

UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS
Faculdade de Direito
Programa de Pós-Graduação em Direito

BRUNO FREIXO NAGEM

***GOLDEN SHARE* EM DESESTATIZAÇÃO E A PARTICIPAÇÃO MINORITÁRIA
DA UNIÃO: Estudo de casos**

BELO HORIZONTE
2025

BRUNO FREIXO NAGEM

***GOLDEN SHARE* EM DESESTATIZAÇÃO E A PARTICIPAÇÃO MINORITÁRIA
DA UNIÃO: Estudo de casos**

Tese de doutorado apresentada ao
Programa de Pós-Graduação em Direito da
Universidade Federal de Minas Gerais
como requisito parcial para a concessão do
título de Doutor em direito.

Orientador: Professor Doutor Christian
Sahb Batista Lopes

Coorientador: Professor Doutor Marcelo
Andrade Féres

BELO HORIZONTE
2025

N147g	Nagem, Bruno Freixo <i>Golden Share</i> em desestatização e participação minoritária da União [manuscrito]: estudo de casos / Bruno Freixo Nagem. - 2025. 170 f. Orientador: Christian Sahb Batista Lopes. Coorientador: Marcelo de Andrade Fêres. Tese (doutorado) - Universidade Federal de Minas Gerais, Faculdade de Direito. Bibliografia: f. 161-170. 1. Direito administrativo - Teses. 2. Sociedades por ações - Teses. 3. Interesse público - Teses. 4. Desestatização - Teses. 5. Direito comparado - Brasil - União Europeia - Teses. I. Lopes, Christian Sahb Batista. II. Fêres, Marcelo de Andrade. III. Universidade Federal de Minas Gerais - Faculdade de Direito. IV. Título. CDU: 35:347.725
-------	--



UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS

PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM DIREITO

UFMG

ATA DA DEFESA DE TESE DO ALUNO BRUNO FREIXO NAGEM

Realizou-se, no dia 11 de abril de 2025, às 14:30 horas, Faculdade de Direito, da Universidade Federal de Minas Gerais, a defesa de tese, intitulada *GOLDEN SHARE EM DESESTATIZAÇÃO E A PARTICIPAÇÃO MINORITÁRIA DA UNIÃO: ESTUDO DE CASOS*, apresentada por BRUNO FREIXO NAGEM, número de registro 2021653620, graduado no curso de DIREITO, como requisito parcial para a obtenção do grau de Doutor em DIREITO, à seguinte Comissão Examinadora: Professor Christian Sahb Batista Lopes - Orientador (UFMG), Professora Fernanda Valle Versiani (UFMG), Professora Maria Tereza Fonseca Dias (UFMG), Professor Felipe Fernandes Ribeiro Maia (Faculdades Milton Campos), Professor Henrique Cunha Barbosa (IBMEC).

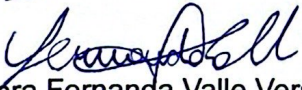
A Comissão considerou a tese:

☒ Aprovada, tendo obtido a nota 90.

☐ Reprovada

Finalizados os trabalhos, lavrei a presente ata que, lida e aprovada, vai assinada por mim e pelos membros da Comissão.
Belo Horizonte, 11 de abril de 2025.


Professor Christian Sahb Batista Lopes (Doutor) Nota: 90


Professora Fernanda Valle Versiani (Doutora) Nota: 90


Professora Maria Tereza Fonseca Dias (Doutora) Nota: 90


Professor Felipe Fernandes Ribeiro Maia (Doutor) Nota: 90


Henrique Cunha Barbosa (Doutor) Nota: 90

À minha amada esposa Joana, por despertar meu melhor me apoiando e incentivando a superar meus limites, vibrando com minhas conquistas e sendo o ombro reconfortante nas dificuldades da vida. Aos meus queridos e amados filhos Helena e Gabriel por me mostrar o maior amor possível, me dando forças para buscar melhorar como ser humano. Ao meu pai (*in memoriam*), minha mãe e irmão, por seus sacrifícios e encorajamento na busca de meus objetivos.

AGRADECIMENTOS

Ao Professor Doutor Christian Sahb Batista Lopes, dileto orientador, por acompanhar essa caminhada, me dando liberdade acadêmica, sem nunca subtrair a autonomia que me é tão cara.

Ao Professor Doutor Marcelo de Andrade Féres, estimado coorientador, que me incentivou e me auxiliou das mais variadas formas para conseguir encontrar e desenvolver meu projeto de pesquisa, com valiosas contribuições ao trabalho.

Ao Professor Doutor Andrea Caprara, da Universidade de Verona, que me apresentou um paradigma completamente diferente contribuindo sobremaneira ao desenvolvimento da presente investigação.

À Professora Doutora Joana Faria Salomé, minha esposa, que sempre esteve ao meu lado com debates construtivos e enriquecedores, trazendo uma visão holística ao estudo, apoiando e elucidando os caminhos acadêmicos a serem trilhados, me incentivando a concluir etapa tão importante da minha vida.

Ao meu irmão, Professor Doutor Nilton Freixo Nagem, que, com sua sede pelo conhecimento, me ensina constantemente o desapego e humildade para me tornar uma pessoa melhor.

*Uma pessoa com uma crença é um poder social
igual a noventa e nove que possuem apenas
interesses.*

John Stuart Mill (1861)

RESUMO

O objetivo do presente trabalho é verificar atuação da Administração Pública Federal titular de *golden share* na utilização das prerrogativas asseguradas por tal classe acionária. O estudo se aterá às ações de classe especial emitidas em decorrência de desestatização, ou seja, em participações societárias minoritárias da União em companhias que não integram a Administração Pública. Para realizar essa verificação é necessário aprofundar estudos sobre a gênese do instituto das *golden shares* na União Europeia, incluindo, o entendimento do Tribunal de Justiça da União Europeia acerca da aplicação das *golden shares* e sua correlatas, bem como eventuais alternativas à sua utilização. O tema ganha relevância quanto a sua utilização como instrumento de política pública no Brasil e no exterior, sobretudo considerando a relevância atual de assuntos relacionados à governança corporativa e o equilíbrio de forças e interesses entre os controladores e não controladores. A análise quanto à essa classe acionária especial no Brasil tem o corte metodológico adstrito as Estatais federais desestatizadas que tiveram a inserção em seu estatuto das *golden shares* e a forma como a União exerceu as prerrogativas a ela asseguradas. Para viabilizar a análise foram aprofundados estudos quanto a natureza jurídica do exercício das prerrogativas asseguradas pelas *golden shares*. Com isso se buscou delinear como se dá a formação e exteriorização da vontade estatal a ser exercida através do voto e veto em decorrência da titularidade da *golden share*. Passou-se ao estudo de campo para se analisar documentos societários dessas sociedades empresárias desestatizadas para se apurar os poderes conferidos pelas *golden shares*, bem como a forma pela qual a União se posicionou em assembleias gerais. Em sequência, foi estudado o poder de minoria e os limites para exercício dos direitos de voto e veto assegurados pelas *golden shares* para se delinear aspectos importantes para se interpretar as repercussões de eventuais abusos no exercício dos poderes atribuídos ao ente público por essas ações de classe especial. Por fim, chega-se à conclusão à qual, combinando os pontos trabalhados em cada capítulo e fornecendo os resultados da comparação dos vieses do instituto e sua aplicação na atualidade tanto no Brasil quanto na União Europeia, e com os resultados da pesquisa de campo realizada, sintetizando os resultados da pesquisa.

PALAVRAS-CHAVE: Direito Societário; Direito Administrativo; *golden shares*; direito comparado; União Europeia; *golden power*; jurisprudência internacional; interesse público; União; voto; veto; limites; prerrogativas; teoria dos motivos determinantes; Controle jurisdicional.

ABSTRACT

The objective of this study is to verify the performance of the Federal Public Administration, holder of golden shares, in the use of the prerogatives ensured by this class of shares. The study will focus on the special class shares issued as a result of privatization, that is, in the minority shareholdings of the Union in companies that are not part of the Public Administration. To carry out this verification, it is necessary to deepen studies on the genesis of the golden shares institute in the European Union, including the understanding of the Court of Justice of the European Union regarding the application of golden shares and their correlates, as well as possible alternatives to their use. The topic gains relevance regarding its use as a public policy instrument in Brazil and abroad, especially considering the current relevance of issues related to corporate governance and the balance of forces and interests between controllers and non-controllers. The analysis of this special class of shares in Brazil has a methodological cut restricted to the federal state-owned companies that were privatized and had the insertion of golden shares in their statutes and the way in which the Union exercised the prerogatives ensured to it. To enable the analysis, studies were deepened on the legal nature of the exercise of the prerogatives ensured by golden shares. With this, the aim was to outline how the formation and externalization of the state will to be exercised through voting and vetoing due to the ownership of the golden share occurs. Field studies were then carried out to analyze corporate documents of these privatized business companies to ascertain the powers conferred by golden shares, as well as the way in which the Union positioned itself in general meetings. Subsequently, the minority power and the limits for exercising the voting and veto rights ensured by golden shares were studied to outline important aspects for interpreting the repercussions of possible abuses in the exercise of the powers attributed to the public entity by these special class shares. Finally, the conclusion is reached by combining the points worked on in each chapter and providing the results of the comparison of the biases of the institute and its application today both in Brazil and in the European Union, and with the results of the field research carried out, synthesizing the research results.

KEYWORDS: *Corporate Law; Administrative Law; golden shares; comparative law; European Union; golden power; international jurisprudence; public interest; Union; vote; veto; limits; prerogatives; theory of determining reasons; judicial control.*

SUMÁRIO

1.	INTRODUÇÃO.....	12
1.1.	Objeto da tese, tema e relevância.....	12
1.2.	Originalidade e contribuição proposta pela tese.....	16
1.3.	Metodologia adotada na pesquisa.....	18
2.	O ESTADO E SUAS PARTICIPAÇÕES SOCIETÁRIAS.....	22
2.1.	Contornos sobre a posição estatal e o mercado.....	22
2.2.	O Estado como acionista majoritário.....	24
2.2.1.	O exercício de controle estatal.....	28
2.3.	Participação estatal minoritária e as <i>golden shares</i>	32
3.	FUNDAMENTOS DA INSTITUIÇÃO DAS <i>GOLDEN SHARES</i>.....	39
3.1.	Surgimento das <i>golden shares</i>	39
3.1.1.	<i>Golden shares</i> e sua evolução em ordenamentos jurídicos de Estados Membros da União Europeia.....	40
3.1.2.	O entendimento do Tribunal de Justiça da União Europeia e as <i>golden shares</i> e institutos correlatos.....	47
3.1.3.	A superação da <i>golden share</i> como espécie de valor mobiliário pela República da Itália e a inserção do instituto denominado <i>Golden Power</i> e sua capilaridade pela União Europeia ..	55
3.2.	A introdução do instituto das <i>golden share</i> no Brasil.....	63
3.2.1.	Interesse social e as balizas para se instituir as <i>golden shares</i> pelo Estado em processo de desestatização.....	63
3.2.2.	Conceito de <i>golden share</i> no Brasil.....	67
3.2.3.	Natureza Jurídica do exercício das prerrogativas asseguradas pelas <i>golden shares</i>	70
3.2.4.	Fluxo da formação e exteriorização da vontade estatal a ser exercida através do voto e veto em decorrência da titularidade da <i>golden share</i>	75
4.	ESTUDO DE CASOS DE INSTITUIÇÃO DE <i>GOLDEN SHARES</i> EM ESTATAIS FEDERAIS DESESTATIZADAS NO BRASIL.....	81
4.1.	Identificação dos casos de instituição de <i>golden shares</i> em empresas estatais federais desestatizadas.....	81
4.2.	Estratificação das prerrogativas asseguradas à União nos estatutos sociais.....	99
4.2.1.	EMBRAER S.A.	100
4.2.1.1.	Direito de Veto.....	101
4.2.1.2.	Direito de Veto.....	102
4.2.1.3.	Conselho de Administração.....	103
4.2.1.4.	Conselho Fiscal.....	104
4.2.1.5.	Dividendos.....	104
4.2.2.	VALE S.A.	105
4.2.2.1.	Direito de Veto	106
4.2.2.2.	Direito de Voto	107
4.2.2.3.	Conselho de Administração.....	109
4.2.2.4.	Conselho de Fiscal.....	109
4.2.2.5.	Dividendos	110
4.2.3.	IRB-BRASIL RESSEGUROS S.A.	111
4.2.3.1.	Direito de Veto	111
4.2.3.2.	Direito de Voto.....	113

4.2.3.3. Conselho de Administração	113
4.2.3.4. Conselho Fiscal.....	114
4.2.3.5. Dividendos.....	114
4.2.4. CENTRAIS ELÉTRICAS BRASILEIRAS S.A. – ELETROBRAS.....	114
4.2.4.1. Direito de Veto.....	116
4.2.4.2. Direito de Voto.....	117
4.2.4.3. Conselho de Administração.....	117
4.2.4.4. Conselho de Fiscal.....	117
4.2.4.5. Dividendos.....	117
4.3. <i>Golden shares</i> e o não exercício da integralidade de suas prerrogativas: instrumento arcaico ou em desuso?	118
 5. PODER DE MINORIA E OS LIMITES PARA O EXERCÍCIO DO DIREITO DE VETO (OU VOTO) DAS <i>GOLDEN SHARES</i>	126
5.1. Poder da minoria e as <i>golden shares</i>	126
5.1.1. O ordenamento jurídico brasileiro comporta a figura do controle minoritário?	134
5.2. A extrapolação dos limites do direito de veto (ou voto) estabelecidos para as <i>golden shares</i> e a caracterização do exercício abusivo do direito de voto pelo minoritário.....	138
5.3. Conflitos de agência e as <i>golden shares</i>	144
5.4. Exercício do direito das prerrogativas asseguradas pelas <i>golden shares</i> e a Teoria dos Motivos Determinantes.....	149
5.5. Controle jurisdicional e o reconhecimento de abusividade no exercício das prerrogativas conferidas pelas <i>golden shares</i>	153
 6. CONCLUSÕES	158
 REFERÊNCIAS	161

1. INTRODUÇÃO

1.1. Objeto da tese, tema e relevância

O tema a ser desenvolvido nesta tese diz respeito à atuação da Administração Pública Federal titular de *golden share* na utilização das prerrogativas asseguradas por tal classe acionária e a análise quanto a eficácia e atualidade do próprio instituto. O estudo se aterá às ações de classe especial emitidas em decorrência de desestatização, ou seja, em participações societárias minoritárias da União em companhias que não integram a Administração Pública.

Para se ter uma adequada introdução da presente tese, oportuno realizar algumas digressões acerca da pertinência, relevância e delimitação do tema do estudo, o que fará com que se tenha a real dimensão da importância e originalidade do trabalho desenvolvido.

As ações de classe especial denominadas *golden shares* foram inseridas no ordenamento jurídico brasileiro em 1990 através do Programa Nacional de Desestatização (Lei nº 8.031/90¹). Posteriormente, a Lei nº 9.491/97, revogando a Lei nº 8.031/90, lançou novo Programa Nacional de Desestatização mantendo apenas a possibilidade de emissão de *golden share* cuja subscrição somente poderia ser pela União² em processo de desestatização de sociedades estatais federais.

Assim, com o intuito de ampliar a abrangência e a utilização das *golden shares*, o legislador ordinário elaborou relevante alteração da Lei nº 6.404/76 com a publicação da Lei nº

¹ Art. 6º Compete à Comissão Diretora do Programa Nacional de Desestatização:

(...)

XIII - sugerir a criação de ações de classe especial e as matérias que elas disciplinarão, nas condições fixadas nos §§ 1º e 2º deste artigo;

(...)

§ 2º A ação de classe especial somente poderá ser subscrita pela União.

Art. 8º Sempre que houver razões que o justifiquem, a União deterá, direta ou indiretamente, ações de classe especial do capital social de empresas privatizadas, que lhe confirmam poder de veto em determinadas matérias, as quais deverão ser caracterizadas nos estatutos sociais das empresas, de acordo com o estabelecido no art. 6º, inciso XIII e §§ 1º e 2º desta lei.

Art. 21. Competirá ao Gestor do Fundo Nacional de Desestatização:

(...)

XV - recomendar à Comissão Diretora a criação de ações de classe especial e as matérias que elas disciplinarão sempre respeitando o previsto no art. 6º, inciso XIII e seus parágrafos desta lei;

² Art. 6º Compete ao Conselho Nacional de Desestatização:

(...)

d) a criação de ação de classe especial, a ser subscrita pela União;

10.303/01, que inseriu §7º do artigo 17, ampliando a instituição das ações de classe especial para as esferas estaduais, distritais e municipais, notadamente, em hipóteses de desestatização.

Embora inseridas definitivamente no ordenamento brasileiro em 2001, as *golden shares* decorrem de um movimento inaugurado na Inglaterra na década de 1970 em virtude da privatização de estatais britânicas, através do qual se buscou a acomodação de interesses públicos e privados no modelo de desestatização, transferindo-se o controle societário ao particular, mas resguardando-se poderes ao ente público para proteção de setores estratégicos da economia, notadamente, em face de participação estrangeira no controle das sociedades desestatizadas. As prerrogativas estatais invariavelmente desproporcionais ao quantitativo de sua participação acionária caracterizam-se como manifesto instrumento de política pública que visa proteger a economia e os interesses estratégicos do poder público desestatizante (CARVALHOSA; 2014: 317).

O modelo britânico inspirou a criação de *golden shares* ou similares em processos de privatização em outros países como França, Itália, Alemanha, Portugal, Bélgica, Nova Zelândia, México e Brasil (PELA; 2012: 16).

A temática ganha relevância quanto a sua utilização como instrumento de política pública no Brasil e no exterior, sobretudo considerando a relevância atual de assuntos relacionados à governança corporativa e o equilíbrio de forças e interesses entre os controladores e não controladores.

Com a evolução do direito societário e os mais diversos mecanismos legais e infralegais, inclusive, de *soft law*, surgem questões que podem colocar em xeque a eficácia desse instrumental. Isso porque, o desafio do direito societário não só brasileiro, mas internacionalmente, é a busca do equilíbrio de forças na estrutura societária evitando-se a concentração do poder de controle e perpetração de atos abusivos nocivos aos acionistas e à própria sociedade empresária. Esse equilíbrio pode ser alcançado, mas também até infirmado, com a utilização das prerrogativas asseguradas pelas *golden shares* que concentram nas mãos da Administração Pública poderes extremamente relevantes ao titular de uma única ação. E tal ponto assume feições mais práticas em sociedades abertas cujas ações são negociadas em bolsa captando, portanto, a poupança popular. Para se viabilizar o balanceamento de forças nas estruturas societárias são utilizados mecanismos legais (no Brasil introduzidos com mais vigor a partir da Lei nº 10.303/2001) e, também, infralegais como instrumentos de *soft law* a exemplo do Código de Boas Práticas de Governança Corporativa elaborado pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, orientações dos níveis de governança da B3, dentre outros.

Por tais peculiaridades, é oportuno o aprofundamento de estudos quanto à compatibilidade das *golden shares* com a evolução do direito societário, que tem, incessantemente, buscado coibir formas de abuso de poder do acionista, equilibrando as forças e interesses entre os acionistas controladores e os não controladores, tentando, ainda, fazer preponderar a ideia de democracia societária calcada basicamente no ideário de “*one share, one vote*”, o que também já foi relativizado no Brasil com a inserção do voto plural por meio da alteração da Lei nº 6.404/76 pela Lei nº 14.195/21³.

Oportuno frisar que, essa relativização também ocorreu no âmbito da União Europeia que teve uma relevante alteração legislativa quanto ao voto plural em proposta apresentada pelo Conselho da União Europeia em 14/02/2024 através do arquivo interinstitucional nº 2022/406⁴, tendo sido aprovada a respectiva Diretiva em 24/04/2024 com retificação publicada em 19/08/2024⁵, versando sobre as estruturas de ações com voto plural em empresas que solicitam a admissão à negociação das suas ações num sistema de negociação multilateral.

Por relevante ao estudo proposto, analisar-se-ão as participações minoritárias da União em sociedades empresárias privatizadas, sem que sejam subsidiárias ou controladas pelo Poder Público, notadamente, no que tange a utilização das prerrogativas asseguradas pelas *golden shares*. Com isso, chega-se ao seguinte questionamento: o ente público no exercício dessas prerrogativas, demonstra comportamento abusivo no que tange ao exercício direito de voto mesmo na condição de acionista minoritário, eventualmente trazendo desequilíbrio no poder decisório em assembleia e desvirtuando a atividade empresarial a ponto de intervir indevidamente na atividade econômica? Será avaliado se o ordenamento jurídico brasileiro contém mecanismos adequados para coibir eventual abuso dos poderes conferidos pela *golden share*.

