitividade e reforçando a capacidade empresarial nos diversos setores da economia; (v) permitir que a administração pública concentre seus esforços nas atividades em que a presença do Estado seja fundamental para a consecução das prioridades nacionais; (vi) contribuir para o fortalecimento do mercado de capitais, através do acréscimo de oferta de valores mobiliários e da democratização da propriedade do capital das empresas que integrem o programa.⁷

Assim, nos termos das diretrizes acima expostas, a alienação do controle acionário de empresas públicas começou a ser objeto de discussão no Brasil, resultando no iminente surgimento das *golden shares* como um remédio que resguardaria à União Federal certo nível de gerência nas empresas objeto de desestatização, através da titularidade de uma ação de classe especial.⁸

Destarte, com o respaldo da Lei 8.031/90, as primeiras ações de classe especial foram emitidas no Brasil, no contexto da privatização das seguintes companhias: Companhia Eletromecânica Celma, Empresa Brasileira de Aeronáutica S.A. e Companhia Vale do Rio Doce.⁹

Após a conclusão dos três primeiros processos que contemplaram *golden shares* e a fim de adequar as previsões legais aos questionamentos que surgiram no decorrer dessas primeiras experiências, a Lei nº 8.031/90 foi revogada pela Lei nº 9.491 de 9 de setembro de 1997.

Até então as *golden shares* atribuíam aos entes governamentais apenas o poder de veto e a nova lei ampliou essa definição e garantiu ao Estado genericamente “poderes especiais”. Na prática, tal ampliação visou assegurar ao Estado o direito de indicar membros aos órgãos administrativos das companhias privatizadas, fato que já ocorria à luz da legislação revogada, mas que gerava obscuridade.

Ainda, em razão de polêmicas enfrentadas ao longo do processo de desestatização da Companhia Vale do Rio Doce, surgiu a necessidade de adequar a legislação acionária como uma forma de incluir no próprio texto da Lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976 a previsão das *golden shares*. Isto posto, o projeto de lei nº 3.519 foi apresentado pelo Deputado Federal Luiz Carlos Hauly à Câmara dos Deputados, visando garantir lastro legal entre as *golden shares* e a sua instituição em sociedades anônimas¹⁰.

⁷ BRASIL. Lei 8.031, de 12 de abril de 1990. Brasília. Senado Federal. Disponível em <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L8031.htm>. Acesso em 20 de out. de 2019.

⁸ PELA, Juliana Krueger. **As golden shares no direito societário brasileiro**. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 63.

⁹ CANTIDIANO, Luiz Leonardo. **Reforma da lei das S.A. comentada**. Rio de Janeiro: Forense, 2002, p. 88.

¹⁰ HAULY, Luiz Carlos apud PELA, Julia Krueger, op. cit., p. 72. Segundo constou da justificação ao projeto de lei nº 3.115, de 1997, apresentada pelo Deputado Hauly em 14 de maio de 1997: “A Lei nº 8.031, de 12 de abril de 199, que cria o Programa Nacional de Desestatização e dá outras providências, previu a criação de ações de

Nesse contexto, as alterações propostas pelo projeto de lei foram aprovadas, sancionadas pelo presidente e implementadas pela Lei nº 10.303 de 31 de outubro de 2001. Logo, o artigo 17, § 7º da lei das sociedades anônimas passou a contemplar a ação preferencial de classe especial e a vigorar com a seguinte redação:

Art. 17. As preferências ou vantagens das ações preferenciais podem consistir:
[...] §7º Nas companhias objeto de desestatização poderá ser criada ação preferencial de classe especial, de propriedade exclusiva do ente desestatizante, à qual o estatuto social poderá conferir os poderes que especificar, inclusive o poder de veto às deliberações da assembleia-geral nas matérias que especificar.¹¹

Como resultado da implementação de tal dispositivo na Lei nº 6.404/76, outras normas passaram a mencionar as *golden shares* e a regulamentá-las (e.g. Regulamento do Novo Mercado).

No Regulamento do Novo Mercado, as ações de classe especial surgem como uma exceção à regra de que as companhias de tal segmento devem ter seu capital composto exclusivamente de ações ordinárias. Em seu artigo 8º, o Regulamento traz a seguinte redação:

Art. 8º A companhia deve ter seu capital social dividido exclusivamente em ações ordinárias.
Parágrafo único. A regra constante deste artigo não se aplica aos casos de desestatização, quando se tratar de ações preferenciais de classe especial que tenham por fim garantir direitos políticos diferenciados, sejam intransferíveis e de propriedade do ente desestatizante ou suas controladas, devendo os referidos direitos terem sido objeto de análise prévia pela B3¹².

Vale dizer que a inclusão da previsão acima no Regulamento do Novo Mercado é extremamente relevante para as companhias detentoras de *golden shares*, vez que a adesão ao regulamento revela alto índice de governança e transparência e torna a companhia aderente mais interessante para potenciais investidores.

classe especial, que conferiram à União poder de veto em determinadas matérias, as quais deveriam ser caracterizadas nos estatutos sociais das empresas privatizadas. [...] Ocorre que essa previsão de criação de ações de classe especial tem sido questionada sob o argumento de que ‘essas ações não existem na legislação brasileira’ e que ‘seria preciso criar essa espécie nova de ação, para depois se dizer que o estatuto da companhia privatizada deveria atribuir essas ações à União. Segundo o advogado e professor Fábio Comparato (entrevista publicada em Gazeta do Povo, edição de 4 de maio de 1997): ‘isso não foi feito. O que pode acontecer é que após a pretendida privatização da Vale do Rio Doce, qualquer acionista peça em juízo a declaração de nulidade ou inexistência dessas ações em poder da União. Esse famoso poder de controle que a União guardaria para si é reduzido a pó’. Para suprir a alegada lacuna na legislação específica e evitar futuros litígios com base nesse argumento é que se apresenta esse projeto de lei [...]’ (Diário do Senado Federal, edição de 18 de abril de 2001, pp. 06140-06141).

¹¹ BRASIL. Lei nº 10.303 de 31 de outubro de 2001. Brasília. Disponível em <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/LEIS_2001/L10303.htm>. Acesso em 20 de out. de 2019.

¹²BRASIL. Regulamento do Novo Mercado de 3 de outubro de 2017. Disponível em: <[http://www.b3.com.br/data/files/B7/85/E6/99/A5E3861012FFCD76AC094EA8/Regulamento%20do%20Novo%20Mercado%20-%202003.10.2017%20\(Sancoes%20pecuniarias%202019\).pdf](http://www.b3.com.br/data/files/B7/85/E6/99/A5E3861012FFCD76AC094EA8/Regulamento%20do%20Novo%20Mercado%20-%202003.10.2017%20(Sancoes%20pecuniarias%202019).pdf)> Acesso em: 22 de set. de 2019.

Por fim, após levantamento de informações e pesquisas aprofundadas, restou claro que o único caso prático de repercussão nacional de aplicação das *golden share* como mecanismo de intervenção estatal ocorreu na Embraer S.A.

Partindo dessa premissa, em 1999, no contexto da venda de 20% (vinte por cento) de participação no capital social da Embraer pelo grupo Bozzano Simonsen à grupo francês, a União pretendeu fazer uso do seu poder de veto para impedir a consecução da transação, apesar de seu veto estar restrito a venda de controle societário¹³.

Diversos foram os argumentos levantados pelos defensores do veto da União no contexto da venda de participação da Embraer e as discussões nesse sentido visaram comprovar que havia claro interesse secreto dos controladores da companhia em vender parcela majoritária aos franceses.

O resultado dessas polêmicas gerou ainda mais insegurança à potenciais investidores do exterior, vez que foi novamente reafirmado o entendimento de que o ingresso de capital estrangeiro na companhia deveria ser limitado a 40% (quarenta por cento) das ações com direito a voto.

Nas palavras de Marco Aurélio Cabral Pinto:

Em parecer emitido em janeiro de 2000 pela AGU manteve-se a restrição pré-existente que limitava ao máximo de 40% a participação do capital estrangeiro na fabricante de aeronaves brasileira.

A negociação com o governo federal à época resultou na interrupção das tentativas francesas de adquirir o controle da Embraer, não obstante não se tenha imposto judicialmente cláusula de direitos especiais. Nestes termos, a negociação já liquidada dos 20% de participação de firmas francesas foi acatada.¹⁴

Por fim, importa mencionar que o caso da Embraer voltou a ser discutido recentemente no contexto da venda do controle acionário da companhia à Boeing. Após acirradas discussões ao longo de todo o processo, a Embraer e a Boeing acabaram por constituir uma *joint venture*¹⁵, de forma a viabilizar o acesso da companhia brasileira à mercados globais.

¹³ DA SILVA, Luiz Alberto apud PELA, Juliana Krueger, op. cit., p.66. Sobre tal discussão, vide parecer de Luiz Alberto da Silva (Transferência de ações ordinárias da Empresa Brasileira de Aeronáutica S.A. – Embraer – dos acionistas controladores da companhia a empresas francesas. Revista de direito bancário, do mercado de capitais e da arbitragem, São Paulo, n. 8 pp. 197-217, abr./jun. 2000). Para o autor, a alienação não representava transferência de controle acionário da companhia e, portanto, não se enquadrava no âmbito do poder de veto da ação de classe especial.

¹⁴ PINTO, Marco Aurélio Cabral. **Venda de Controle acionário da Embraer para a Boeing: contexto e desafios para o Governo brasileiro.** Brasília. Disponível em <http://www.crescebrasil.org.br/images/2018/2018_Cresce_Brasil_NT_Embraer_Cabral.pdf>. Acesso em 18 de set. de 2019.

¹⁵ Disponível em <<http://www.edrotacultural.com.br/afinal-a-embraer-foi-vendida/>>. Acesso em 20 de set. de 2019. O termo em inglês “joint venture” é usado quando duas empresas se juntam para se tornarem sócias em um terceiro empreendimento, mas ambas as originais continuam existindo e conduzindo normalmente seus negócios

Não está claro do ponto de vista prático se a *joint venture* resultaria em um controle de fato da maior parte dos ativos da Embraer pela Boeing.

4. O ATUAL CONTEXTO DE PRIVATIZAÇÕES NO BRASIL

Embora o surgimento das *golden shares* tenha se dado na década de 90, o atual contexto de privatizações do Brasil torna a exploração desse tema extremamente relevante.

Isto porque todos os atuais indícios e notícias relacionados à *golden shares* acabaram por demonstrar que o instrumento caiu em desuso e que as propostas ambiciosas do atual governo descartam as ações de classe especial.

Nesse sentido, em publicação do Jornal Folha de São Paulo datada de 29 de dezembro de 2018, Joana Cunha reforça que “a avaliação do governo é que o instrumento está ultrapassado e já causou problemas demais na transação entre Boeing e Embraer”¹⁶.

Abaixo, alguns pormenores de marcos relevantes do movimento de desestatização no Brasil serão detalhados.

4.1 O PPI e o Cronograma de Projetos

O Programa de Parcerias de Investimentos (PPI) foi criado e instituído pela Lei nº 13.334 de 13 de setembro de 2016 e visa fortalecer a relação entre o Estado e a iniciativa privada através de contratos de parcerias e outras iniciativas que resultem na desestatização.¹⁷

De forma a acompanhar o ritmo célere proposto pelo atual governo, cerca de 74 projetos encontram-se atualmente em andamento no site do PPI, conforme cronograma atualizado:

que estão fora do escopo do negócio. O acordo entre a Embraer e a Boeing é, portanto, uma *joint venture* e não uma aquisição, venda ou fusão.

¹⁶ CUNHA, Joana. **Uso de ‘golden share’ deve ser descartado das privatizações de Bolsonaro**. São Paulo. Disponível em: <<https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2018/12/uso-de-golden-share-deveser-descartado-das-privatizacoes-de-bolsonaro.shtml>>. Acesso em 2 de out. de 2019.