CARREAU e TREUHOLD (1994: 10), autores franceses, analisando a equivalente a *golden share* na França (denominada *action spécifique*) afirmam que: a *action spécifique* é pura e simplesmente uma monstruosidade porque um acionista de uma sociedade dividida em

³ Art. 5º A [Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976](#), passa a vigorar com as seguintes alterações:

“Art. 16. (...)

(....)

[IV](#) - atribuição de voto plural a uma ou mais classes de ações, observados o limite e as condições dispostos no art. 110-A desta Lei.

⁴ Disponível em: <<https://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-6524-2024-INIT/en/pdf>> acesso em 15/10/2024.

⁵ Disponível em: < https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/TA-9-2024-0352-FNL-COR01_PT.pdf > acesso em 15/10/2024.

milhões de títulos pode bloquear certas decisões fundamentais para empresa, pela simples razão de ser o Estado⁶.

Realizando o confronto da afirmação dos autores franceses acima mencionados com o entendimento de RODRIGUES (2004: 255), marco teórico adotado para a presente investigação, salientando que o Estado por razões imperiosas de interesse público poderá utilizar, a título excepcional, instrumentos jurídicos que permitam, ainda que numa posição minoritária, assegurar o controle da sociedade, com um poder superior ao que corresponderia à posição de acionista detida; formula-se a pergunta-problema a seguir: A *golden share* se apresenta como instrumento eficaz para o ente público salvaguardar o interesse público remanescente na sociedade empresária desestatizada?

E em decorrência da abrangência dos poderes efetivamente levados a efeito pelo ente público apresenta-se a seguinte hipótese: A União ao utilizar os poderes assegurados pela ação de classe especial na medida necessária a defesa dos interesses estratégicos nacionais, incluindo a análise criteriosa de se valer da prerrogativa de vetar decisões assembleares, reforça a atualidade e utilidade desse instituto assecuratório do interesse público remanescente na atividade da estatal cujo controle foi alienado.

O objeto do presente estudo não será a forma ordinária de oposição do acionista minoritário ao acionista controlador, até porque não se pode conceber que o não controlador tenha que concordar e votar de forma diversa de sua vontade apenas para não se contrapor ao acionista que exerça o controle. A proposição da presente tese será o estudo da forma extraordinária de tomada de decisão do acionista minoritário, no caso da Administração Pública Federal titular de ações de classe especial, que extrapola os limites e configuram um comportamento abusivo, e essa situação atípica no entendimento de Dominique SCHMIDT é denominado *oposição abusiva* ou *bloqueio abusivo* de minoria (*apud* ADAMEK, 2010: 46).

No Brasil existem poucas hipóteses em que a Administração Pública Federal se valeu da instituição de ações de classe especial em estatutos sociais de sociedades desestatizadas, sendo que a mais recente foi a Lei nº 14.182/21, que em seu artigo 3º, III, alínea c, criou a *golden share* para a alienação do controle societário da União Federal nas Centrais Elétricas Brasileiras S.A. – Eletrobras. Assim, no âmbito federal, houve a inserção em Estatuto Social

⁶ *Em droit des sociétés, l'action spécifique constitue bien davantage qu'une anomalie juridique. Elle apparaît purement et simplement comme une monstruosité. En effet, le titulaire d'une seule action d'une société don't le capital puet être divisé en plusieurs millions de titres, pour la seule raison qu'il s'agit de l'Etat français puet juridiquement bloquer certaines décisions fondamentales en raison des pouvoirs régaliens qui lui sont attachés: l'adjectif <spécifique> apparaît trop neutre pour qualifier cette situation unique. L'expression anglaise de <golden share> (action en or) recouvre beaucoup mieux la réalité.*

das ações de classe especial em decorrência de desestatização da Vale S.A. (então Companhia Vale do Rio Doce), Companhia Eletromecânica Celma Eletromecânica, IRB-Brasil Resseguros S.A., Eletrobras e Embraer S.A.

Por outro lado, na União Europeia, a utilização de *golden shares* se deu com maior intensidade e já se verifica vasta jurisprudência sobre a temática, notadamente, por parte da Corte de Justiça da União Europeia que, por diversas vezes, julgou sem efeito a instituição de *golden shares* em situações que supostamente tenham subvertido o escopo eminentemente público por violação aos princípios norteadores da constituição da União Europeia, ou seja, afastou-se o instituto das *golden shares*.

Dessa forma, o ente público, quando titular de ações de classe especial, deverá ter sua atuação pautada pelo dever de lealdade atinente às relações societárias, sendo que o abuso da posição minoritária terá repercussões na esfera social, afastando as peculiaridades dessa classe acionária, sob pena de se violar a democracia societária e a boa-fé objetiva, o que eventualmente, poderá ser até objeto de reparação civil.

Assim, a tese terá por objeto precípuo a atuação do Estado acionista no exercício de voto ou veto pela titularidade das *golden shares*, apreciando-se eventual comportamento abusivo no seu exercício. Para fins metodológicos, será realizado o estudo das ações de classe especial instituídas em processo de desestatização federal, ou seja, de sociedades de economia mista ou empresas públicas cujo controle pertencia à União.

1.2. Originalidade e contribuição proposta pela tese

O tema objeto da presente tese se mostra original, uma vez que não se identifica com facilidade a abordagem direta acerca da atuação da Administração Pública no exercício das prerrogativas conferidas pelas *golden shares*, apurando-se eventual comportamento abusivo ou extraordinário.

Analisando-se o acervo bibliográfico a respeito das Sociedades Estatais, tanto no direito societário como no administrativo, constata-se que pouco se estudou acerca das ações preferenciais de classe especial, especificamente, as emitidas em processo de desestatização.

Aliás, parco se mostra o material de estudo sobre a compatibilidade da previsão legislativa com a democracia societária e os limites que balizam a atuação do ente público para exercer os direitos por ela conferidos. Não se verificam detidos estudos sobre o exercício do direito de voto ou veto do ente público minoritário titular de *golden share* em casos concretos, e suas consequências à estrutura societária da sociedade desestatizada.

Oportuno, o aprofundamento do estudo quanto ao impacto das ações de classe especial no modelo de governança corporativa das empresas estatais, ainda mais no que tange a sua contribuição ou prejuízo ao alinhamento de interesses entre acionistas públicos e privados.

Ponto importante, e pouco explorado pela doutrina, é o de eventual extrapolação dos limites estabelecidos no estatuto social para o exercício do direito de voto do titular das *golden shares* e as implicações do abuso desse direito de voto.

Ressalte-se que a bibliografia estrangeira é mais farta⁷ quanto a essa temática, especificamente, em países que integram a União Europeia, inclusive, por se ter, além de legislação específica, diversos precedentes sobre o afastamento da aplicação das *golden shares* em decisões assembleares de sociedades desestatizadas.

O tema que ora se propõe a estudar dispõe de inegável originalidade, mas não podemos olvidar a existência de contribuições acadêmicas de relevo, como as obras de Alfredo Lamy Filho e José Luís Bulhões Pedreira⁸, Modesto Carvalhosa⁹, Fran Martins¹⁰, Newton De Lucca¹¹, Mário Engler Pinto Júnior¹², Nelson Eizirik¹³, Eros Roberto Grau¹⁴, Marcelo Von Adamek¹⁵, Ana Frazão¹⁶ e Juliana Krueger Pela¹⁷, sendo que tais obras abordam o tema, mas não

⁷ Dominique Schmidt, Nuno Cunha Rodrigues, João Nuno Marques Estaca, Jorge Miranda, Pier Giustto Jaeger, Rodrigo Uriá, Arman Khachatryan.

⁸ LAMY FILHO, Alfredo; e BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (coordenação). *Direito das Companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009.

⁹ CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas*. São Paulo: Saraiva, 2014. 6ª ed. v. 4, tomo 1. A.

¹⁰ MARTINS, Fran. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. Revista e atualizada por Roberto Papini. 4ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2010.

¹¹ DE LUCCA, Newton. *O regime jurídico da empresa estatal no Brasil*. Tese (livre-docência em Direito). Universidade de São Paulo, São Paulo, 1986.

¹² PINTO JUNIOR, Mário Engler. *Empresa Estatal: Funções Econômicas e Dilemas Societários*. 2ª Ed. São Paulo: Atlas, 2014.

¹³ EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. vol. III. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

¹⁴ GRAU, Eros Roberto. *A Ordem Econômica na Constituição de 1988*. 14ª ed., São Paulo: Malheiros, 2010.

¹⁵ VON ADAMEK, Marcelo Vieira. *Abuso de minoria em direito societário*. 1. ed. São Paulo: Malheiros Editores, 2014.

¹⁶ FRAZÃO, Ana. O abuso de poder de controle na Lei das Estatais. In: NORONHA, João Otávio de; Frazão, Ana; MESQUITA, Daniel Augusto (Coord.). *Estatuto jurídico das estatais: análise da Lei nº 13.303/2016*. Belo Horizonte: Fórum, 2017. P. 107-140

¹⁷ PELA, Juliana Krueger. *As golden shares no direito societário brasileiro*. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

diretamente o ponto central da tese proposta, tornando necessária a conjugação e o esforço exegético para se chegar o objetivo proposto.

Trata-se, é certo, de acervo bibliográfico de elevada qualidade científica, que norteará a execução proposta nessa investigação. Todavia, o enfrentamento direto ao tema do estudo não é de todo verificado, denotando um maior desafio para a execução do presente trabalho.

Em complemento, buscou-se no Direito Comparado, em que surgiu o instituto das *golden shares*, contribuições e análises sobre o tema, notadamente, com destaque para Inglaterra e países integrantes da União Europeia como Portugal, França, Itália e Alemanha, sendo que no Tribunal de Justiça da União Europeia já houve pacificação da matéria no que diz respeito a adoção de *golden shares* em estatutos de companhias desestatizadas em seus Estados-Membros.

Diante disso, se mostra justificável a elaboração de uma tese de doutoramento sobre a atuação da Administração Pública Federal titular de *golden share* em eventual utilização abusiva das prerrogativas asseguradas por tal classe acionária.

1.3. Metodologia adotada na pesquisa

RODRIGUES (2004: 255), autor português, foi escolhido como marco teórico para a presente investigação, precisamente, por tratar do tema de forma abrangente quanto as características e prerrogativas atribuídas às ações de classe especial de titularidade do Estado português, afirmando que

razões imperiosas de interesse público podem justificar a utilização, a título excepcional, por parte do Estado, de instrumentos jurídicos que permitam, ainda que numa posição minoritária, assegurar o controlo da sociedade, com um poder superior ao que corresponderia à posição de acionista detida, independentemente dos privilégios previstos no CSC¹⁸.
Essas razões ocorrem essencialmente aquando da privatização de empresas.

Como objeto do presente estudo, será analisada a posição do Estado como acionista minoritário titular de *golden share*, notadamente, em confronto com os interesses expressamente manifestados em assembleia pelo bloco de controle societário.

José Luiz Bulhões Pedreira e Alfredo Lamy Filho afirmam que: mesmo o voto do minoritário, que em tese não traria repercussões sociais, pode causar prejuízos aos sócios e à

¹⁸ Importante contextualizar que a sigla “CSC” significa Código das Sociedades Comerciais de Portugal, aprovado pelo Decreto-Lei nº 262/86.

sociedade, sendo o abuso de seu direito passível de sanções e repercussões de ordem civil (2010: 421).

Com essa visão, o presente estudo analisa as decisões tomadas pela Administração Pública Federal titular de ações de classe especial inseridas em um contexto de processo de desestatização (*golden share*). Assim, são analisadas, em sua forma e abrangência, a utilização das prerrogativas do ente público para se aferir eventual abuso do minoritário e suas consequências, repercussões e até eventuais obrigações indenizatórias em decorrência de extrapolção ou subversão dos poderes atribuídos a tal tipo acionário.

Ao desenvolvimento do estudo proposto necessário se analisar o interesse público primário que ensejou a criação das sociedades estatais, cuja desestatização foi operacionalizada com a instituição de *golden share* e os limites de sua abrangência pela permanência do interesse estratégico da União naquela atividade desestatizada. Abarcará, ainda, a compatibilidade de tal instituto com os princípios de governança corporativa, eventual violação a democracia societária e, também, se isso representa ou não um retrocesso ao direito societário contemporâneo.

Importante apontar que os processos de desestatização ocorrem mais comumente em sociedades de economia mista, as quais já dispõem de um regime híbrido e um tratamento mais próximo ao do direito privado, até por força constitucional.

Não se olvidando de que as Sociedades de Economia Mista têm tratamento legal e constitucional diferenciado das demais sociedades empresárias, mesmo as exploradoras de atividade econômica, por ser visceralmente ligadas ao interesse público primário (CARVALHOSA, 2002: 350-351).

Nas hipóteses em que a Administração Pública opta por alienar seu controle societário, a depender do objeto e sensibilidade dos negócios aos interesses nacionais, não rara é a criação de ações preferenciais de classe especial que atribuem direitos como o de veto em determinadas matérias e outras prerrogativas previstas estatutariamente, tendo por fundamento a manutenção de alguma ingerência do ente público sobre a gestão da companhia desestatizada, buscando, mesmo que de forma indireta, zelar pelo interesse público.

Nesses casos, o liame entre o interesse público, que norteia o voto ou veto da Administração Pública Federal ao se valer das *golden shares*, e os interesses sociais privados é muito tênue e é balizado por princípios e normas que visam obstar a indevida intervenção do Estado na atividade econômica e, ainda, evitar a utilização de recursos particulares para se realizar políticas públicas.

O acionista minoritário, sobretudo o titular de *golden share*, deve pautar sua conduta em assembleia de forma a respeitar o estatuto, a legislação e os princípios societários, sob pena de arcar com repercussões dos desvios e abusos do seu direito de voto.

A pesquisa realizada é eminentemente de direito empresarial com incursões em direito administrativo, tangenciando ainda o direito constitucional e civil, haja vista que ao estudo proposto analisou-se o interesse público, o exercício do direito de voto ou veto da administração pública titular de ação preferencial de classe especial (*golden share*), bem como suas repercussões em eventual exercício abusivo.

Os institutos de Direito Constitucional e Administrativo serão fundamentais na análise da real intenção do Constituinte ao inserir o artigo 173, §1º e se as *golden shares* estariam abarcadas nesse ditame constitucional. Quanto ao detido estudo dessa classe acionária especial e os limites do exercício do direito de voto pela Administração Pública, se realiza uma imersão no Direito Constitucional, Direito Administrativo, no Direito Empresarial e Direito Civil. Evidencia-se, desta forma, que o tema não pode ser estudado isoladamente, já que o próprio objeto da pesquisa não se limita a questões técnico-jurídicas, exigindo um cruzamento de algumas perspectivas disciplinares.

Partindo-se da linha de sentido doutrinário e jurisprudencial, que “*configura-se a partir de um novo modo de assumir metodicamente a dialética entre sistema e problema, enquanto coordenadas complementares e irredutíveis do juízo jurídico*” (GUSTIN; DIAS; 2006: 21), a pesquisa desenvolvida é do tipo genérico jurídico-descritivo, a que se associa ao tipo jurídico-comparativo.

Em termos de tipo metodológico, optou-se pela pesquisa teórica e de campo.

A vertente de pesquisa adotada é a sociológico-jurídica (efeitos da norma no meio social). Sobressaindo os raciocínios indutivo-dedutivo e o dialético, que permitem a adequada conjugação dos dados obtidos nos diversos setores do conhecimento analisados. Viabilizando-se, ainda assim, a possibilidade de adoção de outros raciocínios que tenham se apresentado pertinentes no curso do trabalho.

Ao longo da pesquisa, quanto a natureza dos dados e das fontes, foram trabalhadas fontes primárias e secundárias, que forneceram os dados utilizados ao longo da pesquisa. Partimos dos dados fornecidos pela legislação regente à espécie (fonte primária) e trabalhos legislativos como fontes primárias, bem como bibliografia jurídica empresarial (fonte secundária), administrativista (fonte secundária), constitucional (fonte secundária) e civil (fonte

secundária) selecionada, bem como análise da jurisprudência da Corte de Justiça da União Europeia (fonte primária).

Como procedimentos viabilizadores das técnicas de pesquisa pretendidas, realizou-se coleta das legislações relativas às participações societárias estatais e especificamente das *golden shares*, os limites do exercício do direito de voto, levantamento bibliográfico e de dados públicos com a análise de conteúdo e sua depuração, bem como apreciação de Atas e das Propostas de Administração para as Assembleias Gerais do período destacado para a metodologia de pesquisa disponibilizados por empresas desestatizadas, e, ainda, realizou-se entrevista do tipo semiestruturada com o Coordenador-Geral de Participações Societárias do Tesouro Nacional para melhor compreensão do fluxo de formação e exteriorização da vontade estatal.

2. O ESTADO COMO ATOR DE MERCADO

2.1. Contornos sobre a posição estatal e o mercado

A essência da função estatal é calcada na promoção do bem-estar social, se subdividindo em diversas perspectivas, seja material, imaterial ou temporal.

Do ponto de vista material, o Estado é um provedor de bem-estar para a sociedade com fundamento na equidade (igualdade real). No que tange ao prisma imaterial da promoção do bem-estar social pelo Estado leva-se em conta condições políticas, sociais, culturais e ambientais. E quanto ao aspecto temporal leva-se em conta o bem-estar intergeracional, apontando reflexos entre gerações pelo transcurso do tempo oriundos de decisões econômico-financeiras estatais (RODRIGUES; 2004: 29).

Com isso, para se aferir o grau de necessidade de intervenção estatal na economia é importante delimitar o estágio em que a nação se encontra para fins de bem-estar, ou seja, se a intervenção será maior ou menor e em quais segmentos da economia (RODRIGUES; 2004: 30).

Isso porque, numa sociedade em que há prementes carências de saneamento básico, distribuição de energia, promoção da cultura e outras necessidades basilares ao mínimo existencial, justifica-se uma atividade mais incisiva e direta do Estado para sanar tais demandas, o que acaba sendo relegado pelo particular por se tratar de infraestrutura de alto custo com baixo retorno a curto e médio prazo (RODRIGUES; 2004: 30).

Assim, se conclui com certa facilidade que a atuação estatal como ator de mercado se pauta pelo princípio da subsidiariedade, o que faz com que seu protagonismo em determinados setores seja pautado pela necessidade de se preencher lacunas sociais, econômicas e culturais as quais não foram supridas pelo particular e se mostram como essenciais ao bem-estar social de uma nação. Essa intervenção estatal em atividades econômicas pode se dar das mais variadas formas, seja diretamente por sociedades empresárias criadas para tal desiderato público, seja por participações minoritárias em sociedades empresárias privadas já existentes ou até por subvenções e incentivos à determinadas atividades, bem como ao próprio investimento público em pesquisa e novas tecnologias que paulatinamente acabam por viabilizar o desenvolvimento de atividades econômicas por particulares (RODRIGUES; 2004: 31).

Ponto relevante, é que o Estado também atua como verdadeiro empreendedor, sendo certo que o empreendedorismo não se resume a capital de risco ou *start-ups*, mas também serve

para suprir eventual indisposição de agentes econômicos a assunção de riscos para exercer determinadas atividades, justificando a atuação estatal no mercado, conforme aponta estudo de MAZZUCATO (2014: 25). Destaca a autora (2014: 26) a incisiva atuação do Estado no desenvolvimento de novas tecnologias, seara em que o investidor privado não costuma ser pioneiro por conta da necessidade de se alocar grandes montas de recursos com alto risco, infirmo o binômio custo-benefício:

O Estado... “totalmente” desenvolvendo inovações? Sim, a maioria das inovações radicais, revolucionárias, que alimentaram a dinâmica do capitalismo – das ferrovias à internet, até a nanotecnologia e farmacêutica modernas – aponta para o Estado na origem dos investimentos “empreendedores” mais corajosos, incipientes e de capital intensivo. E como será demonstrado cabalmente no capítulo 5, todas as tecnologias que tornaram o iPhone de Jobs tão “inteligente” [*smart*] foram financiadas pelo governo (internet, GPS, telas sensíveis ao toque [*touch-screen*] e até o recente comando de voz conhecido como SIRI. Tais investimentos radicais – que embutiam uma grande incerteza – não aconteceram graças a investidores capitalistas ou “gênios de fundo de quintal”. Foi a mão visível do Estado que fez essas inovações acontecerem. Inovações que não teriam ocorrido se fôssemos esperando que o “mercado” e o setor comercial fizessem isso sozinhos – ou que o governo simplesmente ficasse de lado e fornecesse o básico.

A atuação contundente do Estado em atividades econômicas pode servir de catalisador do aquecimento econômico, desenvolvimento da indústria nacional e o surgimento de novas tecnologias. Assim, o intervencionismo estatal deve ser visto de uma forma mais holística e não de maneira segmentada, sendo um verdadeiro aliado da economia nacional, mesmo que em determinado momento, não sendo razoável crer que a atuação ativa, pura e simples, do Estado na economia seja tida como simplesmente algo pernicioso àquela nação por uma suposta violação ao “sistema de livre mercado”.

MAZZUCATO (2014: 27) aponta os Estados Unidos como um dos países mais intervencionistas quando o assunto diz respeito a inovação, citando diversos exemplos que demonstram o paradoxo de um país que costuma ser conhecido por ser o mais representativo dos “benefícios do livre mercado” ser, em verdade, um ferrenho intervencionista e protecionista de seu mercado interno.

A forma como o Estado se utiliza da estrutura empresarial para conduzir parte de suas atividades não é um aspecto insignificante, muito pelo contrário, se afigura como relevante e estratégico. Essa escolha não é obra do acaso, sendo uma decisão consciente do Administrador Público. O modelo empresarial, com suas características próprias, é adotado com o objetivo de

alcançar maior eficiência em atividades em que a roupagem empresarial ao Estado acaba por lhe trazer mais benefícios e incrementos econômicos (SCHWIND; 2017: 47).

Como característica dessa intervenção estatal na economia se tem a participação societária estatal, seja com o controle da Administração Pública por meio de empresas públicas e sociedades de economia mista (essa última sendo a espécie mais utilizada, como aponta ARAGÃO; 2009: 39) e suas subsidiárias, seja com a participação estatal minoritária em sociedades empresárias privadas. Com isso, o Estado figura na relação societária como um acionista e parceiro do particular, aproximando o setor público do privado, seja auxiliando na gestão ou no aporte de recursos, sem que tenha o efetivo controle acionário, ainda que, eventualmente, seja titular de prerrogativas especiais não extensivas ao particular.

A Constituição da República em seu artigo 173, §1º, preconiza que a exploração de atividade econômica por parte do Estado não é tida como regra; sendo excepcional e episódica a referida intervenção estatal.

Quanto à abrangência da atuação estatal, DI PIETRO (2023: 547) leciona que

a atuação do Estado não se limita aos serviços públicos; ele às vezes sai da órbita de ação que lhe é própria e vai atuar no âmbito da atividade reservada essencialmente a iniciativa privada; trata-se da atividade de intervenção, que compreende, além da regulamentação e fiscalização da atividade econômica de natureza privada (intervenção indireta), também a atuação direta no domínio econômico, o que se dá por meio das empresas estatais (intervenção direta).

Portanto, o Estado e o mercado dispõem de uma interrelação que pode ser saudável para economia quando utilizada com parcimônia pelo Administrador Público que deve ter a sensibilidade de se buscar propiciar o desenvolvimento econômico nacional e o incremento de atividades que o particular não teve condições ou interesse de se imiscuir pelas mais variadas razões (seja por alto custo de pesquisa e desenvolvimento, assunção elevada de risco na atividade ou até longo prazo para se ter o retorno do investimento).

2.2. O Estado como acionista majoritário

No Brasil, em meados do século XIX, iniciou-se uma fase embrionária e rudimentar de intervenção estatal na atividade econômica, servindo o Estado, muitas vezes, como garantidor contra fracassos da iniciativa privada, na medida em que subsidiava indústrias e serviços públicos específicos, como ferrovias, indústria de navegação, portos e instituições financeiras.

Nessa época, inclusive, havia um tratamento diferenciado de empresas privadas por parte do Estado, que destacava alguns segmentos que teriam garantias estatais contra falências, consoante apontam MUSACCHIO e LAZZARINI (2015: 104).

Já na era Vargas a partir de 1934 foi implementada uma política protecionista da indústria nacional, com a estatização de diversas empresas privadas, notadamente, no setor de infraestrutura. Isso porque várias medidas adotadas inviabilizaram investimentos e tornaram pouco interessante o retorno à investidores, fazendo com que empresas privadas alienassem suas participações societárias ao Estado (2015: 105). Dois motivos se mostram como principais: necessidade de intervenção estatal para promoção da industrialização e para fortalecer a indústria nacional para torná-la atrativa para investidores estrangeiros, uma vez que o mercado de capitais estava em crise (pós *crash* da Bolsa de 1929) e os investidores estavam menos propensos a assumir riscos com a fundação de novas empresas. Dessa forma, o Estado assumiria a postura ostensiva de *garantidor* do sucesso do negócio ou, ao menos, exerceria a função de investidor de grandes empreendimentos os quais o particular não teria capital para se aventurar ou até interesse em assumir tais riscos. Não se pode olvidar, também, que o desenvolvimento tardio do capitalismo no Brasil foi oriundo da debilidade do empresariado nacional que não tinha condições de reunir recursos para investir em projetos de maior vulto e longa maturação, fazendo com que o Estado interviesse enquanto agente econômico para coordenar atividades da cadeia produtiva (PINTO JUNIOR; 2013:38).

No período da Segunda Guerra Mundial, Vargas se deu conta de que o Brasil não poderia ficar à mercê do mercado internacional para obter produtos industrializados, pois até então se exportava habitualmente apenas a matéria prima. Com isso, o Estado envidou esforços para desenvolver a indústria siderúrgica e de mineração, com a criação da Companhia Siderúrgica Nacional (CSN) e da Companhia Vale do Rio Doce (CVRD), sociedades de economia mista com pouca participação de capital privado (MUSACCHIO e LAZZARINI; 2015: 107). Posteriormente, na década seguinte foi criada, através da Lei nº 2.004/53, a Petróleo Brasileiro S.A. – Petrobras¹⁹, após exaustivo debate político sobre o modelo a ser adotado na exploração de petróleo no país, uma vez que a demanda por petróleo cresceu rapidamente, o que levou a conclusão de que o setor precisava de expansão com urgência.

Oportuno salientar que essa criação de novas empresas estatais contou com apoio financeiro do então Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico (BNDE) criado em 1952, sendo oriundo de estudos conjuntos dos governos do Brasil e Estados Unidos. O BNDE atuava

¹⁹ A Lei nº 2004/53 criou a Petrobras com a concessão do monopólio da exploração, extração, refino e transporte de petróleo bruto e produtos refinados no país.

como uma espécie de *holding* das siderúrgicas brasileiras nas décadas de 60 e 70, exercendo efetivo controle de algumas das maiores empresas do país.

Em 1956, o BNDE e o Estado de São Paulo fundaram a Companhia Siderurgica Paulista – COSIPA, sendo que o banco iniciava sua atuação como minoritário, mas no decorrer do tempo injetou capital o converteu acionista majoritário (MUSACCHIO e LAZZARINI; 2015: 108).

Em Minas Gerais também se verificou parecida situação com a de São Paulo, que em 1956 foi fundada a Usina Siderurgica de Minas Gerais – Usiminas, financiada em parte pelo Estado de Minas Gerais e com controle de acionistas japoneses, sendo que no final da década de 60 o controle passou a ser exercido pelo BNDE.

A intervenção do BNDE foi se tornando tão relevante para o desenvolvimento nacional que nos anos 70 começou a investir diretamente no capital de empresas.

Assim, em 1982 acresceu-se o “S” ao nome do banco, agregando a característica de desenvolvimento social, para apoiar financeiramente o desenvolvimento da indústria nacional com a disponibilização de capital para investimentos, sendo chamado de BNDES. sendo que tal função será explorada mais adiante no tópico seguinte quando falaremos do Estado como investidor minoritário. E no mesmo ano, para se viabilizar a participação direta em atividades empresárias com estratégia de gestão foi criado o BNDES Participações – BNDESPAR (MUSACCHIO e LAZZARINI; 2015: 109).

O Estado brasileiro, por vezes, se voltou ao empreendedorismo, favorecendo o crescimento econômico em diversos segmentos. Para tanto, grandes empreendimentos estatais favoreciam, inclusive, o desenvolvimento de regiões inóspitas no país, a exemplo de Carajás, no Pará, onde a Companhia Vale do Rio Doce direcionou sua atividade de exploração de jazidas minerais.

A diversificação e expansão das empresas estatais já existentes encontram fundamento na política expansionista encampada pelos militares, no sentido de que o setor público produtivo deveria ocupar espaços vazios deixados pela iniciativa privada. Nesse contexto surgiram empresas como Embraer para fabricação de aeronaves comerciais e militares, e a Nuclebras como responsável pelo ambicioso programa nuclear brasileiro, que incluía a produção doméstica de enriquecimento de urânio (PINTO JÚNIOR; 2013: 34).

PINTO JÚNIOR (2013: 36) destaca que, durante os governos militares, a política econômica procurou fortalecer o empreendimento privado e definir melhor o papel exercido pelas empresas estatais para evitar conflitos de interesses ou justaposição de atuações. Em regra, o capitalismo de Estado não exclui a economia de mercado, mas deve-se levar em conta que há uma linha tênue entre a atuação estatal e os agentes privados, considerando-se sempre a

definição dos papéis de cada um no ciclo produtivo, os quais devem ser complementares e não superpostos a ponto de concorrerem entre si, viabilizando-se a harmonia da convivência público-privada.

Diante do desenvolvimento do *capitalismo de Estado*²⁰, foi promulgado o Decreto-Lei nº 200 de 1967, alterado pelo Decreto-Lei 900 de 1969, que dispôs sobre a organização da Administração Pública Federal e a Reforma Administrativa, trazendo em seu arcabouço a previsão de que às empresas estatais seria dispensado o mesmo tratamento da iniciativa privada²¹. Com tal previsão buscou-se assegurar isonomia no tratamento das sociedades que exploravam atividade econômica, tanto pública quanto privada, com escopo de viabilizar que a Administração Indireta também acompanhasse o dinamismo das relações entre particulares. No artigo 6º do Decreto-Lei nº 200/67 inseriu-se no ordenamento jurídico o alinhamento de cinco princípios fundamentais: planejamento, coordenação, descentralização, delegação, de competência e controle. Teoricamente, ao menos, buscava-se perseguir maior eficiência na atividade administrativa.

O desafio de compatibilização dos entraves estatais com o dinamismo característico das relações privadas faz com que o Estado tenha que aprimorar sua atuação e sua governança quando intervém no domínio econômico através de empresas estatais. Tanto é verdade que, ao assumir a posição de acionista majoritário e controlador numa sociedade de economia mista, são aplicáveis ao Estado todas as disposições da Lei das S.A. no que diz respeito aos direitos dos acionistas minoritários, representando uma garantia maior aos investidores privados que sabem que poderão recorrer a algum tipo de controle dos atos dos administradores mesmo no caso de administradores públicos.

CARVALHO FILHO (2015: 638) ressalta que a natureza de direito privado das sociedades de economia mista facilita sua gestão e viabiliza uma participação no mercado mais próxima das empresas privadas.

²⁰ Capitalismo de Estado é a expressão utilizada por Mussachio e Lazzarini, em sua obra *Reinventando o Capitalismo de Estado - O Leviatã nos negócios: Brasil e outros países*, para definir as intervenções estatais na atividade econômica em suas mais diversas formas.

²¹ Dec.-Lei 200/67 - Art. 27. (...)

Parágrafo único. Assegurar-se-á às empresas públicas e às sociedades de economia mista condições de funcionamento idênticas às do setor privado cabendo a essas entidades, sob a supervisão ministerial, ajustar-se ao plano geral do Governo.

É preciso ter em conta, porém, o objetivo que inspirou o Estado a criar esse tipo de pessoa de natureza empresarial. Como os órgãos estatais se encontram presos a uma infinita quantidade de controles, o que provoca sensível lentidão nas atividades que desempenha, essas pessoas administrativas, tendo personalidade de direito privado, embora sob a direção institucional do Estado, possibilitam maior versatilidade em sua atuação, quando voltadas para atividades econômicas. O Estado, através delas, se afasta um pouco de seu pedestal como Poder/bem-estar social para assemelhar-se, de certa maneira, a um empresário, que precisa de celeridade e eficiência para atingir seus objetivos.

Outro ponto que se deve realçar é o de que o fato de terem personalidade jurídica de direito privado não as coloca no nível de exata igualdade com as pessoas nascidas da iniciativa privada. E nem poderia ser assim, vez que naquelas é o Estado o grande comandante. A respeito do tema, teceremos outros comentários quando do exame de seu regime jurídico.

Em busca do aprimoramento da atuação estatal, em 2016 foi publicada a Lei nº 13.303, denominada Estatuto Jurídico das Empresas Estatais, dando maior eficiência a sua gestão, ao mesmo tempo em que aumenta as possibilidades de controle dos atos de seus gestores. A mencionada legislação também trouxe definições jurídicas que visam dirimir eventuais dúvidas terminológicas, a exemplo de seu artigo 4º que conceitua sociedade de economia mista, sendo que para tal definição leva-se em consideração o critério acionário majoritário por parte do Estado.

Em regra, o fato de um acionista deter a maioria das ações não representa automaticamente o exercício do poder de controle. Todavia, no caso das sociedades de economia mista tal situação é coincidente, ou seja, a pessoa jurídica de direito público que detém a maioria do capital social, também exerce seu controle, sendo um poder-dever do Estado.

2.2.1. O exercício de controle estatal

Ponto delicado é a confluência da autonomia gerencial em uma sociedade anônima e a centralização governamental, o que pode trazer sérios impactos na governança de uma empresa estatal. Isso porque, comumente, o Estado tem interesses que vão de encontro aos interesses dos demais acionistas, gerando conflitos difíceis de serem solucionados. EIZIRIK (2011: 387) salienta que:

ao definir a figura do acionista controlador, permitindo a identificação do poder de controle acionário, a Lei das S.A. superou a “ficção democrática” da sociedade anônima que acarretava a diluição das responsabilidades pelas deliberações sociais, uma vez que prevalecia até então a noção de que as

decisões eram tomadas pela comunhão dos acionistas, como se não existissem acionistas controladores e minoritários.

O exercício do controle acionário por parte do Estado deve ser pautado pela transparência quanto ao propósito da função empresarial da sociedade estatal que foi criada, funcionando como uma bússola para efetividade da missão pública ínsita ao seu objeto social. Assim, o Estado, valendo-se da posição de controlador, direcionará a sociedade de economia mista, através do conselho de administração e demais órgãos societários, à consecução do interesse público primariamente firmado, sem relegar a segundo plano os interesses dos demais acionistas minoritários. A existência do conselho de administração, cuja maioria é eleita pelo Estado-controlador, de acordo com suas diretrizes políticas, serve como balizador para que condutas do controlador não sejam autoritárias e despóticas, descentralizando a gestão e diluindo o peso de decisões fundamentais ao andamento das atividades sociais, as quais podem, eventualmente, gerar conflitos de interesses com o bloco de investidores minoritários.

É importante frisar que o Estado, mesmo exercendo sua potestade de controlador, deve seguir os deveres fiduciários aplicáveis aos administradores em geral previstos na Lei nº 6.404/76 em seu artigo 116, os quais servem como garantia patrimonial tanto para a companhia quanto para os acionistas minoritários (SALOMÃO FILHO; 2006: 177).

O ente público pode se valer de profissionais desvinculados da administração pública para que sejam porta-vozes de grupos de interesses relevantes, a fim dar maior eficiência à gestão e competitividade à empresa estatal. O conselho de administração como órgão responsável pela formação de vontade social, para onde convergem interesses tanto de natureza patrimonial quanto coletiva, tem o escopo de aprimorar a qualidade das políticas empresariais, viabilizando maior capacidade de reação às mudanças que constantemente ocorrem em seu entorno e demandam respostas ágeis. Por outro lado, o Estado exercendo o controle societário, dispõe da prerrogativa de conduzir as condutas para o fim a que deseja, funcionando, na prática, como instância superior e revisora das deliberações do conselho de administração, dando a palavra final quanto ao interesse público (PINTO JUNIOR; 2013: 177).

Tem-se que o Estatuto Jurídico das Estatais (Lei nº 13.303/16) valoriza a estrutura interna de governança das empresas estatais, erigindo-as a verdadeiros instrumentos de controle social. O Estatuto Jurídico das Estatais deixa claro que o legislador adotou o denominado

*stakeholder model*²². cuja abordagem se enfatiza a importância de considerar os interesses de todas as partes envolvidas e afetadas pela atividade empresarial.

O controle direto por parte do Estado não influencia diretamente as atividades rotineiras empresariais, assumindo feição mais incisiva quanto aos fins a que se destina a estatal. Para o Estado orientar as atividades sociais deve se valer das instâncias deliberativas da sociedade, sem tolher a capacidade de iniciativa dos órgãos de administração, os quais são delimitados pela Lei das S.A. e podem ter maior detalhamento de funções no estatuto social.

O processo de formação e efetivação da vontade estatal destinada a orientar e direcionar a atuação da empresa estatal é dotada de certo formalismo institucional, diferindo da iniciativa privada, sendo estabelecida através de instâncias decisórias e com competência para deliberar sobre tal assunto. A relevância da composição do conselho de administração é inegável, uma vez que funciona como um mecanismo de interlocução do Estado-controlador com os gestores da estatal. Sendo que tal colegiado cumpre seu papel de fixar orientação geral quanto aos negócios da companhia. Todavia, por conta do interesse público que norteia o objeto social de uma estatal, não faz sentido o distanciamento do Estado em relação às atividades sociais, a fim de que implemente o controle gerencial, o qual é característico de companhias de capital diluído inerente aos particulares.

Conforme assevera PINTO JÚNIOR, o Estado não pode abdicar da função de controlador, mediante atribuição de independência irrestrita aos administradores e a criação de incentivos econômicos para motivá-los a perseguir a maximização de lucros, a exemplo do que sucede na iniciativa privada. Deve se levar em consideração que o exercício do controle associado a participação majoritária tem a função de dar efetividade a vontade publicista (2013: 180-181).

Dadas as constantes críticas acerca da baixa *performance* de algumas empresas estatais em diversas partes do mundo e também ocorrências de indevida ingerência estatal na rotina empresarial, a Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) em seu “Guia de Governança Corporativa em Empresas Estatais”²³ recomenda o melhoramento da

²² Definição clássica trazida por FREEMAN (1984: 46) de que *qualquer grupo ou indivíduo que pode afetar ou é afetado pela realização dos objetivos da empresa*.

²³ OECD Guidelines on Corporate Governance of State-Owned Enterprises, 2015 Edition - Item II - The state's role as an owner - *The state should act as an informed and active owner, ensuring that the governance of SOEs is carried out in a transparent and accountable manner, with a high degree of professionalism and effectiveness* (p. 20). Disponível em <http://www.oecd-ilibrary.org/governance/oecd-guidelines-on-corporate-governance-of-state-owned-enterprises-2015_9789264244160-en;jsessionid=4410aqijgm12h.x-oecd-live-03>. acesso em 10.10.2017.

função de controlador do Estado, com o constante aprimoramento da gestão das estatais através de uma política consistente controle, primando pela transparência na busca de profissionalismo e efetividade, sendo indispensável conferir maior autonomia de gestão aos administradores sociais, que passariam a ter ampla liberdade de decisão sobre nível de emprego, política de investimento e fixação de preços, cabendo-lhes ainda zelar para que o investimento acionário do Estado seja devidamente remunerado, sem se preocuparem com o cumprimento de objetivos não econômicos (PINTO JÚNIOR; 2013: 181). Entretanto, tais recomendações, embora valiosas, se afiguram um pouco perigosas por atribuir muita autonomia ao administrador, devendo ser interpretadas *cum grano salis*, ao passo que a sociedade estatal não deve se descolar de seu escopo público, ou seja, não econômico, sob pena de concorrer de forma perniciososa com o particular na exploração de atividade econômica propriamente dita.

O acesso de estatais ao mercado de capitais como forma de financiamento privado demanda, realmente, maior controle e profissionalismo de sua gestão, até para que o investidor particular possa se interessar em aportar seu capital, diminuindo o conflito de interesses inerente a relação dicotômica entre o público e privado presentes numa estatal. Todavia, deve-se ter um equilíbrio de forças e interesses para que o público não sobrepuje ao privado e vice-versa, porquanto não haveria razão de ser da criação e manutenção do empreendimento estatal.

Caso o Estado realmente tenha interesse em intervir de forma incisiva deverá utilizar a empresa pública para tanto e não se valer de recursos de acionistas privados através de sociedades de economia mista.