¹⁷ BRASIL. Disponível em <<https://www.ppi.gov.br/sobre-o-programa>>. Acesso em 15 de out. de 2019.

Figura 1: Cronograma dos Projetos




Em andamento

Aeroportos	Classificação por reunião	Estudos	Consulta Pública	Acórdão TCU	Edital	Leilão	Contrato
6ª Rodada de Concessões Aeroportuárias - Blocos Sul, Norte I e Central					 3º trimestre de 2020	 4º trimestre de 2020	
Ferrovias	Classificação por reunião	Estudos	Consulta Pública	Acórdão TCU	Edital	Leilão	Contrato
Concessão da EF-354 - Ferrovia de Integração Centro-oeste							
Concessão do Tramo Norte do Ferroanel de São Paulo							
Ferrovia EF-170 – MT/PA - Ferrogrão		 19/05/2017			 2º trimestre de 2020	 3º trimestre de 2020	
Ferrovia EF-334/BA - Ferrovia de Integração Oeste - Leste-FIOL (trecho entre Ilhéus/BA e Caetité/BA)		 29/08/2018			 1º trimestre de 2020	 2º trimestre de 2020	
Geração Hidrelétrica	Classificação por reunião	Estudos	Consulta Pública	Acórdão TCU	Edital	Leilão	Contrato
Leilão de Energia Nova (LEN) A-6 de 2019					 18 de setembro de 2019	 18 de outubro de 2019	
UHE BEM QUERER (RR)							
UHE CASTANHEIRA (MT)							
UHE TABAJARA (RO)							
UHE TELÊMACO BORBA (PR)							
Hidrovia	Classificação por reunião	Definição / contratação dos estudos	Estudos ambientais	Consulta / vistoria pública	Licença ambiental	Acompanhamento pós-licença	
Apoio ao licenciamento ambiental do Pedral do Lourenço (Dragagem e Derrocamento da Via Navegável do Rio Tocantins)		 01/02/2014	 08/01/2019	 05/07/2019			

Fonte: Site do Programa de Parcerias de Investimentos (PPI) ¹⁸

¹⁸ BRASIL. Disponível em <<https://www.ppi.gov.br/sobre-o-programa>>. Acesso em 15 de out. de 2019.

Figura 2: Cronograma de Projetos parte 2

 Infraestrutura Hídrica	Classificação por reunião	Estudos	Consulta Pública	Acórdão TCU	Edital	Leilão	Contrato
Estudos para concluir as obras e realizar parceria com a iniciativa privada para operação e manutenção do Projeto de Integração do Rio São Francisco (PISF)		●	●	●	●	●	●
 Mineração	Classificação por reunião	Estudos	Consulta Pública	Acórdão TCU	Edital	Leilão	Contrato
DIREITOS MINERÁRIOS DA CPRM - GO - Cobre de Bom de Jardim de Goiás		✓ 15/04/2018	✓ 14/09/2018	●	●	●	●
DIREITOS MINERÁRIOS DA CPRM - PA Caulim do Rio Capim		●	●	●	●	●	●
DIREITOS MINERÁRIOS DA CPRM - PE - Fosfato de Miriri		✓ 15/04/2018	✓ 14/09/2018	●	●	●	●
DIREITOS MINERÁRIOS DA CPRM - RS - Carvão de candiota		●	✓ 14/09/2018	●	●	●	●
DIREITOS MINERÁRIOS DA CPRM - TO - Zinco, Cobre e Chumbo de Palmeirópolis		✓ 15/04/2018	✓ 14/09/2018	✓ 22/05/2019	✓ 12/07/2019	● 21/10/2019	●
	Classificação por reunião	Estudos	Consulta Pública	Acórdão TCU	Edital	Leilão	Contrato
Desestatização Companhia Brasileira de Trens Urbanos (CBTU)		●	●	●	● 2º trimestre de 2021	● 4º trimestre de 2021	●
Empresa de Trens Urbanos de Porto Alegre S.A. (Trensurb)		●	●	●	● 4º trimestre de 2020	● 2º trimestre de 2021	●
 Óleo e Gás	Classificação por reunião	Estudos	Consulta Pública	Acórdão TCU	Edital	Leilão	Contrato
16ª Rodada de licitações sob o regime de concessão		✓	✓ 10/04/2019	●	✓ 05/08/2019	● 10/10/2019	●
6ª Rodada de licitações sob o regime de partilha de produção no Pré-sal		✓	✓ 17/05/2019	●	✓ 18/09/2019	● 07/11/2019	●
Acumulações Marginais (Oferta Permanente)		✓	✓	✓	✓ 10/09/2018	● 1º trimestre de 2019	●
Rodada de licitações sob o regime de partilha de produção para os volumes excedentes aos contratados sob regime de cessão onerosa		✓ 30/04/2019	✓ 05/07/2019	●	✓ 08/09/2019	● 08/11/2019	●

Fonte: Site do Programa de Parcerias de Investimentos (PPI)¹⁹

¹⁹ BRASIL. Disponível em <<https://www.ppi.gov.br/sobre-o-programa>>. Acesso em 15 de out. de 2019.