Nesse contexto, o Estatuto Jurídico das Estatais (Lei nº 13.303/16) foi inserido no ordenamento para dar respaldo legal a tal equilíbrio entre os interesses, buscando delinear a atuação das estatais tanto no escopo público quanto no privado, atribuindo maior profissionalismo à gestão, buscando diminuir a intervenção político-estatal historicamente tão prejudicial aos interesses dos investidores, da sociedade e da própria empresa estatal. Tanto o é, que essa legislação dedicou uma seção inteira ao tema “Acionista Controlador” (Seção II), preconizando que a sociedade estatal deverá ter um código de conduta aplicável à alta administração, para que o controlador mantenha a independência do Conselho de Administração, bem como prevê a responsabilidade do controlador por abuso de poder em sociedades de economia mista e empresas públicas, nos termos da Lei das S.A.²⁴

²⁴ Art. 14. O acionista controlador da empresa pública e da sociedade de economia mista deverá:
I - fazer constar do Código de Conduta e Integridade, aplicável à alta administração, a vedação à divulgação, sem autorização do órgão competente da empresa pública ou da sociedade de economia mista, de informação que possa

NESTER (2016: 134) ressalta que

em última análise, o art. 14 da Lei 13.303/2016 reflete a expectativa que deposita no acionista controlador para que, no exercício do poder de controle que detém sobre a companhia, adote uma postura ativa para que esses objetivos relacionados com a boa governança corporativa sejam alcançados.

A posição de acionista controlador pelo Estado demanda uma atuação responsável e parcimoniosa, tendente a respeitar os interesses dos demais acionistas, exercendo uma gestão equilibrada com o interesse público e interesses sociais, dispondo de respaldo normativo tanto pela LSA quanto pelo Estatuto Jurídico das Estatais.

2.3. Participação estatal minoritária e as *golden shares*

Ponto relevante é o estudo da posição estatal como investidor minoritário em empresas privadas. O Estado se vale das mais variadas formas de investimento na iniciativa privada, seja como forma de socorro a empresas em dificuldades financeiras, seja em hipóteses de aquisição direta de participações societárias, incluindo, também, a participação utilizada em desinvestimentos.

MUSACCHIO e LAZZARINI (2015: 230), aplicando a denominada lógica de Williamson²⁵ às intervenções estatais na economia, ressaltam que há duas visões alternativas acerca da razão pela qual o Estado acaba por se tornar acionista minoritário. A primeira seria a tentativa de manutenção da intervenção político-econômica em certas localidades por meio de

causar impacto na cotação dos títulos da empresa pública ou da sociedade de economia mista e em suas relações com o mercado ou com consumidores e fornecedores;

II - preservar a independência do Conselho de Administração no exercício de suas funções;

III - observar a política de indicação na escolha dos administradores e membros do Conselho Fiscal.

Art. 15. O acionista controlador da empresa pública e da sociedade de economia mista responderá pelos atos praticados com abuso de poder, nos termos da [Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976](#).

²⁵ Oliver E. Williamson, citado por MUSACCHIO e LAZZARINI, publicou artigo sobre méritos relativos do capital próprio (patrimônio líquido) e do capital de terceiros (passivo exigível ou dívida), em função do perfil de ativos da empresa. Williamson argumenta que os ativos irrecuperáveis (*non-redeployable*) (como unidades industriais e equipamentos exclusivos) são bem atendidos por capital próprio, em consequência da maior flexibilidade desse modo de financiamento. Enquanto o capital de terceiros exige retorno fixo ao longo da duração do contrato, o capital próprio é capaz de adaptar-se melhor às mudanças de circunstâncias que possam afetar negativamente o valor desses ativos. Além disso, os acionistas têm mais discricionariedade para reunir-se e debater estratégias destinadas a reorganizar a empresa e para adotar horizonte temporal mais longo a fim de promover as mudanças necessárias.

Disponível em:

<https://www.researchgate.net/publication/4912426_Corporate_Finance_and_Corporate_Governance> Acesso em 17/02/2025.

entrelaçamento com capitalistas locais. A segunda visão trata-se da político-partidária (que em nossa visão é a mais perniciosa), que consiste na alocação de recursos públicos em determinadas empresas como forma de investimentos em ações, por motivos políticos, talvez porque os acionistas particulares tenham ligações de compadrio e queiram acesso a capital barato. Assim, de acordo com tais visões, quando o Estado detém participação minoritária, tal participação nem sempre deve ser associada a melhoria de desempenho ou a de investimento (MUSACCHIO e LAZZARINI; 2015: 231).

Fato importante no contexto de investimento público em empresas privadas é que pode haver melhorias de desempenho da sociedade empresária, com a ampliação de oportunidades de investimentos, mas isso não é regra. Isso porque, muitas vezes o investimento público traz conforto e segurança maior ao particular, uma vez que os investimentos estatais são em projetos com amadurecimento mais lento, ou seja, realizados mais a longo prazo, não demandando um retorno tão ágil quanto requer o investidor particular (MUSACCHIO e LAZZARINI; 2009: 231).

Oportuno salientar que a propriedade minoritária do Estado atenua a intervenção política na gestão social, solucionando alguns problemas de agência²⁶ que normalmente ocorrem quando o Estado é o controlador (MUSACCHIO e LAZZARINI; 2015: 231).

A atuação estatal com participação minoritária como forma de fomento tem, inclusive, previsão legal, a exemplo da Lei nº 10.973/04 em seu artigo 5º preconiza que:

São a União e os demais entes federativos e suas entidades autorizados, nos termos de regulamento, a participar minoritariamente do capital social de empresas, com o propósito de desenvolver produtos ou processos inovadores que estejam de acordo com as diretrizes e prioridades definidas nas políticas de ciência, tecnologia, inovação e de desenvolvimento industrial de cada esfera de governo.

Assim, como alternativa de fomento, a atuação estatal serve para alavancar negócios e a atividade econômica de sociedade empresária carente em investimentos, servindo, inclusive, para dar maior segurança ao empreendimento.

A fim de impulsionar setores estratégicos da economia nacional, o Estado pode também investir em empresas privadas, podendo ter poderes limitados de ingerência na condução dos negócios sociais. ARNOLDO WALD (1954 *apud* PINTO JÚNIOR; 2013: 194) entende que a

²⁶ Problemas de agência são caracterizados, basicamente, pelo fato de haver gestores cujos objetivos não se alinham com os propósitos da empresa, o que impacta seriamente sua gestão, sendo muito recorrente em empresas estatais até pela ingerência política a que estão sujeitas.

modalidade de investimento estatal seria o mais inteligente ao Estado, do que se propiciar uma simples subvenção de empresa privada. O autor salienta que:

nas sociedades em o Estado é minoritário, a participação pública veio substituir vantajosamente o antigo sistema de subvenções. Os poderes públicos, operando para incentivar a produção nacional, especialmente nos países subdesenvolvidos, que se caracterizam pela falta de capitais particulares vultosos, preferiram a técnica de sociedade de economia mista com participação estatal minoritária à subvenção, já que na mesma empresa mista, o Estado tem maior controle e conhecimento direto das atividades sociais, evitando assim que os fundos públicos sejam utilizados de modo diverso ou contrário à finalidade a que se destinavam.

As políticas de participação acionária em sociedades empresárias privadas no Brasil, na esfera federal, ficam a cargo do BNDES Participações S.A. (BNDESPAR) subsidiária integral do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), sendo que esse último aporta capital em tais sociedades em troca de participação societária para sua subsidiária (braço de investimentos da instituição financeira). Em grande parte das vezes o BNDESPAR possui, inclusive, assento no Conselho de Administração como forma de influenciar as decisões societárias e viabilizar o retorno de seu investimento, funcionando, inclusive, como uma forma de fiscalização acerca da correta destinação da quantia emprestada.

É importante esclarecer que, não é o simples fato de o BNDES fornecer linhas de crédito ao empresariado que faz com que, necessariamente, seja adquirida a participação acionária em tais sociedades, prescindindo de contratos específicos que envolvem vultosas importâncias financeiras, os quais necessitam de garantias maiores para sua execução, bem como se fez necessária a otimização da gestão da sociedade beneficiada pela linha de crédito. Tal participação societária não tem *animus* permanente, sendo definida sua retirada dos quadros sociais através do mercado de capitais, em regra, quando obteve o retorno de seu investimento.

PINTO JÚNIOR ressalta que o papel do BNDES acabou desvirtuado ao socorrer empresas em dificuldades financeiras, assumindo inclusive o controle acionário de algumas delas. Tais operações tinham característica de estatização anômala, pois implicavam apenas na socialização do prejuízo, enquanto os lucros eram objeto de apropriação exclusivamente privada (2013: 195).

Como forma de oferecer ajuda financeira a projetos públicos e privados para fomentar o desenvolvimento nacional o BNDES pode exigir a alteração do estatuto social para que se insira a previsão de classe de ações preferenciais com *vantagens políticas*, assegurando o direito

de eleger representante no Conselho de Administração e, ainda, poder de veto em modificações estatutárias, conforme preceitua o artigo 18 da Lei nº 6.404/76²⁷ (PINTO JÚNIOR; 2013: 196).

Demonstrando a *mens legislatoris* de tal previsão legal, tem-se que na exposição de motivos da Lei das S.A.²⁸ esclareceu-se a razão dessa inserção no projeto de lei sancionado: o artigo 18, albergando no ordenamento práticas usuais, inclusive nas participações do BNDES, autorizando a atribuição à determinadas classes de ações preferenciais do direito de eleger representantes nos órgãos de administração e do poder de veto em modificações estatutárias.

Pode-se concluir que o legislador buscou dar efetividade à atuação do BNDES não só como instituição financeira, mas também como um participante ativo no fomento e socorro de empresas em dificuldades financeiras e de gestão, viabilizando sua atuação como acionista com preferências diferenciadas em relação aos demais acionistas (PINTO JÚNIOR; 2013: 196).

Como acionista minoritário, o Estado pode buscar corrigir algumas falhas de mercado, inclusive regionais, podendo também melhorar o desempenho da atividade do particular, bem como sua gestão, ao contrário do que ocorre em empresas estatais com baixo desenvolvimento de governança. Ademais, o administrador público, ao considerar participações acionárias minoritárias em capital privado, deve ter em mente setores politicamente sensíveis, os quais podem ser extremamente relevantes para o desenvolvimento nacional.

Outra forma relevante pela qual o Estado se vale da posição de acionista minoritário é a realizada em políticas de desestatização, na qual se institui ações preferenciais de classe especial denominadas *golden shares* (cujo estudo será mais aprofundado no capítulo seguinte), que conferem ao Estado poderes de voto e veto em decisões estratégicas em assembleia geral, a teor do §7º do artigo 17 e art. 18 da Lei das S.A.²⁹.

²⁷ Art. 18. O estatuto pode assegurar a uma ou mais classes de ações preferenciais o direito de eleger, em votação em separado, um ou mais membros dos órgãos de administração.

Parágrafo único. O estatuto pode subordinar as alterações estatutárias que especificar à aprovação, em assembleia especial, dos titulares de uma ou mais classes de ações preferenciais.

²⁸ Disponível em <<https://www.gov.br/cvm/pt-br/acesso-a-informacao-cvm/institucional/sobre-a-cvm/EM196Lei6404.pdf>>. Acesso em 12.08.2023.

²⁹ 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.

Art. 18. O estatuto pode assegurar a uma ou mais classes de ações preferenciais o direito de eleger, em votação em separado, um ou mais membros dos órgãos de administração.

A figura da *golden share* foi inserida no ordenamento jurídico pátrio por meio das Leis nºs 8.031/90 e 9.491/97, que diziam respeito ao Programa Nacional de Desestatização. Na Lei das S.A., foi inserida em 2001 por meio da Lei nº 10.303.

O artigo 8º da Lei nº 8.031/90, preconizava:

Artigo 8º. Sempre que houver razões que o justifiquem, a União deterá, direta ou indiretamente, ações de classe especial do capital social de empresas privatizadas, que lhe confirmam poder de veto em determinadas matérias, as quais deverão ser caracterizadas nos estatutos sociais das empresas, de acordo com o estabelecido no art. 6º, inciso XIII e §§ 1º e 2º desta Lei.

Inicialmente, os poderes conferidos às *golden shares* eram exclusivamente limitados ao poder de veto, conforme regulamentação do Decreto nº 99.463/90 que em seu artigo 40 previu:

Artigo 40. Havendo razões que o justifique, a União deterá ações de classe especial do capital social da sociedade privatizada, que conferirão poder de veto de determinadas matérias previstas no respectivo estatuto.

Por seu turno, a Lei nº 9.491/97 revogou a Lei nº 8.031/90 aumentando o espectro de abrangência das *golden shares*, cujo poder já não seria mais limitado ao veto apenas, tendo sido ampliado para as alterações estatutárias que levem às questões estratégicas da companhia, conforme artigo 8º da Lei nº 9.491/97:

Artigo 8º. Sempre que houver razões que o justifique, a União deterá, direta ou indiretamente, ações de classe especial do capital da empresa ou instituição financeira objeto da desestatização, que lhes confira poderes especiais em determinadas matérias, as quais deverão ser caracterizadas nos seus estatutos sociais.

Oportuno frisar, também, que até então estas ações eram denominadas apenas como sendo de classe especial, não as diferindo como preferenciais ou ordinárias, o que veio apenas com a alteração da Lei das S.A. em 2001, introjetando no ordenamento a figura da ação preferencial de classe especial³⁰.

³⁰ Artigo 17 (...)

§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.

Por meio das ações preferenciais de classe especial tem-se uma nítida dissociação da ideia de “propriedade” e de “controle”, as quais dispõem muitas vezes de posições antagônicas numa sociedade empresária.

SALOMÃO FILHO ressalta que

é conclusão pacífica da investigação societária moderna a dissociação operada pela economia capitalista entre propriedade e controle. Na medida em que a organização societária torna-se mais complexa e profissional, tanto menor torna-se a influência do acionista individual, transformado em mero investidor, nas decisões societárias (2006: 120).

O ente desestatizante mesmo sendo titular de *golden shares* não tem capacidade decisória para impingir à sociedade privatizada que priorize o interesse público ao particular, o qual é característico de uma sociedade de economia mista. Ademais, tal classe especial de ações também não significa que o controle societário é compartilhado ente o público e o privado, cria-se situação de polaridade e divisão interna de poderes.

O ordenamento jurídico pátrio prevê duas características das *golden shares*, a primeira insere no §7º do artigo 17 das LSA, sendo viabilizado ao Estado o controle externo de direito, funcionando como verdadeiro mecanismo regulatório-societário.

Nas palavras de SALOMÃO FILHO (2006: 125):

permite acrescentar o instrumento societário à disciplina regulatória, internacionalizando o interesse público. A ideia se aproxima da concepção de Rathenau, o que é totalmente consentâneo com as necessidades de setores regulados.

Assim, os sócios capitalistas podem fomentar o desenvolvimento das companhias com participação de capital que não represente endividamento para essas; em contrapartida, há o interesse do ente desestatizante em poder participar, por meio do veto, de decisões estratégicas.

A segunda característica de *golden share* é a prevista no artigo 18 da LSA, através da qual se tem o controle gerencial de direito, sendo que o titular de tal ação dispõe de poder de bloqueio para fins de proteção da administração societária e não para o exercício real de controle teoricamente. A depender das previsões estatutárias, na prática, pode se ter o exercício do controle de forma indireta pelo ente desestatizante, o que também se afigura lícito. Todavia, tal exercício de poder de controle indireto (por meio de *golden share*) traz repercussões quanto à aplicação da regra de responsabilização do controlador nos termos do art. 116 e 117 da Lei das S.A.

SALOMÃO FILHO (2006: 126) salienta que *sendo a posição do titular da golden share de mero bloqueio e nomeação dos cargos de administração, ele só poderá ser caracterizado como controlador na medida em que ele mesmo possa exercer o poder sobre a companhia*. Assim, deve-se definir claramente quem são os reais controladores para fins de aplicação das regras de responsabilização por danos causados em decorrência do abuso do exercício de poder de voto, o que será mais bem delineado em capítulo próprio.

3. FUNDAMENTOS DA INSTITUIÇÃO DAS *GOLDEN SHARES*

3.1. Surgimento das *golden shares*

A necessidade de acomodação de interesses públicos e privados fez com que o direito societário anglo-saxão criasse a figura das *golden shares*, na década de 70, essencialmente em processos de privatização. Isso porque, naquela época houve uma escassez de recursos para financiamento de investimentos públicos, comprometendo, por consequência, a eficiência estatal na administração dos recursos recolhidos aos cofres públicos através dos tributos (PELA; 2008: 21).

Assim, no início dos anos 1980 foi posta em prática pelo governo de Thatcher no Reino Unido, a política econômica de desinvestimentos de ativos estatais para agentes econômicos privados, a fim de aportar capital aos cofres públicos sem aumentar a oneração da população britânica, optando-se pela alienação sociedades empresárias estatais, mediante operações em que o Estado alienava seu controle acionário, mas resguardava-se um título acionário denominado *golden share* que tinha o escopo assegurar a defesa do interesse público originário ensejador da criação da sociedade então privatizada. A ideia por trás dessa política era a de que a gestão do particular traria maior eficiência ao ativo que antes era estatal e, assim, atrairia mais investimentos fomentando a economia nacional.

SCHWIND (2017: 378) aponta que a

política de privatização precisava conciliar (i) a presumida maior eficiência econômica da iniciativa privada com (ii) a proteção de interesses estratégicos do Estado e ao bem-estar agregado às companhias que seriam transferidas ao controle privado.

A busca por melhorias na eficiência da gestão das então empresas estatais, agora sob controle acionário privado, foi acompanhada pela manutenção da preocupação com os interesses públicos relacionados às atividades desempenhadas pelas empresas privatizadas. Isso significa que os interesses estratégicos do Estado, incluindo a segurança nacional, não foram deixados de lado durante as alienações de ativos públicos em vários setores. Desta forma, o Estado captaria recursos financeiros, mas não deixaria de influenciar as decisões societárias nestas sociedades empresárias alienadas cujos objetos teriam vínculo com interesses estratégicos nacionais, o que foi viabilizado através da instituição de *golden shares*.

Para o autor português Nuno Cunha Rodrigues (2004: 255)

razões imperiosas de interesse público podem justificar a utilização, a título excepcional, por parte do Estado, de instrumento jurídico que lhe permitam, ainda que numa posição minoritária, assegurar o controlo da sociedade, com poder superior ao que corresponderia à posição accionista detida.

Com efeito, quando um Estado pretende privatizar empresas estatais os desafios são de extrema complexidade, haja vista que deve se ter um respaldo técnico e jurídico para tanto, até porque a sociedade estatal objeto de desestatização, muitas das vezes, dispõe de legislação anterior que previu ou autorizou sua criação, ou seja, há interesse público subjacente. Dessarte, as decisões interrelacionadas a alienação do ativo deve necessariamente enfrentar tortuosos pontos: (1) como transferir o controle, (2) como precificar a oferta e (3) como alocar as ações (MEGGINSON e NETTER; 2001: 22)³¹. Para o presente estudo nos debruçaremos apenas quanto a alocação das ações ao ente público alienante do controle acionário, por ser esse o tema focal da tese em desenvolvimento.

Com base nas pesquisas de MEGGINSON e NETTER (2001: 22) sobre a alocação de controle em Programas de Investimento Privado, surge uma interpretação política dos motivos que levam Estados a optar pela privatização das empresas. Esses estudos revelaram que a maioria das operações de alienações de controle acionário estatal consistiu em ofertas secundárias, nas quais somente o controlador vendeu suas ações, sem que houvesse fluxo de capital para a própria empresa.

Os autores apuraram que, embora os governos normalmente renunciassem ao controle operacional do dia a dia da empresa estatal para os proprietários privados na oferta de ações de alienação de ativos estatais, eles ainda mantinham poder de veto efetivo por meio de várias técnicas. A técnica mais comum é a retenção pelo Estado de uma *golden share*, que lhe confere o poder de veto sobre certas deliberações, a exemplo de aquisições estrangeiras.

As prerrogativas atribuídas à *golden share*, normalmente, incluíam o direito de veto em relação a alterações estatutárias que afetassem ou restringissem os direitos a ela própria. Isso envolvia o poder de vetar decisões relacionadas à dissolução da empresa, emissão de novas ações ou transferência de parte significativa dos ativos das sociedades empresárias privatizadas.