Figura 3: Cronograma de Projetos parte 3

Outros	Classificação por reunião	Estudos	Consulta Pública	Acórdão TCU	Editais	Leilão	Contrato
Concessão do Parque Nacional de Jericoacoara		●	●	●	●	●	●
Concessão do Parque Nacional de Lençóis Maranhenses		●	●	●	●	●	●
Concessão do Parque Nacional do Iguaçu		●	●	●	●	●	●
Desestatização - Casa da Moeda		●	●	●	● Não definido	● Não definido	●
Desestatização - CEASAMINAS		●	●	●	● Não definido	● Não definido	●
Desestatização - Centrais Elétricas Brasileiras S/A - Eletrobras		●	●	●	●	●	●
Desestatização da ABGF		●	●	●	●	●	●
Desestatização da CEAGESP		●	●	●	●	●	●
Desestatização da EMGEA		●	●	●	●	●	●
Estudos relativos ao CEITEC		●	●	●	●	●	●
Estudos relativos aos Correios		●	●	●	●	●	●
Estudos relativos à Telebras		●	●	●	●	●	●
Loteria Instantânea - LOTEX		✓ 15/08/2017	✓ 11/10/2017	✓ 14/03/2018	✓ 27/09/2018	● 2º trimestre de 2019	●
PPP para Gestão de Rede de Comunicações - Comando da Aeronáutica - COMAER		✓ 10/07/2017	✓ 30/08/2017	✓ 08/08/2018	✓ 03/09/2018	● 4º trimestre de 2019	●
Venda de participações acionárias da Infraero		●	●	●	● Não definido	● Não definido	●

Fonte: Site do Programa de Parcerias de Investimentos (PPI)²⁰

²⁰ BRASIL. Disponível em <<https://www.ppi.gov.br/sobre-o-programa>>. Acesso em 15 de out. de 2019.

Figura 4: Cronograma de Projetos parte 4

 Portos	Classificação por reunião	Estudos	Consulta Pública	Acórdão TCU	Editais	Leilão	Contrato
ATU 12 - ARRENDAMENTO DE GRANÉIS SÓLIDOS NO PORTO DE ARATU/BA		●	●	●	● 2º trimestre de 2020	● 3º trimestre de 2020	●
Desestatização - Companhia Docas do Espírito Santo - CODESA		●	●	●	●	●	●
Desestatização - Companhia Docas do Espírito Santo - CODESA		●	●	●	● 4º trimestre de 2020	● 2º trimestre de 2021	●
Desestatização do Porto Organizado de São Sebastião/SP – Centro, São Sebastião, São Paulo		●	●	●	● 1º trimestre de 2021	● 2º trimestre de 2021	●
ESTUDOS PARA DESESTATIZAÇÃO DO PORTO DE SANTOS		●	●	●	● 3º trimestre de 2021	● 4º trimestre de 2021	●
IQI 03 - Arrendamento de granéis líquidos no Porto de Itaqui/MA – Itaqui, São Luís, Maranhão		✓ 28/08/2019	●	●	● 1º trimestre de 2020	● 2º trimestre de 2020	●
IQI 11 - Arrendamento de granéis líquidos no Porto de Itaqui/MA – Itaqui, São Luís, Maranhão		✓ 28/08/2019	●	●	● 1º trimestre de 2020	● 2º trimestre de 2020	●
IQI 12 - Arrendamento de granéis líquidos no Porto de Itaqui/MA – Itaqui, São Luís, Maranhão		✓ 28/08/2019	●	●	● 1º trimestre de 2020	● 2º trimestre de 2020	●
IQI 13 - Arrendamento de granéis líquidos no Porto de Itaqui/MA – Itaqui, São Luís, Maranhão		✓ 28/08/2019	●	●	● 1º trimestre de 2020	● 2º trimestre de 2020	●
POLÍTICA DE ESTÍMULO À CABOTAGEM, DENOMINADA BR DO MAR		●	●	●	●	●	●
STS 14A – TERMINAL DE CELULOSE NO PORTO DE SANTOS/SP		✓ 18/09/2019	●	●	● 1º trimestre de 2020	● 2º trimestre de 2020	●
STS 14 – TERMINAL DE CELULOSE NO PORTO DE SANTOS/SP		✓ 18/09/2019	●	●	● 1º trimestre de 2020	● 2º trimestre de 2020	●
SUA 01 - Arrendamento de Veículos no Porto de Suape/PE		✓ 07/08/2018	●	●	● Não definido	● Não definido	●
SUA 05 - Arrendamento de Contêineres no Porto de Suape/PE		✓ 03/08/2018	✓ 04/02/2019	✓ 31/07/2019	● 4º trimestre de 2019	● 1º trimestre de 2020	●
Terminais Portuários de Grãos no Porto Paranaguá/PR - (PAR 07, PAR 08 e PAR XX)		●	●	●	● Não definido	● Não definido	●
Terminal de Cavaco no Porto de Santana/AP - (MCP1)		●	●	●	● Não definido	● Não definido	●
Terminal de Veículos no Porto de Paranaguá/PR - (PAR12)		●	●	●	● 2º trimestre de 2020	● 3º trimestre de 2020	●

Fonte: Site do Programa de Parcerias de Investimentos (PPI)²¹

²¹ BRASIL. Disponível em <<https://www.ppi.gov.br/sobre-o-programa>>. Acesso em 15 de out. de 2019.



Figura 5: Cronograma de Projetos parte 5

 Rodovias	Classificação por reunião	Definição / contratação dos estudos	Estudos ambientais	Consulta / vistoria pública	Licença ambiental	Acompanhamento pós-licença	
Apoio ao licenciamento ambiental da rodovia BR-080/MT		✓	●	●	●	●	
Apoio ao licenciamento ambiental da rodovia BR-135/BA/MG (trecho entre Barreiras/BA e Manga/MG)		✓	✓	✓	✓ 11/08/2018	●	
Apoio ao licenciamento ambiental da rodovia BR-135/MA (trecho entre Bacabeira e Miranda do Norte - Maranhão)		✓	✓	✓	✓ 29/08/2017	●	
Apoio ao licenciamento ambiental da rodovia BR-242/MT (Trecho entre Querência e Santiago do Norte – Mato Grosso)		✓ 30/08/2019	●	●	●	●	
Apoio ao licenciamento ambiental da rodovia BR-319/AM/RO (pavimentação do segmento central – KM 250 ao KM 655,70)		✓ 19/09/2017	●	●	●	●	
Concessão das Rodovias BR-153/282/470/SC e SC-412		●	●	●	● 4º trimestre de 2020	● 1º trimestre de 2021	●
Concessão das rodovias BR-163/230/MT/PA - Trecho entre Sinop/MT e Miritituba/PA		✓ 28/08/2019	●	●	● 2º trimestre de 2020	● 3º trimestre de 2020	●
Concessão das rodovias BR-381/262/MG/ES - Trecho da BR- 381/MG entre Belo Horizonte e Gov. Valadares e BR-262/MG/ES entre João Monlevade/MG e Viana/ES		✓ 17/07/2019	●	●	● 2º trimestre de 2020	● 3º trimestre de 2020	●
Estudos para concessão das Rodovias Integradas do Paraná - BR- 153/158/163/272/277/369/373/376/476/PR e estaduais relevantes		●	●	●	● 2º trimestre de 2021	● 3º trimestre de 2021	●
RODOVIA – BR-040/495/MG/RJ (Concer) – Juiz de Fora a Rio de Janeiro		●	●	●	● 3º trimestre de 2020	● 4º trimestre de 2020	●
Rodovia BR-101/SC – Paulo Lopes a São João do Sul		✓ 21/09/2018	✓ 10/05/2019	●	● 4º trimestre de 2019	● 1º trimestre de 2020	●
RODOVIA – BR-116/465/101/SP/RJ (Dutra) – Rio de Janeiro a São Paulo		●	●	●	● 3º trimestre de 2020	● 4º trimestre de 2020	●
RODOVIA – BR-116/493/RJ/MG (CRT)		●	●	●	● 3º trimestre de 2020	● 4º trimestre de 2020	●
RODOVIA – BR-153/080/414/GO/TO - Aliança do Tocantins a Anápolis		✓ 31/07/2019	●	●	● 2º trimestre de 2020	● 3º trimestre de 2020	●
Rodovia BR-364/365/MG/GO - Uberlândia a Jataí		✓ 08/05/2017	✓ 14/12/2017	✓ 24/05/2019	✓ 06/08/2019	● 3º trimestre de 2019	●
Rodovia BR 364/RO/MT - Porto Velho/RO a Comodoro/MT		●	●	●	● Não definido	● Não definido	●
Rodovia Federal BR-158/MT		●	●	●	●	●	●

Fonte: Site do Programa de Parcerias de Investimentos (PPI)²²

²² BRASIL. Disponível em <<https://www.ppi.gov.br/sobre-o-programa>>. Acesso em 15 de out. de 2019.

Figura 6: Cronograma de Projetos parte 6

 Transmissão de Energia	Classificação por reunião	Definição / contratação dos estudos	Estudos ambientais	Consulta / vistoria pública	Licença ambiental	Acompanhamento pós-licença	
Apoio ao licenciamento ambiental da interligação Manaus – Boa Vista		✓	●	●	●		
Leilão de instalações de transmissão de 2019 – 12 Estados: GO, SP, MG, RJ, AC, PA, BA, AL, MT, MS, CE e RS		✓	✓	●	● 20/agosto/2019	● 19/dezembro/2019	●
 Usina Termonuclear	Classificação por reunião	Estudos	Consulta Pública	Acórdão TCU	Edital	Leilão	Contrato
Usina Termonuclear Angra 3 - Central Nuclear Almirante Álvaro Alberto (CNAAA), praia de Itaorna, em Angra dos Reis (RJ)		●	●	●	●	●	●

Fonte: Site do Programa de Parcerias de Investimentos (PPI)²³

Com base no acima exposto, resta claro que o País vive importante momento do ponto de vista da transferência de ativos sensíveis à setores privados e que a onda de privatizações engloba diversos setores economicamente relevantes, vide Cronograma de Projetos.

4.2 A Venda da TAG

A Petrobrás anunciou, em abril de 2019, a venda do controle da Transportadora Associada de Gás S.A. (S.A.), sua subsidiária integral, à consórcio formado por grupo canadense e francês.

Nesse sentido e apesar da Lei das Estatais não exigir processo licitatório para a venda de subsidiárias de estatais, o ministro Edson Fachin suspendeu, liminarmente, em maio, a conclusão da transação com base no seguinte argumento:

[...] não vejo espaço para, à míngua de expressa autorização legal, excepcionar do regime constitucional de licitação à transferência do contrato celebrado pela Petrobras ou suas consorciadas. Não se presumem exceções ou limitações a regra geral de licitação. Admitir-se o contrário, isto é, que a transferência ou cessão de direitos possa dispensar a licitação, atentaria contra os princípios da Administração Pública.²⁴

A liminar de Fachin gerou diversas polêmicas e, em 13 de junho de 2019, após decisão do plenário do Supremo, por maioria, a liminar foi revogada e foi consolidado o entendimento de que o Executivo pode alienar estatais subsidiárias sem a necessidade de prévia autorização do Legislativo e sem licitação.

²³ BRASIL. Disponível em <<https://www.ppi.gov.br/sobre-o-programa>>. Acesso em 15 de out. de 2019.

²⁴ Disponível em <<https://www.jota.info/stf/do-supremo/liminar-de-fachin-estabelece-que-venda-da-tag-por-petrobras-precisa-de-licitacao-27052019>>. Acesso em 20 de set. de 2019.

A decisão representou um importante marco no cenário das privatizações no Brasil, vez que após o entendimento consolidado a Petrobrás divulgou diversos fatos relevantes relacionados à expectativa de vendas futuras.

4.3 O Novo Marco do Saneamento

Conforme dados fornecidos em notícia publicada em 30 de outubro de 2019 no portal da Câmara Legislativa, 50% (cinquenta por cento) da população brasileira ainda não tem acesso à coleta de esgoto e 20% (vinte por cento) ainda não têm acesso à água tratada. Apenas em 2016, três mil (3.000) crianças morreram de diarreia.²⁵

Os dados acima são absurdos e até a presente data os serviços de saneamento no Brasil são considerados atividade privativa das empresas públicas.

Nesse sentido, o Projeto de Lei nº 3.261/19, do senador Tasso Jereissati, considerado o novo marco do saneamento, visa instituir licitação obrigatória dos serviços de saneamento, com a participação de empresas públicas e privadas, de forma a garantir a universalização de tais serviços através da entrada de capital privado.