Ademais, uma das principais preocupações do ente público titular dessa classe acionária especial era garantir a continuidade das operações de empresas recém-privatizadas,

³¹ NETTER, Jeffry M. and MEGGINSON, William L., From State to Market: A Survey of Empirical Studies on Privatization. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=262311> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.262311>

especialmente diante de possíveis ofertas hostis realizadas por investidores estrangeiros. O objetivo era evitar qualquer interrupção significativa das atividades e salvaguardar os interesses estratégicos e econômicos do Estado. Para tanto, medidas eram adotadas visando preservar o controle sobre questões-chave, como a possibilidade de vetar mudanças estatutárias que pudessem comprometer a estabilidade e a direção estratégica da empresa, assim como limitar a transferência de ativos ou a dissolução da companhia.

RODRIGUES (2004: 259) salienta que através dessa figura jurídica que o *governo conseguia simultaneamente alienação quase total do capital da empresa e um controle sui generis sobre ela que não estava ao alcance de entes privados*.

Embora RODRIGUES saliente que não se pode dar um conceito puro (uniforme e coincidente) ao instituto da *golden share*, ousa-se nessa investigação a afirmar que se trata de um instrumento jurídico que serve como política pública de salvaguarda de interesses nacionais em hipóteses de privatização de empresas estatais. Nessas operações societárias, o Estado busca atrair recursos para os cofres públicos alienando seus ativos, detendo um título acionário com poderes especiais que lhe assegura prerrogativas de se imiscuir em decisões estratégicas ao interesse nacional, ou seja, através deste tipo acionário se busca a confluência de interesses entre detentor do capital e o interesse público presente na atividade desempenhada pela sociedade (2004:259).³²

3.1.1. *Golden shares* e sua evolução nos ordenamentos jurídicos dos principais Estados Membros da União Europeia

Juliana Krueger Pela³³, pioneira no Brasil no aprofundado estudo sobre as *golden shares*, aponta que a partir do modelo britânico de privatizações e, justamente para satisfação de interesses nacionais, o mecanismo originalmente corporificado na *golden share* foi adotado, sob denominações diversas, em países da União Europeia como a França (*action spécifique*), Itália (*poteri speciali*), Alemanha (*goldene aktiee spezialaktie*), Bélgica (*action spécifique*),

³² Nuno Cunha Rodrigues (2004: 259) afirma que a partir do modelo inglês, vários Estados adotaram a *golden share* adaptando à realidade nacional seu conceito originário.

³³ Autora da obra intitulada “As *golden shares* no Direito brasileiro”, elaborado a partir de sua tese de doutorado sob orientação da Professora associada Rachel Sztajn, foi defendida e aprovada por unanimidade, com voto de louvor, em 18 de junho de 2007.

Portugal (*acções preferenciais*), Espanha (*regime administrativo de controle específico*) (2008: 187)³⁴.

Na França, a Lei nº 86-912, de 6 de agosto de 1986, instituiu a *action spécifique* como primeira etapa do programa de privatização de empresas do setor público. Com isso, o Ministro da Economia foi responsável por decidir se a proteção do interesse nacional exigiria uma ação específica (*action spécifique*) em um processo de privatização, de acordo com o artigo 10, alínea 2, da Lei nº. 86-912. Com isso, a *action spécifique* era criada através de mero ato ministerial e não diretamente por lei ou decreto. De acordo com esse dispositivo legal, essa ação seria emitida por um ato ministerial que a transformaria em uma ação ordinária de titularidade do Estado francês no capital social da empresa sujeita à privatização. Isso duraria por cinco anos, exceto se o Ministro da Economia decidisse previamente que seria convertida em ação ordinária.

Nos termos da alínea do art. 10 da Lei nº. 86-912/86, a *action spécifique* concedeu ao Estado o poder de autorizar previamente a participação na companhia de indivíduos ou grupos de indivíduos que têm ações que representam mais de 10% do capital social.

RODRIGUES (2004:276) salienta que *os direitos inerentes às acções específicas eram substancialmente inferiores aos das golden shares, permitindo ao Ministro da Economia Francês vetar a aquisição de participações sociais superiores a 10% por parte de uma ou várias entidades actuando concertadamente.*

Se o Ministro da Economia, que analisava caso a caso nas hipóteses de privatizações na França, viesse a negar tal aprovação, as ações em questão seriam privadas do direito de voto e seus titulares seriam obrigados a aliená-las em um período de três meses. Se esse prazo não fosse cumprido, as ações seriam vendidas de forma forçada de acordo com as condições estabelecidas no decreto.

A segunda fase do programa de privatizações francês começou em 1993 com a edição da Lei nº 93-923. Embora se tenha mantido os princípios e objetivos da Lei nº 86-912/86, esta lei modificou a regulação de mecanismos específicos criados pela norma anterior, dentre os quais a *action spécifique*.

³⁴ Disponível em <https://www.revistas.usp.br/rfdusp/article/view/67803/70411> acesso em 17/09/2023.

Significativa alteração na legislação francesa possibilitou que a *action spécifique* fosse instituída por decreto³⁵ e não mais por ato do Ministro da Economia, o que trouxe maior segurança para a intervenção do Estado em atividades econômicas transferidas ao particular. Ademais, é oportuno frisar que o decreto deve ser diverso do decreto de privatização da empresa e poderia abarcar qualquer sociedade empresária que estivesse elencada na lista anexa a Lei nº 93-923/93 desde que estivesse em causa o *interesse nacional*.

Com a alteração da forma de instituir a *action spécifique* além de se dar maior previsibilidade aos casos de sua aplicação, o fato de necessitar de um decreto fez com que os próprios poderes estabelecidos ao Estado em decorrência dessa classe acionária fossem ampliados. Com isso, o próprio decreto já estabeleceria os direitos que seriam conferidos a *action*, que podem incluir: (a) *Acordo prévio do Ministro da Economia na alienação de participações sociais em empresas privatizadas*; (b) *Poder de nomear um ou dois representantes do Estado para os órgãos de administração ou para os órgãos fiscalizadores, que não dispõem de poder deliberativo*; (c) *Direito de veto sobre alienação de activos que coloquem em causa o interesse nacional*. Este veto poderia ser exercido de acordo com o procedimento descrito no Decreto nº. 93.1298 (RODRIGUES; 2004:280).

A Lei francesa nº 93.923/1993 ampliou notadamente o papel dos direitos do Estado em relação à detenção de uma *action spécifique*. O prazo de vigência do título acionário foi excluído do ordenamento jurídico, permitindo que a *action spécifique* pudesse ser convertida em ação ordinária a qualquer momento, exceto se com isso ocorresse eventual ameaça a soberania e a independência do país (2008:199). Importante apontar que na vigência da nova legislação o Estado francês instituiu a *action spécifique* para poucas sociedades desestatizadas.

A despeito de se ter previsto para um número limitado e restrito de companhias, o Estado se valeu das prerrogativas da *action spécifique* apenas em situações pontuais e em poucas oportunidades. E isso se deu em virtude do receio do Estado de interferência da Corte de Justiça da União Europeia nas hipóteses em que em os poderes conferidos pela *action spécifique*

³⁵ Importante salientar que o decreto do Ministro da Economia não está sujeito à sindicância do Presidente da República, conforme apontado por Jean-David Dreyfus, em sua obra denominada *Privatisations*, p. 12., obra citada por Nuno Cunha Rodrigues (2004: 278).

fossem utilizados, uma vez que questionamentos quanto a própria legalidade de tal classe acionária já chegavam ao Tribunal de Justiça da União Europeia³⁶.

Oportuno frisar que o Conselho Constitucional francês foi instado a se manifestar, no bojo da *décision* n° 89-254 de 4 de julho de 1989³⁷, sobre a posição de vantagem que a titularidade pelo Estado de privilégios numa empresa poderá traduzir no funcionamento do mercado, especificamente quanto a igualdade entre as empresas. Na referida decisão, o Conselho Constitucional entendeu que não obstante se permita diferenciar as empresas privatizadas de empresas privadas, a *action spécifique* não violaria o princípio da igualdade.

Na Itália também foi criado instituto que atribuiria ao Estado prerrogativa de intervir em votações em assembleia e decisões de gestores que pudessem impactar em assuntos de interesse nacional, tendo esta prerrogativa a denominação de *poteri speciali*, preconizado no Decreto-Lei n° 332/1994 posteriormente convertido na Lei n° 474/1994.

A participação estatal italiana em empresas privadas procurava atender a fins estratégicos e visava garantir a independência nacional em setores considerados sensíveis, em harmonia com as opções político-ideológicas. Era uma intervenção dirigista que buscava estimular um desenvolvimento regional equilibrado (RODRIGUES; 2004: 285).

Diferentemente de outros Estados membros da União Europeia, na Itália não haveria a necessidade de se atribuir ao Estado uma ação (valor mobiliário) para se valer de tais prerrogativas. Inserir-se no próprio estatuto social de sociedades desestatizadas que o Ministro da Fazenda poderia se valer de instrumentos para bloquear decisões que impactassem objetivos nacionais de ordem econômica e industrial (SCHWIND; 2017: 382). Com isso, era competência do Ministro da Fazenda, em conjunto com outros ministros, a especificação dos poderes que se pretendia assegurar ao Estado através de decreto.

Como em outros Estados membros da União Europeia, o exercício das prerrogativas previstas na *poteri speciali* sofreu questionamentos perante a Corte de Justiça da União Europeia, precisamente quanto a livre circulação de capitais e livre iniciativa. Com o intuito de pôr fim aos questionamentos trazidos perante a Corte de Justiça, a fim de compatibilizar o exercício dos poderes conferidos ao Estado pela *poteri speciali*, o Presidente do Conselho de

³⁶ As abordagens da Corte de Justiça da União Europeia quanto as *golden shares* instituídas nos Estados membros será tratada em tópico próprio neste mesmo capítulo.

³⁷ Disponível em < <https://www.conseil-constitutionnel.fr/decision/1989/89254DC.htm> > acesso em 26/09/2023.

Ministros italiano editou, em 04 de maio de 1999 e em 11 de fevereiro de 2000, decretos intitulados “*Direttiva per l’esercizio dei poteri speciali del ministro del di esercizio dei poteri speciali del Ministro del tesoro, del bilancio e della programazioni economica (...)*” e “*Definizione dei critteri di esercizio dei poteri speciali*”, respectivamente (PELA; 2012: 45).

Com efeito, as previsões dos mencionados decretos eram bem semelhantes, no sentido de estabelecer que os *poteri speciali* deviam ser exercidos nos casos e nos limites, inclusive temporais, previstos no estatuto social, observados os princípios de não-discriminação e de vinculação aos motivos de interesse geral que justificaram sua previsão estatutária, motivos esses relativos à ordem pública, segurança, saúde e defesa nacionais (PELA; 2012: 46).

Novamente, com o intuito de melhorar o exercício dos poderes conferidos pela *poteri speciali*, em 2003 foi publicada a Lei nº 350 que inovou o ordenamento então vigente atribuindo ao particular direitos de oposição e impugnação à utilização das prerrogativas atribuídas pela *poteri speciali* perante as autoridades jurisdicionais competentes, no sentido de que impor ao Estado as razões justificadoras para se valer de tais poderes (SCHWIND; 2015: 383).

Por outro lado, na Espanha, mesmo tendo um setor público em dimensão bem inferior a outros Estados membros da União Europeia, notadamente, quando comparado com França e Itália, também existem modelo de ação com poderes especiais nas hipóteses de privatização (RODRIGUES; 2004: 297).

RODRIGUES (2004: 297) ressalta que à semelhança do que se sucedeu por toda a Europa, o constante e pesado déficit verificado no setor empresarial espanhol levou o governo a iniciar, de forma tímida, um processo de privatização em 1984. Nesse processo de alienação de ativos do Estado espanhol, deu-se prioridade à venda de participações minoritárias do Estado em capital de sociedades empresárias, assegurando-se ao ente público condições de intervir na esfera privada sem ter um modelo idêntico ao das *golden shares*.

Em 1995 foi publicada a Lei nº 5/1995, que buscava regular a alienação de participações públicas em certas sociedades empresárias, e com isso foi inserido no ordenamento jurídico espanhol através o denominado *regime administrativo de controle específico*, o qual foi regulamentado pelo Real Decreto nº 1525/1995 para se delinear as condições de aplicação da referida Lei. Entretanto, a despeito da regra geral prevista no Real Decreto regulamentador, as condições de aplicação desse *regime administrativo de controle específico* foram adotadas de

forma casuística em hipóteses de alienação de ativos do Estado espanhol³⁸. Neste decreto especifica-se o interesse público ou o interesse geral incidentes sobre a atividade exercida pela sociedade privatizada ensejadores do regime excepcional atribuído ao Estado.

Com isso, na Espanha, o modelo adotado para essa intervenção do Estado em sociedades empresárias privatizadas foi o *regime administrativo de controle específico*, que permite a intervenção do Estado em operações que visem aquisição, direta ou indireta, de por parte de uma entidade, de mais de 10% do capital social de uma empresa privatizada ou até intervir em decisões societárias da empresa privatizada que sigam respeito à fusão, aquisição, dissolução ou transferência de bens essenciais ao exercício do objeto social.

Ao que se vê, a finalidade do *regime administrativo de controle específico* é semelhante ao da *golden share* que visa preservar a intervenção do Estado em atividades que possam de alguma forma impactar os interesses nacionais. A falta de autorização administrativa acarreta a nulidade dos acordos realizados sem autorização prévia, nos termos preconizados pela Lei nº 5/1995.

Diversamente da *golden share*, para o *regime administrativo de controle específico* não é, necessariamente, atribuído ao Estado participação acionária, ou seja, não se exige que o ente público figure nos quadros societários da empresa, mas não há óbice para tanto.

O que se verifica é que a maioria dos Estados europeus interveio na atividade econômica, através de empresas estatais, sendo que nas décadas de oitenta e noventa houve uma gradual inversão do papel público na economia com a privatização de estatais com recursos semelhantes às *golden shares* (RODRIGUES; 2004:303).

As *golden shares* e suas figuras correlatas nos demais Estados da União Europeia foram inseridas em sociedades empresárias que desenvolviam atividades estratégicas para os respectivos Estados, seja em serviços públicos ou segurança nacional, denotando a postura dos Estados-membros em não abandonar por completo sua intervenção nessas atividades.

³⁸ Apenas à guisa de exemplo sobre regulamentações casuísticas para alienação de ativos em que Estado tinha o controle societário ou apenas participação: REPSOL (Real Decreto nº 3/1996); TELEFONICA (Real Decreto nº 8/1997); ENDESA (Real Decreto nº 927/1998).

3.1.2. O entendimento do Tribunal de Justiça da União Europeia e as *golden shares* e institutos correlatos

Antes de adentrarmos às abordagens realizadas Tribunal de Justiça da União Europeia (TJUE) acerca das *golden shares* em ações propostas em face de diversos de seus Estados membros, importante tecermos breves comentários sobre as atribuições da Corte sediada em Luxemburgo.

Inicialmente, tem-se que a função da Corte é assegurar que a legislação da União Europeia (UE) seja interpretada e aplicada da mesma forma em todos os países da UE; garantir que as instituições e os países da UE respeitam o direito comunitário europeu³⁹.

As objeções tratadas pelo TJUE são das variadas matérias, sendo essas mais comuns: interpretação da legislação (decisões prejudiciais); aplicação da legislação (ações de descumprimento); anulação de atos legislativos europeus (recurso de anulação); obrigação de ação (ações por omissão); aplicação de sanções às instituições europeias (ações de indenização)⁴⁰.

Quanto à legitimidade ativa para se atuar perante o TJUE tem-se que qualquer cidadão ou empresa que se considere lesado em virtude ação ou omissão de instituição europeia (Estado-membro) ou de seu respectivo pessoal (agentes públicos), pode recorrer para a Corte tanto de forma direta quanto de forma indireta.

A impugnação poderá ser realizada diretamente para o Tribunal Geral, se uma decisão de uma instituição europeia o afetou direta e individualmente. Ao passo que indiretamente a impugnação será proposta perante tribunais nacionais, que analisando a demanda podem decidir remeter o caso para o TJUE.

Especificamente no que tange as *golden shares*, em 1997 ocorreu o primeiro pronunciamento oficial de um órgão da União Europeia a respeito dos mecanismos de intervenção estatal, adotados pelos Estados-membros no âmbito de programas de privatização, foi o Comunicado da Comissão da Comunidade Europeia⁴¹ tendo como objeto “determinados

³⁹ Disponível em: <https://european-union.europa.eu/institutions-law-budget/institutions-and-bodies/search-all-eu-institutions-and-bodies/court-justice-european-union-cjeu_pt> acesso em 14/04/2025.

⁴⁰ Inteiro teor disponível em: <https://european-union.europa.eu/institutions-law-budget/institutions-and-bodies/search-all-eu-institutions-and-bodies/court-justice-european-union-cjeu_pt> acesso em 24/09/2023.

⁴¹ Inteiro teor disponível em: <https://european-union.europa.eu/index_pt?wt-search=yes>. acesso em: 01/10/2023.

aspectos jurídicos dos investimentos intracomunitários” datado de 19 de julho de 1997 (PELA; 2008: 209).

Embora os Estados-membros tenham plena atribuição para incluir a desestatização entre as políticas públicas, de acordo com o Comunicado da Comissão da Comunidade Europeia a transferência do controle das estatais para o particular não pode gerar obstáculos para o mercado comum, notadamente no que diz respeito aos investimentos dentro a União Europeia. Assim, o Comunicado da Comunidade Europeia apontou que a compra e venda de ações negociadas em bolsa de valores dispõem de proteção pelo princípio da livre circulação, da liberdade de estabelecimento, o que fez com que se apontasse um entrave à utilização das *golden shares* entre Estados-membros da União Europeia.

Com isso, surgiram críticas quanto à compatibilidade das *golden shares* com o direito comunitário, sendo controvertidos os privilégios do Estado para intervir em estrutura societária de empresas privatizadas sob o fundamento de proteção do interesse nacional, o que se traduz em violação a liberdade de circulação de capitais.

Outro ponto relevante levado ao Tribunal de Justiça da União Europeia foi a restrição à aquisição por estrangeiros de empresas em processo de privatização, mesmo sendo integrantes da União Europeia, o que feriria a proposta de integração comunitária, fazendo com que houvesse uma mitigação das *golden shares* instituídas em sociedades anônimas que tenham sido objeto de desestatização.

Oportuno para o presente trabalho informar que foram analisados julgados do Tribunal de Justiça da União Europeia compreendidos entre 1997 e 2018 (após esse interregno não se verificou distribuição de nenhuma ação judicial com esse objeto), período em que o Reino Unido ainda era integrante do bloco comunitário, sendo importante elucidar que último julgado que tratou de *golden shares* ou das figuras a elas assemelhadas foi proferido em 20 de março de 2018.

Apesar das diferenças existentes entre as legislações nacionais impugnadas nos casos apreciados perante o Tribunal de Justiça da União Europeia, sua harmonização com o direito comunitário é sempre colocada em termos semelhantes, até em homenagem ao princípio da economia processual, fazendo com que a Corte aprecie simultaneamente casos correlatos de diversos países membros da União Europeia.

Após acurada análise da jurisprudência da Corte de Justiça da União Europeia⁴², verifica-se não houve o enfrentamento direto de hipóteses concretas de utilização pelos Estados-membros da União Europeia dos poderes ou privilégios conferidos pelas *golden shares*, ou seja, o Tribunal não apreciou casos em que o Estado se utilizou do respectivo direito de voto ou veto, mas o que se apreciou foram as hipóteses em abstrato das previsões em estatutos sociais ou até na legislação regente à espécie. Com isso, a Corte apreciou casos sob o aspecto jurídico e principiológico, haja vista que se atribuíam, através de título acionário quantitativamente irrelevante, poderes desproporcionais e contrários aos desideratos da criação de Comunidade Europeia de livre comércio e circulação de pessoas, bem como o binômio utilidade-necessidade da referida classe acionária.

Importante ressaltar que o TJUE ao julgar as impugnações judiciais instauradas pelas Comissões das Comunidades Europeias apurou eventuais violações a princípios abarcados no Tratado de instituição da Comunidade Europeia, o Tratado de Roma de 25 de março de 1957, quais seja: liberdade de circulação de capitais e o direito de estabelecimento (artigos 56º e 60º do Tratado de instituição da Comunidade Europeia - TCE), os quais são considerados como “liberdades fundamentais” não podendo, em regra, ser limitados por Estados-membros, sendo que a Comissão entendeu que algumas circunstâncias justificam uma limitação aos princípios em caráter excepcional.