Apesar da aprovação do projeto em 30 de outubro por comissão especial, o novo marco do saneamento vem sendo objeto de diversas críticas. Por um lado, há o argumento de que a proposta visa atender interesses do setor privado e que isso vai resultar em aumento dos preços e, por outro, as metas de universalização são claras e fundadas em dados do último ano.

Por fim, de forma a sanar as questões levantadas pelos críticos e simultaneamente viabilizar o atendimento da população marginalizada, o projeto aprovado pela comissão especial determina que:

[...] os contratos de saneamento deverão definir metas de universalização que garantam o atendimento de 99% da população com água potável e de 90% da população com coleta e tratamento de esgotos até 31 de dezembro de 2033, assim como metas quantitativas de não-intermitência do abastecimento.

[...] Os contratos em vigor ou os novos contratos – advindos da licitação – estarão condicionados à comprovação da capacidade econômico-financeira da contratada para atingir essas metas.²⁶

5. ILCITUTE DAS GOLDEN SHARES

²⁵ Disponível em: <<https://www.camara.leg.br/noticias/606722-comissao-especial-aprova-atualizacao-do-marco-do-saneamento-basico/>>. Acesso em 31 de outubro de 2019.

²⁶ Disponível em: <<https://www.camara.leg.br/noticias/606722-comissao-especial-aprova-atualizacao-do-marco-do-saneamento-basico/>>. Acesso em 03 de nov. de 2019.

Alguns pontos relevantes de incompatibilidade das *golden shares* com a lei acionária brasileira resultam em constantes indagações sobre a licitude das ações de classe especial.

O argumento central trata da incompatibilidade das *golden shares* com preceitos essenciais e norteadores das sociedades anônimas, quais sejam: (i) a relação de proporcionalidade entre participação no capital social e direitos; (ii) a sociedade de capitais e a impessoalidade da participação acionária; (iii) decisões pela maioria de votos representativos do capital social; e (iv) rompimento com o princípio da livre circulação das ações.²⁷

No decorrer deste capítulo explicaremos os pormenores de cada uma das incompatibilidades descritas acima.

5.1. A relação de proporcionalidade entre participação no capital social e direitos

A *golden share* representa apenas uma unidade do capital social de uma companhia, com ou sem valor nominal, que resguarda, ao seu titular, poderes extraordinários, em sede de assembleia geral, para determinar tanto a composição da administração de determinada companhia como vetar a aprovação de matérias relevantes.

Sob a ótica do princípio da proporcionalidade que é trazido pela Lei nº 6.404/76 em seu artigo 110²⁸, a cada ação ordinária será atribuído um voto nas assembleias gerais, sendo vedado atribuir voto plural a qualquer classe de ações.

Nesse sentido, a lei acionária brasileira é muito clara ao defender que os votos em assembleia geral serão proporcionais ao número de ações ordinárias detidos por determinado indivíduo, preceito que contrária objetivamente a própria existência das *golden shares*.

Ademais, apesar de expressa vedação legal no tocante ao voto plural, este é atribuído às *golden shares* quando do uso seus poderes de veto que resultariam em evidente desproporcionalidade entre participação e voto.

Nesse sentido, há nítida contradição legal, vez que o mesmo diploma que institui as *golden shares* em sociedades anônimas veda os direitos a ela atribuídos.

5.2. A sociedade de capital e a impessoalidade da participação acionária

²⁷ Os argumentos pela ilicitude das *golden shares* são esquematizados por Juliana Krueger Pela (As Golden shares no direito societário brasileiro, p.83-97).

²⁸ Art. 110. A cada ação ordinária corresponde 1 (um) voto nas deliberações da assembléia-geral. § 1º O estatuto pode estabelecer limitação ao número de votos de cada acionista. § 2º É vedado atribuir voto plural a qualquer classe de ações. BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Disponível em http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6404consol.htm. Acesso em 12 de out. de 2019.

Nas palavras de Fábio Ulhôa Coelho:

A sociedade anônima é uma sociedade de capital. Os títulos representativos da participação societária (ação) são livremente negociáveis. Nenhum dos acionistas pode impedir, por conseguinte, o ingresso de quem quer que seja no quadro associativo.²⁹

Inicialmente, vale dizer que o requisito essencial que diferencia uma sociedade de pessoas de uma sociedade de capital é a impessoalidade. Em uma sociedade de pessoas, os sócios são essenciais ao negócio e costumam participar ativamente do dia a dia da empresa. Nesse contexto, há vínculo direto entre o negócio e a pessoa do sócio.

Entretanto, em uma sociedade de capitais, resta claro que o vínculo entre acionista e companhia deriva tão somente do investimento despendido e da participação societária. Sob a ótica de uma sociedade de capitais, as *golden shares* contrariam o princípio da impessoalidade no sentido de que são atribuídas à pessoa específica em razão de circunstâncias específicas (*i.e.* Estado).

5.3. Decisões pela maioria de votos representativos do capital social

Por ser uma sociedade de capitais, as sociedades anônimas são administradas por órgãos que tomam decisões pela maioria dos votos proferidos. Tal sistema funciona de forma semelhante a uma democracia visando garantir uma boa administração desse tipo societário.

Conforme entendimento de Juliana Krueger Pela, as *golden shares* violam tal premissa “na medida em que importam a sujeição da totalidade dos acionistas da companhia, em determinadas matérias, ao voto de apenas um deles, o titular daquela ação”.³⁰

5.4. Rompimento com o princípio da livre circulação das ações

O próprio pressuposto existencial das *golden shares* gera embate direto com o princípio da livre circulação de ações.

Especialmente em companhias abertas, há nítida contradição entre o mercado de valores mobiliários e os vetos atribuídos às *golden shares*. Sob a ótica do presente argumento,

²⁹ COELHO, Fábio Ulhoa. **Manual de direito comercial**. São Paulo: Editora Saraiva, 2011. p. 211-212.