RODRIGUES (2004: 311) aponta que os princípios da liberdade de circulação de capitais e o direito de estabelecimento se configuram como alicerces fundamentais e desígnios permanentes do processo de construção europeia. Com isso, eventuais violações aos referidos princípios iriam de encontro ao desiderato de um bloco econômico europeu, e por isso não poderiam sofrer restrições por Estados-membros, razão pela qual foram instaurados procedimentos judiciais perante do TJUE.

De fato, o próprio Tratado de Roma, no artigo 58º, nº 1, aliena *b*, preconiza a possibilidade de os Estados-membros tomarem medidas justificadas por razões de ordem pública que poderão condicionar a livre circulação de capitais.

O que se tem nas hipóteses em que o Estado-membro se pauta para inserir nos estatutos sociais de empresas privatizadas a figura da *golden share* é a salvaguarda dos interesses nacionais, *e.g.* muitas vezes impondo limites à possibilidade de aquisição por estrangeiros do

⁴² Como forma de se pesquisar foi realizado o levantamento dos julgados pelo *website* <https://curia.europa.eu/juris/recherche.jsf?language=pt#> utilizando-se a palavra-chave *golden share*, a fim de se obter o maior espectro de decisões do Tribunal de Justiça da União Europeia sobre a matéria para se analisar a pertinência com o objeto da investigação.

capital social alienado, o que conflita com o princípio da não-discriminação entre nacionais e estrangeiros (RODRIGUES; 2004:313).

Juliana Krueger Pela (2008: 209) frisa que para as chamadas *restrições discriminatórias* (e.g. dirigidas apenas a outros membros da União Europeia) existem circunstâncias justificadoras de limitação aos princípios, ou seja,

tais circunstâncias estão presentes se a restrição em análise: (i) for aplicável a atividades em que há exercício de autoridade pública pelo Estado-membro que a impôs; ou (ii) estiver relacionada a políticas públicas, segurança ou saúde pública; e (iii) constituir uma medida adequada e necessária para assegurar a proteção dos interesses públicos, de forma que não haja outro mecanismo capaz de atingir os mesmos resultados com menor limitação aos princípios da liberdade de circulação de capitais e liberdade de estabelecimento.

Por outro lado, as *restrições não-discriminatórias* (estabelecidas indistintamente a todos integrantes da União Europeia) são admitidas se (a) sua aplicação for realizada de forma indiscriminada e não apenas ser apontadas como tal; (b) tiver seu fundamento calcado no interesse geral; (c) for apontada como adequadas ao objetivo por elas almejado; e (d) se afigurar como proporcionais para atingir esse objetivo (PELA; 2008: 210).

O primeiro questionamento judicial perante a Corte de Justiça da União Europeia surgiu em 1999, em que já se iniciou discussão sobre mecanismos de intervenção estatal em programas de privatização. Em 19/02/1999 através de procedimento instaurado pela Comissão das Comunidades Europeias em face da República da Itália, processo C-58/99⁴³, cuja discussão versou sobre o conflito de princípios previstos no Tratado de Roma com a instituição da denominada *poteri speciali* criada pelo Decreto-Lei nº 332/1994, posteriormente convertido na Lei nº 474/1994, que atribuía título acionário ao Estado italiano com a prerrogativa de intervir em votações em assembleia e decisões de gestores que pudessem afetar os interesses nacionais nas sociedades *ENI SpA*, *STET SpA* e *Telecom Italia SpA* que haviam sido objeto de privatização.

A Comissão das Comunidades Europeias apontou que a República Italiana não cumpriu as obrigações que lhe incumbiam por força dos artigos 43º, 49º e 56º do Tratado de Roma, violando os princípios da livre circulação de capitais e liberdade de estabelecimento, indo de encontro ao desiderato da criação de um bloco econômico comum europeu.

⁴³ Inteiro teor disponível em:

<<https://curia.europa.eu/juris/showPdf.jsf?text=&docid=45309&pageIndex=0&doclang=PT&mode=lst&dir=&occ=first&part=1&cid=2779548>>. Acesso em: 19/10/2023

A Comissão alegou que os poderes conferidos às *poteri speciali* seriam susceptíveis de perturbar ou de tornar menos atrativo o exercício das liberdades fundamentais garantidas pelo Tratado de Roma, ao passo que deveriam satisfazer quatro condições: (1) aplicação de forma não discriminatória; (2) justificar-se por razões imperiosas de interesse geral, (3) ser adequadas para garantir a realização do objetivo que prosseguem e (4) não poderiam ir além do que é necessário para cumprir sua função.

Reputando que os referidos *poteri speciali* não preenchiam as condições acima apontadas, a Comissão das Comunidades Europeias buscou a intervenção do TJUE para dirimir a contenda, sob o fundamento de que às autoridades italianas eram conferidos poderes potencialmente discriminatórios suscetíveis de ser utilizados de maneira arbitrária.

Em sua manifestação defensiva, a República Italiana não negou que as disposições controvertidas eram incompatíveis com o direito comunitário. Entretanto, afirmou que as previsões legais impugnadas pela Comissão haviam sido convalidadas, sanando-se os vícios apontados, satisfazendo as exigências legais em decorrência do teor do artigo 66º da Lei Financeira nº 488, de 23 de dezembro de 1999 que regulamentou as *poteri speciali* (GURI nº 302, de 27 de dezembro de 1999), o que em seu entendimento infirmaria a impugnação judicial suscitada pela Comissão.

Ao apreciar a questão posta sob sua jurisdição a Corte de Justiça acolheu a pretensão da Comissão das Comunidades Europeias no sentido de reconhecer os decretos emitidos pela República Italiana relativos aos *poteri speciali* definidos no caso das privatizações da *ENI SpA* e da *Telecom Italia SpA*, não cumprem as obrigações que lhe incumbiam por força dos artigos 43º, 49º e 56º do Tratado de Roma, violando o princípio da livre circulação de capitais, tornando sem efeito as previsões constantes dos decretos impugnados.

O movimento de contestações perante a Corte Europeia dos modelos de *golden shares* se seguiu perante outros Estados-Membros, entre 1999 e 2005, notadamente em face de

Portugal (C-367/98)⁴⁴, França (C-483/99)⁴⁵, Bélgica (C-503/99)⁴⁶, Espanha (C-463/00)⁴⁷, Reino Unido e Irlanda do Norte (C-98/01)⁴⁸, Reino dos Países Baixos (C-282/04 e C-283/04)⁴⁹, Alemanha (C-112/05)⁵⁰.

Ponto convergente em todas as impugnações perante o TJUE foi a violação ao princípio da liberdade de estabelecimento e à livre circulação de capitais, os quais são indissociáveis. Sendo assim, declarada a violação ao princípio da livre circulação de capitais consequentemente se tem violações ao princípio da liberdade de estabelecimento.

Com isso, nas mencionadas impugnações o Tribunal de Justiça julgou procedente as pretensões aviadas pela Comissão das Comunidades Europeias, exceto quanto a da Bélgica, reconhecendo vulneração aos artigos 43º e 56º do Tratado de Roma, em decorrência da instituição de *golden shares* naqueles Estados-membros.

Em sentido oposto aos demais casos acima descritos, o Tribunal de Justiça da União Europeia julgou improcedente a pretensão veiculada no processo C-503/99 pela Comissão das Comunidade Europeias em face do Reino da Bélgica, tendo como objeto as disposições do Decreto real, de 10 de junho de 1994, que instituiu uma ação específica do Estado na *Société Nationale de Transport par Canalisations S.A.* (SNTC), bem como o Decreto real, de 16 de junho de 1994, que também instituiu a ação específica na *Société de Distribution du Gaz S.A.* (Distrigaz).

⁴⁴ Inteiro teor disponível em:

<<https://curia.europa.eu/juris/showPdf.jsf?docid=47377&pageIndex=0&doclang=PT&mode=lst&dir=&occ=first&part=1&cid=2779548>> acesso em 21/10/2023.

⁴⁵ Inteiro teor disponível em:

<<https://curia.europa.eu/juris/showPdf.jsf?text=&docid=47378&pageIndex=0&doclang=PT&mode=lst&dir=&occ=first&part=1&cid=2779548>> acesos em 08/10/2023.

⁴⁶ Inteiro teor disponível em:

<<https://curia.europa.eu/juris/showPdf.jsf?text=&docid=47379&pageIndex=0&doclang=PT&mode=lst&dir=&occ=first&part=1&cid=2779548>> acesso em 23/10/2023.

⁴⁷ Inteiro teor disponível em:

<<https://curia.europa.eu/juris/document/document.jsf?text=&docid=48279&pageIndex=0&doclang=PT&mode=lst&dir=&occ=first&part=1&cid=5799680>> acesso em 02/03/2024.

⁴⁸ Inteiro teor disponível em:

<<https://curia.europa.eu/juris/showPdf.jsf?text=&docid=48280&pageIndex=0&doclang=PT&mode=lst&dir=&occ=first&part=1&cid=5799915>> acesso em 02/03/2024.

⁴⁹ Inteiro teor disponível em:

<<https://curia.europa.eu/juris/showPdf.jsf?text=&docid=65195&pageIndex=0&doclang=PT&mode=lst&dir=&occ=first&part=1&cid=2779548>> acesso em 24/10/2023.

⁵⁰ Inteiro teor disponível em:

<<https://curia.europa.eu/juris/showPdf.jsf?text=&docid=70710&pageIndex=0&doclang=PT&mode=lst&dir=&occ=first&part=1&cid=2779548>> acesso em 25/10/2023.

O cerne da impugnação se deu diante da ausência critérios precisos, objetivos e estáveis referentes à oposição ou aprovação das operações nas referidas empresas, a Comissão das Comunidades Europeias reputou que o Reino da Bélgica não cumpriu as obrigações que lhe incumbiam por força dos artigos 43º a 48º⁵¹ e 56º, nº 1 do Tratado de Roma, levando-a a impugnar os aludidos Decretos reais perante a Corte de Justiça da União Europeia.

Na impugnação apresentada, a Comissão interpretou as disposições do Tratado de Roma relativas à livre circulação de capitais e à liberdade de estabelecimento, notadamente no âmbito dos processos de autorização geral ou do direito de veto por parte das autoridades públicas.

De acordo com a defesa belga, não existem meios menos restritivos para se atingir os objetivos perseguidos. A Comissão deveria, no âmbito da análise do critério da proporcionalidade, demonstrar a existência de soluções alternativas menos restritivas.

Diversamente dos casos anteriormente analisados, em julgamento realizado em 04/06/2002, o Tribunal de Justiça da União Europeia rejeitou a pretensão da Comissão das Comunidades Europeias. Para tanto, apreciou se a regulamentação que institui participações com direitos especiais do Reino da Bélgica na SNTC e na Distrigaz, que cria, por um lado, um direito de oposição desse Estado-Membro a qualquer cessão, afetação a título de garantia ou alteração do destino das canalizações ou de outros ativos estratégicos determinados e, por outro lado, se um direito de oposição desse Estado a determinadas decisões de gestão que forem consideradas contrárias às diretrizes da política energética do país, constituiria uma restrição aos movimentos de capitais entre os Estados-membros.

Assim, a Corte de Justiça entendeu que as regulamentações impugnadas se mostraram justificadas pelo objetivo de garantir a segurança dos aprovisionamentos em energia em caso de crise, reputando que não houve violações aos princípios da liberdade de circulação de capitais e ao direito de estabelecimento.

Com o intuito de se ilustrar de forma sintética o entendimento do TJUE compilou-se através do quadro⁵² abaixo as principais informações sobre os julgados da Corte, destacando-se os princípios apontados como violados pelos respectivos julgados.

⁵¹ Artigo 48º - As sociedades constituídas em conformidade com a legislação de um Estado-Membro e que tenham a sua sede social, administração central ou estabelecimento principal na Comunidade são, para efeitos do disposto no presente capítulo, equiparadas às pessoas singulares, nacionais dos Estados-Membros.

Por «sociedades» entendem-se as sociedades de direito civil ou comercial, incluindo as sociedades cooperativas, e as outras pessoas coletivas de direito público ou privado, com excepção das que não prossigam fins lucrativos. Disponível em <<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:12002E/TXT>> acesso em 19/10/2023.

⁵² Para se chegar as informações sintetizadas no quadro abaixo foram analisados os resultados dos julgados consultados no *website* <https://curia.europa.eu/juris/recherche.jsf?language=pt#>, cujas citações foram realizadas no curso dessa investigação.

Processo	Data do ajuizamento	Data do julgamento	Autor	Réu	Sociedade privatizada	Princípios Violados	Resultado
C-58/99	19/02/1999	20/05/2000	C.C.E.	Itália	ENI SpA e Telecom Italia SpA	Livre circulação de capitais e Liberdade de estabelecimento	Procedente
C-367/98	14/10/1998	04/06/2002	C.C.E.	Portugal	Empresas listadas no quadro das privatizações da Lei nº 11/90 ⁵³	Livre circulação de capitais e Liberdade de estabelecimento	Procedente
C-483/99	21/12/1999	04/06/2002	C.C.E.	França	Société nationale Elf-Aquitaine	Livre circulação de capitais e Liberdade de estabelecimento	Procedente
C-503/99	22/12/1999	04/06/2002	C.C.E.	Bélgica	Société nationale de transport par canalisations SA e na Société de distribution du gaz SA.	Livre circulação de capitais e Liberdade de estabelecimento	Improcedente
C-463/00	21/12/2000	13/05/2003	C.C.E.	Espanha	Repsol SA, Telefónica de España SA, Tabacalera SA e Endesa	Livre circulação de capitais e Liberdade de estabelecimento	Procedente
C-98/01	27/02/2001	13/05/2003	C.C.E.	Reino Unido e Irlanda do Norte	BAA PLC	Livre circulação de capitais e Liberdade de estabelecimento	Procedente
C-174/04	13/04/2004	02/06/2005	C.C.E.	Itália	Privatização de serviços públicos previstos na Lei nº 301/01	Livre circulação de capitais	Procedente
C-282/04	30/06/2004	28/09/2006	C.C.E.	Reino dos Países Baixos	Koninklijke KPN NV	Livre circulação de capitais e Liberdade de estabelecimento	Procedente
C-283/04	01/07/2004	28/09/2006	C.C.E.	Reino dos Países Baixos	TPG NV	Livre circulação de capitais e Liberdade de estabelecimento	Procedente
C-112/05	04/03/2005	23/10/2007	C.C.E.	Alemanha	Volkswagenwerk	Livre circulação de capitais e Liberdade de estabelecimento	Parcialmente procedente

Nos casos enumerados no quadro acima a Corte de Justiça da União Europeia apreciou as impugnações às previsões de *golden shares* nas legislações e estatutos sociais, bem como os poderes atribuídos ao Estado em casos concretos em que se alegou violação aos princípios da livre circulação de capitais e da liberdade de estabelecimento.

A Corte de Justiça tem analisado casuisticamente as impugnações quanto às previsões de *golden shares* e suas correlatas no Direito Comunitário, não adotando uma postura refratária a tal instituto, mas todas as vezes que foi instado a se manifestar apreciou os fundamentos das

⁵³ Inteiro teor disponível em: < <https://diariodarepublica.pt/dr/detalhe/lei/11-1990-332183> > acesso em 21/10/2023.

legislações questionadas e sua adequação quanto aos princípios comunitários e quanto ao binômio necessidade-utilidade, proporcionalidade e razoabilidade.

O que se pode se concluir do estudo é que a Corte visou impedir previsões legais que criassem situações díspares em que o Estado, através das prerrogativas atribuídas pela *golden share*, injustificadamente (sem demonstrar razoabilidade, proporcionalidade, bem como sem se ater ao binômio necessidade-utilidade), poderia impedir a livre circulação de capitais na União Europeia obstando a atração de investimentos estrangeiros, sem se ater aos princípios do direito comunitário, homenageando, outrossim, a previsibilidade no exercício de tais direitos.

Segundo o entendimento externado pelo TJUE⁵⁴, os processos de autorização ou de oposição previstos aos Estados pelas *golden shares* só poderiam ser considerados compatíveis com as referidas liberdades se estivessem abrangidos pelas exceções referidas nos artigos 45º, 56º e 58º do Tratado de Roma ou se forem justificadas por razões imperiosas de interesse geral e acompanhadas por critérios objetivos, estáveis e públicos, de forma a limitar ao mínimo o poder discricionário das autoridades nacionais.

Assim, as previsões contidas nos instrumentos que estabeleciam as possibilidades de intervenções estatais na atividade de sociedades empresárias privatizadas foram rechaçadas pela jurisprudência da Corte, fazendo com que, em muitos casos, houvesse a suspensão da eficácia das prerrogativas asseguradas às *golden shares* em adequação às decisões judiciais proferidas.

Na verdade, o que se apurou é que, de fato, a União Europeia, diante das insurgências perante do TJUE, e as constantes decisões desfavoráveis, entendeu que as *golden shares* e suas figuras correlatas não mais atendiam ao propósito a que foram instituídas à época da criação do próprio instituto, fazendo com que sua adoção pelos Estados-membros fosse deixada de lado, com a inserção no ordenamento jurídico de uma nova forma de intervenção estatal no segmento de atuação de sociedades privatizadas que tivessem cunho estratégico, não se valendo mais de um título acionário com privilégios sobre os acionistas privados.

⁵⁴ Para ilustrar o posicionamento do TJUE, confira-se o disposto no julgamento do processo C-503-99. Disponível em: <<https://curia.europa.eu/juris/showPdf.jsf?text=&docid=47379&pageIndex=0&doclang=PT&mode=lst&dir=&occ=first&part=1&cid=2779548>> acesso em 09/10/2023.

3.1.3. A superação da *Golden Share* como espécie de valor mobiliário pela República da Itália e a inserção do instituto denominado *Golden Power* e sua capilaridade pela União Europeia

Conforme apontado no tópico anterior, a jurisprudência da Corte de Justiça da União Europeia sedimentou o entendimento de que as *golden shares* e suas correlatas conflitavam com princípios insertos no tratado de instituição da Comunidade Europeia (Tratado de Roma), notadamente, quanto ao direito de estabelecimento, livre prestação de serviços e livre circulação de capitais. Com isso, a Itália inovou em seu ordenamento jurídico trazendo a nova figura do *golden power*, sendo que, posteriormente, alguns países que integram a União Europeia adotaram o modelo italiano, sanando os pontos de fragilidade e atrito com os princípios comunitários suscitados pela Comissão das Comunidades Europeias perante a Corte.

As principais críticas apontadas pela Comissão das Comunidades Europeias são as de que o exercício dos poderes então atribuídos pelas *golden shares* deveriam ser realizados sem discriminações, se baseando em critérios objetivos, estáveis e públicos, tendo seu fundamento em razões de imperativos de interesses geral, o que foi adequado ao novo instrumento denominado *golden power*.

Em 2012 foi sancionado, na Itália, o Decreto Legislativo nº 21, convertido na Lei nº 56⁵⁵, que inseriu o *golden power* em seu ordenamento, redesenhando a regulamentação dos

⁵⁵ No sítio eletrônico da Câmara dos Deputados Italiana há uma espécie de exposição de motivos em que se elucida as razões que ensejaram a inserção do *golden power* no direito italiano:

Com o objetivo de salvaguardar as estruturas de propriedade das empresas que operam em setores considerados estratégicos e de interesse nacional, o legislador reescreveu organicamente, com o decreto legislativo de 15 de março de 2012, n. 21, a questão dos *poteri speciali* exercíveis pelo Governo, também para dar cumprimento às indicações e reclamações levantadas em sede europeia.

Por meio do decreto legislativo nº. 21 de 2012 foram redefinidos, também por referência aos atos regulamentares secundários (DPCM), o âmbito objetivo e subjetivo, a tipologia, as condições e os procedimentos para o exercício pelo Estado (em particular, o Governo) dos referidos *poteri speciali*. Em particular, trata-se de competências que podem ser exercidas nos setores da defesa e da segurança nacional, bem como em determinadas áreas de atividade definidas como de importância estratégica nos setores da energia, dos transportes e das comunicações.

Por poderes especiais (*golden power*) entendemos, entre outros, o poder de ditar condições específicas para a aquisição de participações, de vetar a adoção de determinadas deliberações societárias e de se opor à aquisição de participações. O objetivo da disposição é compatibilizar a regulação nacional dos poderes especiais do Governo com o direito europeu, que está ligado às instituições da "golden share" e da "action spécifique" - previstas respectivamente nos sistemas jurídicos inglês e francês - e que no passado já tinha sido objecto de queixas levantadas pela Comissão Europeia e de condenação por parte do Tribunal de Justiça da UE.