³⁰ PELA, Juliana Krueger. **As golden shares no direito societário brasileiro**. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 89.

resta clara a incompatibilidade de tal instituto com o funcionamento rápido e dinâmico do mercado de capitais e a insegurança jurídica gerada em razão de eventual veto do Estado no tocante a alterações do quadro societário de companhias abertas. Este tópico, em especial, será tratado de forma detalhada mais adiante no presente artigo.

6. A PROBLEMÁTICA ENVOLVENDO O INSTITUTO DO CONTROLE SOCIETÁRIO

Conforme definido por Fábio Ulhôa Coelho:

O acionista (ou grupo de acionistas vinculados por acordo de voto) titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria de votos na assembleia geral e o poder de eleger a maioria dos administradores e usa, efetivamente, desse poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia é considerado, pelo art. 116 da LSA, acionista controlador. Para a sua configuração, é necessária a convergência destes dois elementos: ser maioria societária (não no sentido de necessariamente titularizar a maior parte do capital social, mas no de possuir ações que lhe garantam a maioria nas decisões tomadas pelas 3 últimas assembleias) e fazer uso dos direitos decorrentes desta situação para dirigir a sociedade.³¹

Para analisarmos a relevância das *golden shares* em um contexto de controle societário de fato, importa levantarmos informações dos casos mais polêmicos e que representaram um marco para a introdução de tal instituto no Brasil.

Nesse sentido, o escopo da análise foi limitado aos direitos atribuídos às *golden shares* das seguintes companhias: Embraer S.A. e Vale S.A.

Sobre as companhias em questão e sob a ótica do controle societário, os vetos atribuídos às *golden shares* de cada uma delas, nos termos de seus respectivos estatutos sociais, são os seguintes:

Empresa Brasileira de Aeronáutica S.A.³²

ART.9º -A ação ordinária de classe especial confere à União poder de veto nas seguintes matérias:

- I. Mudança de denominação da Companhia ou de seu objeto social;
- II. Alteração e/ou aplicação da logomarca da Companhia;
- III. Criação e/ou alteração de programas militares, que envolvam ou não a República Federativa do Brasil;
- IV. Capacitação de terceiros em tecnologia para programas militares;
- V. Interrupção de fornecimento de peças de manutenção e reposição de aeronaves militares;
- VI. Transferência do controle acionário da Companhia;
- VII. Quaisquer alterações: (i) às disposições deste artigo, do art. 4, do caput do art. 10, dos arts. 11, 14 e 15, do inciso III do art. 18, dos parágrafos 1º. e 2º. do art. 27, do

³¹ COELHO, Fábio Ulhoa. **Manual de direito comercial**. São Paulo: Editora Saraiva, 2011. p. 243.

³² BRASIL. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em 15 de set. de 2019.

inciso X do art. 33, do inciso XII do art. 41 ou do Capítulo VII; ou ainda (ii) de direitos atribuídos por este Estatuto Social à ação de classe especial.

PARÁGRAFO 1º-Estará sujeita a prévia aprovação da União, na qualidade de detentora da ação ordinária de classe especial, a realização da oferta pública de aquisição de ações referida no art. 56 do presente Estatuto Social.

Vale S.A.³³

Art. 7º -A ação de classe especial terá direito de veto sobre as seguintes matérias:

I -alteração da denominação social;

II-mudança da sede social;

III-mudança no objeto social no que se refere à exploração mineral;

IV-liquidação da sociedade;

V-alienação ou encerramento das atividades de qualquer uma ou do conjunto das seguintes etapas dos sistemas integrados de minério de ferro da sociedade: (a) depósitos minerais, jazidas, minas; (b) ferrovias; (c) portos e terminais marítimos;

VI -qualquer modificação dos direitos atribuídos às espécies e classes das ações de emissão da sociedade previstos neste Estatuto Social;

VII-qualquer modificação deste Artigo 7º ou de quaisquer dos demais direitos atribuídos neste Estatuto Social à ação de classe especial.

Com base no levantamento acima, há de fato interferência do ente estatal em matérias de extrema relevância para companhia, tais como seu objeto, venda de suas ações e ativos, etc.

A grande questão relacionada à identificação clara da figura do controlador diz respeito à eventuais responsabilizações por abuso de poder previstas na Lei nº 6.404/76³⁴. Nesse contexto, surge o seguinte questionamento: quem deveria assumir as responsabilidades atribuídas ao controlador de uma companhia possuidora de *golden shares*?

A resposta a esse questionamento não é tema pacificado pela doutrina. Nas palavras de Juliana Krueger Pela:

[...] conclui-se que, ressalvada a verificação concreta, caso a caso, do caráter permanente da preponderância nas deliberações sociais, os critérios legais de identificação do acionista controlador, em tese, podem ser atendidos pelo titular da *golden share*. O referido acionista é, com efeito, potencial titular do poder de controle. Todavia, não parece provável que o titular da *golden share* seja considerado, nas situações concretas, o único controlador da companhia. Especialmente nos casos em que ele concorre com o acionista majoritário para alcançar a preponderância nas deliberações sociais, possivelmente se estruturará o controle compartilhado: o titular da *golden share* poderá integral o bloco de controle, juntamente com o acionista titular da maioria das ações com direito de voto.³⁵

³³ BRASIL. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em 15 de set. de 2019.

³⁴ Art. 116. Entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que: a) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembléia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e b) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia. Parágrafo único. O acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender. BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Disponível em http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6404consol.htm. Acesso em 13 de out. de 2019.

³⁵ PELA, Juliana Krueger. **As golden shares no direito societário brasileiro**. São Paulo: Quartier Latin, 2012, pp. 171-172.

Conclui-se, portanto, que a *golden share* pode ser instrumento que resguarda à União controle societário de companhia objeto de desestatização, mas que a análise do caso a caso é necessária.

7. O IMPACTO DAS GOLDEN SHARES NO VALOR DE MERCADO DAS COMPANHIAS

Em um primeiro momento, há nítida incompatibilidade entre as *golden shares* e o funcionamento rápido e dinâmico do mercado de valores mobiliários.

Do ponto de vista prático, as negociações de ações em bolsa partem da premissa de que diariamente haverá alteração do *free float*. Sob essa perspectiva, a insegurança transmitida pelas ações de classe especial pode ser considerada pouco atraente à investidores, prejudicando assim, a dispersão acionária e o valor de mercado das companhias.

Nesse sentido, argumenta Julia Krueger Pela que:

[...] as *golden shares* – ao atribuírem ao Estado a prerrogativa de intervir na estrutura de gestão da companhia – retiram poder de decisão dos acionistas e trazem a incerteza à orientação dos negócios sociais, que ficaria sujeita a circunstâncias políticas. Por essa razão, os investidores teriam mais incentivos para aplicar seus recursos em companhias insuscetíveis de intervenção estatal.³⁶

Nesse sentido, importa mencionar que não há estudos econômicos que comprovem numericamente o impacto das *golden shares* no valor de mercado das companhias abertas e a análise do presente artigo se limita ao campo teórico.

8. CONCLUSÃO

No contexto do atual cenário de privatizações do Brasil, a manutenção das *golden shares* como mecanismo de intervenção estatal embasado no direito societário e modelo britânico gera algumas inseguranças e contradições.

Como demonstrado no presente artigo, além das diversas incongruências entre as ações de classe especial e a legislação acionária brasileira, há também um campo obscuro no tocante à definição da figura do controlador nas sociedades detentoras de tais ações.

No mais, após a realização do estudo, é possível afirmar que, do ponto de vista econômico, as companhias que adotam as ações de classe especial são menos interessantes à

³⁶ PELA, Juliana Krueger. **As golden shares no direito societário brasileiro**. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p.95.

investidores, vez que estes precisariam se sujeitar a eventuais vetos da União. Nesse sentido, ressalta-se que as notícias e reportagem sobre o tema confirmam cada vez mais que as *golden shares* não serão adotadas nas novas privatizações em andamento no Brasil.

Por fim, resta claro que as *golden shares* não podem ser consideradas como um mecanismo eficaz de proteção da economia nacional, em razão de todos os argumentos levantados no presente artigo, incluindo, mas não se limitando ao impacto das ações de classe especial no valor de mercado das companhias.

9. REFERÊNCIAS

BRASIL. CVM. Comissão de Valores Mobiliários. **Estatuto Social da Embraer S.A.**, 2019. Disponível em www.cvm.gov.br. Acesso em 15 de set. de 2019.

_____. CVM. Comissão de Valores Mobiliários. **Estatuto Social da Vale S.A.**, 2019. Disponível em www.cvm.gov.br. Acesso em 15 de set. De 2019.

_____. **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 2019.** Disponível em http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6404consol.htm. Acesso em 15 de out. de 2019.

_____. **Lei nº 8.031, de 12 de abril de 1990.** Brasília. Senado Federal. Disponível em http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L8031.htm. Acesso em 20 de out. de 2019.

_____. **Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001.** Brasília, Disponível em http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/LEIS_2001/L10303.htm. Acesso em 20 de out. de 2019.

BRASIL. Programa de Parcerias de Investimento. **Cronograma de Projetos.** Disponível em <https://www.ppi.gov.br>. Acesso em 15 de out. de 2019.

_____. **Projeto de lei nº 3.261/2019.** Disponível em <https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=2207613>. Acesso em 11 de out. de 2019.

_____. **Regulamento do Novo Mercado, de 3 de outubro de 2017.** Disponível em: <[http://www.b3.com.br/data/files/B7/85/E6/99/A5E3861012FFCD76AC094EA8/Regulamento%20do%20Novo%20Mercado%20%2003.10.2017%20\(Sancoes%20pecuniarias%202019\).pdf](http://www.b3.com.br/data/files/B7/85/E6/99/A5E3861012FFCD76AC094EA8/Regulamento%20do%20Novo%20Mercado%20%2003.10.2017%20(Sancoes%20pecuniarias%202019).pdf)>. Acesso em: 22 de set. de 2019.

CANTIDIANO, Luiz Leonardo. **Reforma da lei das S.A. comentada.** Rio de Janeiro: Forense, 2002.

COELHO, Fábio Ulhoa. **Manual de direito comercial.** São Paulo: Editora Saraiva, 2011.

CUNHA, Joana. Uso de ‘golden share’ deve ser descartado das privatizações de Bolsonaro. São Paulo. Disponível em: <<https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2018/12/uso-de-golden-share-deveser-descartado-das-privatizacoes-de-bolsonaro.shtml>>. Acesso em 2 de out. de 2019.

DA SILVA, Luiz Alberto. **Revista de direito bancário, do mercado de capitais e da arbitragem.** São Paulo. Abr/Jun 2000.

FRIEDMAN, Milton. **An Economist's protest.** Glen Ridge: Thomas Horton and Company, 1972.

¹ LIS, Lais. **ANAC autoriza primeira empresa aérea com 100% de capital estrangeiro a operar no Brasil.** Site G1. Brasília. Publicado em 22 de maio 2019. Disponível em <<https://g1.globo.com/economia/noticia/2019/05/22/anac-da-autorizacao-para-1a-empresa-aera-com-100percent-de-capital-estrangeiro-operar-no-brasil.ghtml>>. Acesso em 12 de set. De 2019.

PELA, Juliana Krueger. **As golden shares no direito societário brasileiro.** São Paulo: Quartier Latin, 2012.

PINTO, Marco Aurélio Cabral. **Venda de controle acionário da Embraer para a Boeing: contexto e desafios para o Governo brasileiro.** Disponível em: <http://www.crescebrasil.org.br/images/2018/2018_Cresce_Brasil_NT_Embraer_Cabral.pdf>. Acesso em 18 de set. de 2019.

RODRIGUES, Nuno Cunha. **“Golden shares”**: as empresas participadas e os privilégios do Estado enquanto acionista minoritário. Coimbra: Coimbra Editora, 2004.

SCHWIND, Rafael Wallbach. **O Estado Acionista**. São Paulo: Almedina Brasil, 2017.