Para definir os critérios de compatibilidade comunitária da regulação dos poderes especiais, a Comissão Europeia adoptou uma Comunicação específica, com a qual afirmou que o exercício desses poderes deve em qualquer caso

poteri speciali então atribuídos ao Estado em casos de privatização de sociedades empresárias que atuavam nos setores de defesa, segurança pública, energia, transportes e comunicações, alterando o quadro regulamentar definido pelo Lei nº 474 de 1994, substituindo o mecanismo da *golden share*.

Por meio da Lei nº 56/2012, o Estado italiano passou a exercer *poderes especiais* em sociedades que desenvolvem atividades estratégicas, lhe sendo facultado impor condições específicas na aquisição de participações societárias por parte de estrangeiros, vetar deliberações sobre operações extraordinárias ou de particular relevância potencialmente capazes de comprometer os interesses nacionais. A definição de “atividades de importância estratégica” no setor de defesa e segurança, bem como “ativos estratégicos” nos setores de energia, transportes e comunicações, estão previstos por essa lei de 2012. Ademais, ainda se identifica os procedimentos para a utilização do *golden power*, ou seja, a nova legislação trouxe maior previsibilidade e transparência quanto aos limites e hipóteses do novo instituto. O que se teve foi um esforço do legislador no sentido de delimitar com a maior precisão as atividades de importância estratégica, e os critérios de avaliação para se valer do exercício das prerrogativas especiais; os quais são exaustivamente listados e adequadamente modulados dependendo do setor relevante e da situação contingente.

Do ponto de vista das prerrogativas exercíveis pelo Estado, são eliminadas tanto a de se opor à estipulação de determinados acordos parassociais, quanto a de nomear um administrador sem direito de voto (previstos para as *poteri speciali*). Entretanto, são mantidos os poderes de veto relativamente a determinadas deliberações ou operações societárias em setores como defesa e segurança nacionais reputadas como sensíveis ao Estado. Além da escolha entre proibição ou autorização, existe a possibilidade de o Conselho de Ministros italiano impor condições ou requisitos se for considerado mais adequado e proporcional à proteção dos

ser implementado sem discriminação e é permitido se for baseado em "objectivos critérios, estáveis e tornados públicos" e se for justificado por "razões imperiosas de interesse geral". No que diz respeito aos sectores específicos de intervenção, a Comissão admitiu um regime especial para investidores de outro Estado-Membro quando tal se justifique por razões de ordem pública, segurança pública e saúde pública desde que, de acordo com a jurisprudência do Tribunal de Justiça, é excluída qualquer interpretação baseada em considerações económicas. No setor fiscal e no da supervisão das instituições financeiras, ou no que diz respeito aos movimentos de capitais, as exceções permitidas não devem constituir um meio de discriminação arbitrária, nem uma restrição disfarçada à livre circulação de capitais. Em qualquer caso, conforme indicado pela Comissão, a definição de poderes especiais deve respeitar o princípio da proporcionalidade, ou seja, deve atribuir ao Estado apenas os poderes estritamente necessários para atingir o objetivo prosseguido. As diretrizes contidas na referida Comunicação constituíram a base para o início, pela Comissão, de processos de infração contra as disposições do Decreto Legislativo n.º. 332/1994, que contém a regulamentação geral dos poderes especiais. Os processos de infração relativos às golden actions envolveram também Portugal, Reino Unido, França, Bélgica, Espanha e Alemanha.
Disponível em: <https://temi.camera.it/leg17/post/la_disciplina_del_golden_power_quadro_normativo.html>
acesso em 20/11/2023.

interesses nacionais. Paralelamente, nos setores da energia, transportes e comunicações, os poderes conferidos pelo *golden power* possibilitam condicionar a aquisição de participações sociais à assunção pelo comprador de compromissos destinados a garantir a proteção dos interesses essenciais do Estado, e até, em situações mais extremas, a possibilidade de oposição à própria operação societária (SERAFIN; 2019:1016)⁵⁶.

A gênese da intervenção regulatória de 2012 foi a adaptação do ordenamento jurídico italiano dos então *poteri speciali* (*golden share* na Itália) aos princípios do direito comunitário, os quais em reiteradas oportunidades foram apontados como violados pelo Tribunal de Justiça da União Europeia. Conforme aponta SANDULLI (2020:405) as razões para a inserção do *golden power* no ordenamento italiano foram, basicamente: (i) a crescente abertura dos mercados e a mudança da atenção do legislador para as atividades desenvolvidas em setores essenciais e não somente para as empresas privatizadas; (ii) a crise financeira de 2008; (iii) os diversos acórdãos do Tribunal de Justiça Europeu sobre as *golden shares*; (iv) a discricionariedade excessiva que permeou o sistema das *golden shares*, desencorajando investimentos estrangeiros; e (v) as crescentes preocupações em torno dos fundos de investimentos soberanos.

A questão dos fluxos de investimento de e para o exterior é um tema sobre o qual diferentes necessidades se mostram presentes e, não raras vezes, conflitam. Por um lado, se tem a crescente necessidade de se criar um ambiente econômico aberto ao investimento, com real capacidade de atrair capitais, criando-se empregos, aumentando a concorrência e o comércio. Por outro lado, existe a eventual necessidade de controlar e limitar os fluxos de capitais que possam conflitar com razões de interesse público. De fato, a abertura incondicional de mercados pode implicar riscos em setores específicos, considerados estratégicos ou, em qualquer caso, *sensíveis*, como a defesa nacional e os serviços públicos essenciais. Por esta razão, a identificação dos poderes e interesses especiais assegurados é um indicador válido da forma como o Estado se reserva o direito de intervir na economia.

O *golden power* diferiu da *golden share* ao estabelecer que o reconhecimento dos poderes detidos pelo Ministério da Fazenda italiano não resultava mais de previsão estatutária decorrente de uma participação acionária *sui generis* de titularidade do Estado, transcendendo, pois, a relação societária para se tornar um preceito legal que possibilita a intervenção estatal

⁵⁶ Disponível em:

<http://www.rivistaodc.eu/Tool/NewsletterArchive/Detail/view_html?id_newsletter=28&anno_rivista=2021> acesso em 03/01/2024.

em operações societárias em sociedades empresárias consideradas estratégicas pelo Estado e não mais restrito a empresas privatizadas, ou seja, se ampliou o espectro de atuação estatal para salvaguardar direitos coletivos de interesse nacional, não mais se reservando um título acionário para tanto ou uma previsão estatutária.

BASSAN (2014: 57) aponta que a novidade do instituto do *golden power* reside no movimento da intervenção de um nível subjetivo para objetivo, o que transformou a regulamentação específica sobre *golden shares*, trazendo uma regra geral sobre investimentos (estrangeiros ou nacionais) em setores estratégicos. Por esta razão, a alteração legislativa deveria ser colocada não mais apenas em relação à “jurisprudência das *golden shares*”, mas também e sobretudo às práticas dos Estados em matéria de investimento diretos estrangeiros.

Essa intervenção regulatória teve o intuito proteger os interesses nacionais italianos frente aos investimentos estrangeiros (fusões e aquisições), especificamente em áreas ligadas a tecnologia e telecomunicações, as quais, comumente, são dominadas por países asiáticos com predominância do capital chinês, como ressaltado por MARCANTUONO (2022: 8).⁵⁷

A expansão do instituto do *golden power* levou à inclusão, através do Decreto Legislativo nº 148/2017, dos setores de alta intensidade tecnológica e de infraestruturas financeiras no espectro de abrangência da nova sistemática de *poteri speciali*, a par dos já mencionados setores de defesa e segurança nacional, energia, transportes e telecomunicações. A evolução regulamentar do *golden power* em 2017 a 2019 deu origem a um sistema mais amplo, fruto da tentativa de se adaptar às novas necessidades decorrentes da rápida transformação tecnológica e da consequente relevância assumida por novos tipos de ameaças e novos ativos estratégicos, conforme aponta NAPOLITANO (2019: 549).

O artigo 14 do Decreto Legislativo nº 148/2017, posteriormente convertido na Lei nº 172/2017, inseriu no rol de atividades passíveis de utilização do *golden power* pelo Estado italiano a categoria de “setores de alta intensidade tecnológica”, entre os quais o legislador menciona: (i) infraestruturas críticas ou sensíveis, incluindo armazenamento ou gestão de dados, infraestruturas financeiras; (ii) tecnologias críticas, incluindo inteligência artificial,

⁵⁷ *Germania e Francia hanno così formulato una proposta di politica industriale per sollecitare l'Unione Europea ad una revisione delle proprie norme in materia, ormai percepite come "superate" di fronte alla concorrenza industriale sempre più agguerrita delle potenze asiatiche e degli Stati Uniti. È stata inoltre suggerita la necessità di una risposta unitaria ai rischi posti dagli investimenti esteri diretti, essendo possibile rimediare alle vulnerabilità europee solo attraverso interventi coordinati ed unitari, poiché la mancanza di interesse nell'adozione di un sistema di controllo potrebbe avere ritorzioni negative anche sugli altri Stati membri.* Disponível em: <https://tesi.luiss.it/34651/1/153363_MARCANTUONO_COSIMO.pdf> acesso em 15/10/2024.

robótica, semicondutores, tecnologias com potenciais aplicações de dupla utilização, segurança de redes, tecnologia espacial ou nuclear; (iii) segurança de fornecimento de insumos críticos; e (iv) acesso a informações sensíveis ou capacidade de controlar informações sensíveis.

Alessandro ARESU (2019: 117) ressalta que o *golden power* é instrumento de salvaguarda dos interesses italianos que ganha relevância na fase histórica recente, caracterizada por uma forte concorrência - especialmente nos setores acima mencionados e no que se refere à tecnologia 5G - entre os grandes blocos econômicos a nível global, entre os quais os Estados Unidos e a China se destacam.

Posteriormente, com o Decreto Legislativo nº 22/2019⁵⁸ (Decreto Brexit), novamente ampliou-se o âmbito de aplicação do *golden power* para incluir as *redes de telecomunicações eletrônicas de banda larga com tecnologia 5G*. O Decreto Brexit, que alterou diretamente o Decreto Legislativo nº 21/2012 em seu artigo 1º dispôs que, caso a empresa celebre contratos ou acordos destinados à aquisição de bens e serviços relativos à concepção, construção, manutenção e gestão de redes de serviços de telecomunicações sistemas eletrônicos de banda larga baseados na tecnologia 5G, ou adquirir componentes de alta tecnologia funcionais para a criação ou gestão dessas redes, ficará sujeito à obrigação de notificar o Conselho de Ministros italiano caso tais contratos fossem celebrados com entidades não comunitárias.

O primeiro exercício do *golden power* se deu na operação societária entre *Fastweb* e a sul-coreana *Samsung* para a criação da rede 5G na Itália⁵⁹. Devido à inclusão das redes móveis de nova geração em setores estratégicos de interesse nacional, o Conselho de Ministros italiano decidiu impor uma série condições à operação reportada pela *Swisscom*, controladora da *Fastweb*, com base no Decreto Legislativo nº 21/2012. Assim, foram impostas exigências com impacto nas normas de governança, controle e segurança, preconizando a obrigação de envolver a segurança corporativa nos processos de governança; realizando verificações nas atividades de testes e enviando os resultados ao Estado italiano, permitindo ações de monitoramento reputadas necessárias.

Outro ponto relevante ao estabelecimento do *golden power* foi a pandemia de Covid-19 que assolou o mundo e trouxe diversas repercussões na ordem social e econômica, trazendo

⁵⁸ Disponível em: <<https://www.covip.it/la-covip-e-la-sua-attivita/comunicazioni/altre-comunicazioni/brexit-decreto-legge-222019>> acesso em 25/11/2023.

⁵⁹ Disponível em: <<https://formiche.net/2019/06/5g-golden-power-del-governo-sul-progetto-pilota-fastweb-samsung/>> acesso em 25/11/2023.

uma recessão próxima, ou até maior, do que a crise de 1929 (MARCATUONO; 2022: 84). Com isso, o Estado italiano preocupado com vulnerabilidade de suas empresas às tentativas de aquisição por investidores estrangeiros, uma vez que se encontravam desvalorizadas com o enfraquecimento das atividades econômicas e da volatilidade do mercado, intensificou a utilização do *golden power* com uma legislação transitória, qual seja, o Decreto Legislativo nº 23/2020 (Decreto de Liquidez), convertido na Lei nº 40/2020⁶⁰.

Em detido estudo sobre o tema, LIPANI e MAZZONCINI (2021: 187) apontam que o denominado “Decreto sobre Liquidez” ampliou significativamente o âmbito de aplicação do *golden power* para abarcar: (i) transações e operações realizadas por investidores, tanto europeus como de países terceiros, que detinham ativos estratégicos nos setores dos transportes, energia, comunicações e altas tecnologias, que envolvessem uma mudança de controle, mudança de propriedade ou mudança de utilização pretendida de tais ativos ou atividades; (ii) aquisições de participações por investidores de países terceiros, caso a empresa-alvo detivesse atividades estratégicas nos setores de transportes, energia, alta tecnologia e comunicações, que implicassem na aquisição de pelo menos 10% do capital social ou dos direitos de voto, desde que o valor total do investimento fosse igual ou superior a 1 milhão de euros; e (iii) aquisições de participações por entidades da União Europeia ou de países terceiros em empresas que detinham ativos estratégicos nos setores dos transportes, energia, comunicações e alta tecnologia, resultando numa mudança de controle da empresa-alvo.

A União Europeia atenta à inovação do ordenamento jurídico italiano com a previsão do *golden power*, iniciou uma alteração do paradigma europeu sobre a então figura das *golden shares* e os investimentos estrangeiros⁶¹. Na Comunicação da Comissão das Comunidades Europeias de 2017⁶², essa alteração se mostra mais acentuada e evidente com a explicitação da necessidade de mudança de visão em relação aos investimentos estrangeiros na União Europeia

⁶⁰ Disponível em: <[Milleproroghe, golden power esteso al 2022. Arriva nuova cig per le imprese "strategiche" - la Repubblica](https://www.milleproroghe.it/2022/01/25/Arriva-nuova-cig-per-le-imprese-strategiche/)> acesso em 25/11/2023.

⁶¹ Ver *Communication from the commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and social Committee and the Committee of the Regions: A common European approach to Sovereign Wealth Funds*.

Disponível em: <<https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2008:0115:FIN:EN:PDF>> acesso em 25/11/2023.

⁶² Ver *COMMUNICATION FROM THE COMMISSION TO THE EUROPEAN PARLIAMENT, THE COUNCIL, THE EUROPEAN ECONOMIC AND SOCIAL COMMITTEE AND THE COMMITTEE OF THE REGIONS: Welcoming Foreign Direct Investment while Protecting Essential Interests*.

Disponível em: <<https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2017:0494:FIN:EN:PDF>> acesso em 25/11/2023.

no que diz respeito a abertura incondicional para uma abertura ponderada pela necessidade de preservação dos interesses essenciais do direito comunitário.

O fundamento para a alteração do espectro por parte da União Europeia foram os artigos 206 e 207 do Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia (TFUE) segundo os quais a União contribui para o desenvolvimento do comércio internacional e para a uniformidade da política comercial comum.

Diante das mais variadas medidas de controle sobre investimentos estrangeiros diretos com o objetivo de salvaguardar a segurança e ordem pública, a União Europeia buscou padronizar um mecanismo de cooperação entre seus Estados-membros, se valendo, inclusive, do apoio da Comissão das Comunidades Europeias⁶³ na troca de informações.

Neste contexto, em 19 de março de 2019, a União Europeia editou o Regulamento 2019/452⁶⁴ que estabeleceu um regime de análise dos investimentos diretos estrangeiros do Bloco Europeu⁶⁵.

O Regulamento nº 2019/452 prevê dois procedimentos distintos. O primeiro diz respeito aos investimentos estrangeiros já sujeitos a controles contínuos⁶⁶, os quais devem ser

⁶³ A Comissão das Comunidades Europeias foi a autora das representações perante o TJUE para apontar violações aos princípios comunitários pelos Estados que previam a utilização de *golden shares* em operações de privatização).

⁶⁴ Disponível em: <<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32019R0452>> acesso em 03/01/2024.

⁶⁵ Artigo 1º O presente regulamento estabelece um regime de análise, pelos Estados-Membros, dos investimentos diretos estrangeiros na União por razões de segurança ou de ordem pública, e que institui um mecanismo de cooperação entre os Estados-Membros, e entre os Estados-Membros e a Comissão, no que respeita aos investimentos diretos estrangeiros suscetíveis de afetar a segurança ou a ordem pública. Prevê a faculdade de a Comissão emitir pareceres sobre esses investimentos.

Disponível em: <<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32019R0452>> acesso em 17/01/2024.

⁶⁶ Artigo 6º.

1. Os Estados-Membros notificam a Comissão e os demais Estados-Membros de qualquer investimento direto estrangeiro no seu território que esteja a ser analisado, fornecendo, com a máxima brevidade possível, as informações a que se refere o artigo 9.o, n.o 2, do presente regulamento. Essa notificação pode incluir uma lista dos Estados-Membros cuja segurança ou ordem pública seja considerada suscetível de ser afetada. Na notificação, e se tal for aplicável, o Estado-Membro que efetua a análise deve procurar indicar se considera que o investimento direto estrangeiro que esteja a ser analisado é suscetível de ser abrangido pelo âmbito de aplicação do Regulamento (CE) nº 139/2004.

2. Caso um Estado-Membro considere que um investimento direto estrangeiro que esteja a ser analisado noutro Estado-Membro é suscetível de afetar a sua segurança ou ordem pública, ou disponha de informações pertinentes para essa análise, pode apresentar observações ao Estado-Membro que efetua a análise. O Estado-Membro que apresentar observações deve enviá-las à Comissão em simultâneo.

notificados aos Estados-membros e à Comissão das Comunidades Europeias. Assim, se um dos Estados considerar que o investimento sujeito a controle pode afetar a sua segurança ou a ordem pública, ou se dispuser de informações relevantes, pode notificar ao Estado-membro envolvido, enviando as também à Comissão, que por sua vez notificará os outros Estados-membros da formulação das observações. Ao mesmo tempo, a Comissão, caso considere que o investimento pode comprometer a segurança ou a ordem pública em mais de um Estado-membro, ou que disponha de informações relevantes, pode emitir um parecer dirigido ao Estado de origem do procedimento de controle.

O segundo procedimento concerne aos investimentos diretos estrangeiros que ainda não estão sujeitos a controle contínuo. Permitindo-se que um Estado-membro faça apontamentos sobre um investimento direto estrangeiro planejado ou já realizado em outro Estado-membro, sempre que considere que tal operação possa afetar a sua própria segurança, ordem pública ou sempre que possua informações relevantes capazes de influenciar no fato. Também nessa hipótese, a Comissão tem a possibilidade de emitir um parecer direcionado ao Estado-membro em que o investimento direto estrangeiro está planejado ou até realizado, apontando que considera que tal investimento possa afetar a segurança ou a ordem pública em mais de um Estado-membro.

Oportuno ressaltar que as observações e o próprio parecer da Comissão não são vinculantes, mas existe previsão expressa para que sejam levados em consideração pelos Estados-membros, sem prejuízo do fato de a decisão final caber ao Estado que realiza o respectivo controle.

Embora sejam louváveis os esforços para se aprimorarem mecanismos de cooperação, como o Regulamento nº 2019/452 da UE, os procedimentos assim estabelecidos conduzem a um prolongamento dos prazos necessários aos controles regulados, trazendo um significativo aumento da incerteza sobre o seu possível resultado, o que por consequência pode impactar diretamente os investimentos estrangeiros na União Europeia, como apontado por SERAFIN (2019: 1019).

Contudo, o Regulamento nº 2019/452 da União Europeia apontou uma drástica mudança quanto a intervenção estatal na economia de seus Estados-membros, demonstrando que o modelo italiano do *golden power* obteve capilaridade no Bloco Europeu com o escopo de se

trazer maior previsibilidade, segurança jurídica e assertividade à tão relevantes poderes detidos pelo Estado, sendo passível, ainda, de aprimoramentos contínuos para se manter o respeito aos princípios e normas do direito comunitário.

3.2. A introdução do instituto das *Golden share* no Brasil

3.2.1. Interesse público e as balizas para se instituir *golden shares* pelo Estado em processo de desestatização

De acordo com a Constituição de 1988, *interesse público* consiste na busca do bem comum na promoção dos direitos e valores fundamentais da sociedade⁶⁷, e na garantia de um Estado democrático, justo e socialmente responsável, sendo um princípio orientador da atuação estatal em benefício da coletividade (SILVA; 2000: 10), assegurando o equilíbrio entre os direitos individuais e o interesse coletivo⁶⁸. Entretanto, esse equilíbrio não é tão simples de se atingir, até porque, invariavelmente, aplica-se o princípio da supremacia do interesse público ao interesse do particular (MELLO; 2013: 21).

Procuraremos desenvolver o tema da dicotomia entre interesse público e privado a partir da premissa de que as *golden shares* são instrumentos assecuratórios do interesse público em sociedades empresárias desestatizadas, tornando-se imperioso delinear a expressão “interesse público”. Por se tratar de uma expressão de conteúdo aberto, sua imprecisão pode gerar inseguranças e conflitos, seja na esfera prática, seja na acadêmica, uma vez que se atribui ao intérprete da lei realizar sua exegese de acordo com a situação que mais se adequa a seus anseios.

Expressões de conteúdo aberto ocupam posição controversa no Direito. Por vezes atribui à norma caráter ético, representando um resgate de valores que a sociedade deixou se

⁶⁷ Art. 3º Constituem objetivos fundamentais da República Federativa do Brasil:

I - construir uma sociedade livre, justa e solidária;

II - garantir o desenvolvimento nacional;

III - erradicar a pobreza e a marginalização e reduzir as desigualdades sociais e regionais;

IV - promover o bem de todos, sem preconceitos de origem, raça, sexo, cor, idade e quaisquer outras formas de discriminação.

Disponível em:< https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicaocompilado.htm> acesso em 17/01/2024.

⁶⁸ Art. 23 (...)

Parágrafo único. Leis complementares fixarão normas para a cooperação entre a União e os Estados, o Distrito Federal e os Municípios, tendo em vista o equilíbrio do desenvolvimento e do bem-estar em âmbito nacional.

Disponível em:< https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicaocompilado.htm> acesso em 17/01/2024.

esvair. Também cria uma ponte entre a faticidade e a validade, tomando por empréstimo a terminologia de HABERMAS (2003: 147), permitindo ao Direito adaptar-se à dinâmica cada vez mais veloz da realidade dos fatos. Mas também é instrumento que pode ensejar o abuso no exercício do poder, elemento de indeterminação que por vezes viabiliza que a norma seja interpretada com abuso, em favor de poucos e em detrimento de muitos, voltando-se contra seus próprios criadores: o povo. São duas expressões desta natureza, que ora se unem e ora se cindem: interesse público e interesse privado.

A imprecisão da expressão *interesse público* depende de discricionariedade do intérprete, o que lhe atribui elasticidade para se amoldar às necessidades estatais de fazer valer sua potestade em momentos econômicos e sociais diversos.

Se por longo tempo absorveu-se a premissa da prevalência dos interesses públicos sobre os particulares como verdade regente incontestável do ordenamento jurídico, o paradigma democrático atual busca dar novos contornos a essa expressão. Assim, a questão não pode ser vista de forma simplista sem que se atenha a sua real complexidade: ou o interesse é público e merecedor de uma posição superior na estruturação hierárquica do Direito ou é privado, e deve se render a interesses públicos que porventura lhe oponham.

Com a evolução social o problema torna-se cada vez mais complexo, e a solução binária oferecida pelo Direito é cada vez menos satisfatória. Esta definição pressuposta e apriorística do interesse público e do privado é reconfortante para o Direito, que subitamente livra-se de possíveis antinomias no âmbito do juízo de aplicação, figurando antes como instrumento da lógica jurídica. A realidade, entretanto, cobra uma reformulação do problema, sobretudo em virtude da tênue linha divisória entre o interesse coletivamente compartilhado e o arbítrio estatal.

Essa dicotomia entre interesse público e privado e a abstração da expressão *interesse público* traz inquietações, outrossim, no direito empresarial, um ramo do direito em que é inegável a predominância dos ditames do direito privado e dos usos e costumes do mercado.

E tal apontamento não desabona o direito empresarial e nem faz com que se tenha uma tábua rasa do direito público menoscabando a construção doutrinária clássica de interesse público.

A cisão lógica entre público e privado pressupõe oposição em harmonia. E esta oposição somente pode partir de outro indivíduo ou de um grupo deles, sendo pressuposto para tanto a convivência entre os homens. Não sem razão HABERMAS defende a cooriginalidade da autonomia pública e privada:

Uma ordem jurídica é legítima na medida em que assegura a autonomia privada e a autonomia cidadã de seus membros, pois ambas são co-originárias; ao mesmo tempo, porém, ela deve sua legitimidade a formas de comunicação nas quais essa autonomia pode manifestar-se e comprovar-se. (2003: 147)

Entretanto, o que o direito empresarial se incumba de fazer é a adequação da clássica noção de interesse público à dinâmica das relações socioeconômicas, dada sua fluidez e mutabilidade no decorrer do tempo, não comportando a ideia de que o interesse público é onipotente e que ao Estado sob argumento de que a uma empresa estatal se tem a personificação de um conceito aberto e difuso que tudo autoriza e o legitima (PINTO JÚNIOR; 2013: 6).

Em análises da atuação estatal em atividades econômicas comercialistas buscam ter parcimônia ao interpretar o interesse público que baliza a instituição de uma sociedade estatal, preocupando-se não só com a coerência do preceito jurídico com a própria atividade da empresa, ou seja, *o interesse público deve guardar ao mesmo tempo correlação lógica com o objeto social e não colocar em risco a sustentabilidade financeira da companhia no longo prazo* (PINTO JÚNIOR; 2013: 6).

Assim, não se olvida da relevância do interesse público e estratégico de uma sociedade estatal, mas também se ocupa em mantê-la saudável como atividade econômica atendendo aos ditames da Lei das S.A., afinal sociedades de economia mista devem ser constituídas na forma de sociedades anônimas. A atividade estatal deve ser lucrativa, mesmo que minimamente, acomodando-se o interesse público ensejador da necessidade justificadora da atuação estatal na atividade econômica.

Como já apontado, para que o Estado explore atividade econômica é imprescindível a existência de relevante interesse coletivo e imperativos de segurança nacional, sendo que tal intervenção se dará através de sociedades de economia mista, empresas públicas e suas controladas e coligadas, a teor do artigo 173, §1º, da Constituição

Com efeito, dada a existência originária dos requisitos para exploração de atividade econômica pelo Estado, na hipótese de se alienar o controle societário de sociedades de economia mista e de empresas públicas, lhe é facultado inserir no estatuto social da sociedade desinvestida uma ação preferencial de classe especial denominada *golden share* que, numa última análise será a expressão do interesse público subjacente na atividade estatal entregue ao particular, a teor do §7º, do artigo 17 da Lei das S.A. Tem-se, ademais, uma forma de se resguardar a soberania do Estado caracterizada no interesse nacional presente na empresa alienada. Procura-se evitar, de fato, que atividades essenciais para a segurança, defesa e

manutenção da ordem pública sejam transferidos ou sofram ingerência de estrangeiros (PELA; 2012: 156).

Com isso, pode se afirmar que o interesse público balizador da instituição da *golden share* está umbilicalmente ligado às razões expostas pelo legislador para autorizar a criação da sociedade de economia mista ou da empresa pública então desinvestida. Aliás, importante pontuar que eventual desinvestimento de uma estatal por parte da Administração Pública, por si só, não indica que a atividade já não apresente as características que ensejaram sua criação, uma vez que as razões que levam o administrador público a alienar seu controle acionário podem ser dos mais diversos (*e.g.*: necessidade de obter recursos para a prestação de serviços à população), tornando forçosa a inserção no estatuto da ação de classe especial para assegurar que terá alguma ingerência, mesmo que mitigada, naquela atividade.

O que se infere é que a criação de sociedades empresárias estatais transcende a mera obtenção de recursos ao erário, sendo caracterizado pela convergência do interesse público⁶⁹ e do interesse social⁷⁰, isso porque sua própria constituição autorizada por lei pressupõe o interesse público primário e o objetivo de perseguir o bem comum. Nesse sentido, extrai-se lição de Georg JELLINEK (*apud* KRELL; 2011: 12) afirmando que

A justificação do próprio Estado é atrelada a uma atuação que favorece os interesses solidários individuais, nacionais e humanos em direção a uma evolução progressiva e comum. Por isso, não se pode falar de interesse público sem falar de bem comum.

RODRIGUES (2004: 419-420), estudioso português sobre a temática, frisa que o Estado acionista pratica tanto atos de gestão pública quanto de gestão privada surgindo o seguinte paradoxo:

Será mais fácil surpreender o confronto entre interesse público e a sua sobreposição ao interesse da sociedade nas sociedades onde o Estado detém uma participação minoritária privilegiada do que nas sociedades de capitais exclusiva ou minoritariamente públicos.

De facto, numa sociedade de capitais exclusivamente públicos o interesse público tende a coincidir com o interesse da sociedade – apesar de, como vimos, um e outro não serem equivalentes –, sabendo-se que quanto maior for a participação social detida pelo Estado, maior será a emergência do interesse público como interesse predominante na empresa.

⁶⁹ Pertinente apontamento realizado por GABARDO e REZENDE (2017: 278) de a acepção de interesse público, por se tratar de conceito jurídico indeterminado, é dinâmica podendo variar de acordo com os valores da época.

⁷⁰ Aqui utilizamos a expressão *interesse social* no sentido adotado pela teoria institucionalista de Rathenau.

Assim, é indissociável o interesse público primário que se transmuta, mesmo que em grau menor às sociedades privadas em que se têm a previsão estatutária de *golden share*, sob pena de desnaturar a principal característica ensejadora da própria criação da sociedade estatal ora privatizada, que originariamente atendeu ao artigo 173, §1º, da Constituição, e da Lei nº 13.303/16, denominada Estatuto Jurídico das Empresas Estatais e à Lei nº 6.404/76, a Lei das S.A.

3.2.2. Conceito de *golden shares* no Brasil

Importante ao presente estudo a conceituação de *golden shares* no ordenamento brasileiro, delimitando seus contornos e abrangência para, então, analisar-se a natureza jurídica do exercício das prerrogativas por elas asseguradas ao Estado em processo de desestatização.

Para se ter maior precisão conceitual das ações preferenciais de classe especial (*golden shares*), importante retrocedermos a alguns conceitos prévios que permeiam essa classe acionária.

Representando uma fração do capital social se tem a ação, que assegura ao seu titular a condição de acionista, o qual tem, por consequência, a participação societária, nos moldes previstos na primeira parte do artigo 1º da Lei das S.A.⁷¹ BULHÕES PEDREIRA e LAMY FILHO (2010: 215) lecionam que a *participação societária é o conjunto dos direitos e obrigações de uma posição jurídica de sócio, ou parte do contrato de sociedade*. Assim, o acionista é sujeito de direitos e obrigações na ordem societária, devendo pautar sua conduta perante a sociedade de modo a não a prejudicar ou até a verter seu objeto a satisfação de seus interesses pessoais em prejuízo dos interesses sociais.

Oportuno trazer a lição de CARVALHOSA (2013: 208) apontado a superação do conceito clássico de ação que preconizava se tratar da divisão em partes iguais do capital social representado por um título negociável. Com efeito, CARVALHOSA conceitua *ação como a fração negociável em que se divide o capital social, representativa de direitos e obrigações do acionista*.

De acordo com o conceito proposto por CARVALHOSA a ação deixa de representar a noção de valor de capital (quantitativo) para se apegar a ideia de instrumento de exercício de

⁷¹ Art. 1º A companhia ou sociedade anônima terá o capital dividido em ações (...)

direitos legais e estatutários abstraindo-se dos valores aportados em decorrência da subscrição da ação. Essa abstração se dá em virtude da possibilidade de se prever no estatuto ações com ou sem valor nominal.

Não se deve deixar de lado que CARVALHOSA (2013: 208) excetua as *golden shares* de seu conceito de ação. Isso se dá em virtude das peculiaridades desse tipo acionário.

Quanto a circulação de capitais em sociedades anônimas se destaca lições de EIZIRIK, GAAL; PARENTE e HENRIQUES (2011: 66) no sentido de que

a regra é a da livre circulação das ações, o que significa que o titular de uma ação pode transferi-la livremente a quem lhe convier e quando o desejar, com exceção da preferencial de classe especial – a *golden share* (artigo 17, §7º da Lei das S.A.).

Conforme preconizado pelo §7º do artigo 17 da Lei das S.A., as *golden shares* são tidas como uma espécie da classe de ação preferencial.

O fato de se ter uma ação preferencial de classe especial cuja propriedade é exclusiva do Poder Público, suprime uma característica elementar da ação, qual seja: a circulação de capitais. Com isso, a *golden share* é de propriedade única e exclusiva do ente desestatizante que não pode aliená-la, nem mesmo a outro ente público (CARVALHOSA; 2014: 469). E, por razões óbvias, essa característica se torna mais evidente em sociedades abertas.

Nessa hipótese, há justificativa para que a circulação de capitais seja tolhida, tornando-se a inalienabilidade uma exceção à regra, uma vez se tratar de um instrumento inserido na legislação para que o Estado em situações excepcionais intervenha em votações em assembleia de sociedades anônimas desestatizadas buscando a defesa do interesse público⁷².

Para tanto, o legislador optou por introduzir no ordenamento jurídico brasileiro uma ação com importante restrição em seu elemento, a ação preferencial de classe especial de

⁷² SCHWIND (2017: 400) ressalta que: as regras que impedem a transferência das *golden shares* decorrem da própria função atribuída ao mecanismo, que é a de ser um instrumento para que o Estado assegure a consecução de certas finalidades que justificaram a sua própria presença como sócio da empresa. Assim, a inalienabilidade das *golden shares* é inerente à sua natureza. Há, portanto, um *interesse legítimo* que justifica a sua inalienabilidade. Ademais, as críticas contra a inalienabilidade das ações seriam uma forma de se tentar proteger o próprio titular dessas ações, que fica privado de um direito seu, tornando-se “prisioneiro” do seu título. No caso das *golden shares*, essa preocupação com a defesa dos direitos do seu detentor não se aplica, já que sua titularidade é justamente uma forma de garantir certas prerrogativas. Se o Estado detiver certos poderes em função da titularidade de *golden shares*, a impossibilidade de transferência dessas ações não será propriamente um problema. Portanto, as *golden shares* se revelam um mecanismo plenamente compatível com o direito societário brasileiro e com os princípios que o orientam.

propriedade do ente público em casos de desestatização, a qual tem o escopo de possibilitar ao Estado alguma ingerência em matérias que possam violar o interesse público.

CARVALHOSA (2013: 317) apresenta o seguinte conceito para *golden share*:

A golden share caracteriza-se como um instrumento direto de política pública que pode, em certa medida, dar concreta eficácia às funções de uma agência estatal reguladora. Esta age externamente à companhia, enquanto a golden share permite ao Estado, mediante o exercício do direito de veto, atuar na própria sociedade privatizada a favor da coletividade (interesse público primário) e sobre o mercado (manutenção do regime de concorrência).

SARFERT (2000: 244) salienta que

A golden share deve ser encarada como o mecanismo encontrado pelo Estado de garantir a existência de controle público residual sobre as sociedades privatizadas, atribuindo ao Estado direitos ou poderes especiais com relação a conjunto de matérias previamente delimitadas nos estatutos da sociedade privatizada. Ela tem por objetivo o cauteloso e gradual desintervencionismo estatal, não constituindo, em hipótese nenhuma, forma de se manter a intervenção estatal anteriormente existente.

Com base no direito português, NUNO CUNHA RODRIGUES (2004: 260) afirma que a previsão dessa classe acionária derogou o Código das Sociedades Comerciais, uma vez que o trouxe o *intuitu personae* às sociedades anônimas por conferir privilégios especificamente ao Estado enquanto acionista minoritário.

A *golden share* se mostra como um valor mobiliário *sui generis*, artigo 2º, I, da Lei nº 6.385/76⁷³, através do qual o Estado, mesmo na condição de acionista minoritário, exerce grande influência na gestão de uma sociedade empresária desestatizada, internalizando o interesse público, podendo atuar como regulador do próprio mercado.

3.2.3. Natureza Jurídica do exercício das prerrogativas asseguradas pelas *golden shares*

A natureza jurídica do exercício dos poderes atribuídos ao Estado pelas *golden shares* é um tema complexo e multifacetado, dispondo de interface tanto no Direito Comercial quanto no Direito Administrativo, dada sua relevância para a organização e controle de empresas, especialmente aquelas que foram desestatizadas, mas ainda são consideradas estratégicas para o Estado.

⁷³ Art. 2º São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei:

I - as ações, debêntures e bônus de subscrição;

O exercício pelo Estado das prerrogativas asseguradas pelas *golden shares* se exterioriza através do direito de veto ou voto a determinadas matérias em Assembleia Geral ou no âmbito do Conselho de Administração, em matérias autorizadas pelo estatuto social sempre calcado na defesa do interesse público. Com isso, aponta-se para a existência de um sub-ramo do Direito que toca ao Direito Administrativo e ao Direito Societário, o que, nas palavras de ARAGÃO (2016: 201), é denominado Direito Administrativo Societário abarcando as participações minoritárias do Estado, incluindo as *golden shares*.

Ao Estado acionista se aplica o Direito Societário em sua maior parte, não sendo absolutamente idêntico ao tratamento dispensado às sociedades empresárias totalmente privadas. Assim, se diz que a aplicabilidade do Direito Societário é parcial incidindo também princípios e normas de Direito Administrativo inerentes à Administração Indireta (a exemplo da Lei nº 13.303/16 – Estatuto Jurídico das Estatais), fazendo com que o Direito Societário sofra sensíveis alterações e adaptações, mormente, se a atuação estatal se der independente do Tesouro Nacional e em regime de concorrência no mercado.

O exercício do direito de voto e de veto (no caso das *golden shares*) se trata de um ato jurídico *lato sensu* na acepção mais ampla do termo, apresentando como característica primordial ser um ato de vontade do acionista com o escopo de causar efeitos no mundo jurídico. Quanto ao alcance do ato jurídico, destaca-se lição de WASHINGTON DE BARROS MONTEIRO (1976: 175):

Adquirir, resguardar, transferir, modificar ou extinguir direitos, eis, em poucas palavras, em toda a sua extensão e profundidade, o vasto alcance dos atos jurídicos.

Assim, o ato jurídico que é praticado pelo Estado, a exemplo do exercício do direito de voto ou de veto, em regra, possui uma condição qualificadora que o erige a *ato administrativo*, qual seja, a manifestação de vontade estatal. Importante, ainda, apontar que os elementos do ato jurídico (sujeito, objeto, forma e vontade) estão presentes no ato administrativo. Todavia, o sujeito se trata de um agente público e o objeto é preordenado a determinado fim de interesse público, mas por fim será um instrumento da vontade para a produção dos mesmos efeitos do ato jurídico (CARVALHO FILHO; 2014: 99).

RODRIGUES (2004: 397) afirma que o exercício do direito de veto pelo Estado acionista o caracteriza como ato administrativo.

O *acto* praticado ao abrigo do *poder de veto administrativo* é, em rigor, um *acto administrativo*, entendido como *acto jurídico unilateral (veto) praticado*,

no *exercício do poder administrativo* (poder de veto administrativo), por um órgão da Administração ou outra entidade pública ou provada habilitada por lei.

ARAGÃO (2016: 202) ressalta que:

explica que, mesmo quando não se trata de atividade de autoridade e a lei determine a aplicação do direito privado, sempre haverá o interesse público a ser realizado, pois se ele não houvesse ali, nem seria o caso de haver o atuar administrativo, “e as condições e instrumentos para a sua realização não são disciplinados pelo direito privado. (...) Isso não quer dizer que a realização do interesse público não possa também se valer de instrumentos de direito privado. (...) O direito privado pode servir à realização daquele interesse público que foi definido pelo Direito Administrativo”.

Sobre esse fenômeno, o autor afirma que a causa dessa situação confusa em termos de regime jurídico se deve “à invenção, ou à procura de se inventar um Direito Administrativo privado, ou, caso se prefira se falar de outra forma, um Direito Administrativo paritário. E a série parece hoje continuar com o nascimento do ‘Direito Administrativo Societário’, (...)”

Assim, não se pode olvidar que o exercício das prerrogativas asseguradas pelas *golden shares* demonstram uma relação de gênero (ato jurídico) e espécie (ato administrativo), sendo possível extrair-se todos os elementos do ato administrativo, quais sejam: (i) sujeito competente; (ii) forma; (iii) motivo; (iv) objeto; (v) finalidade. Aliás, oportuno asseverar que o exercício do veto se trata, em verdade, de voto de bloqueio, ou seja, um voto qualificado.

Oportuno consignar que tais elementos constituem os pressupostos necessários para a validade dos atos administrativos, ou seja, a inobservância de algum desses requisitos viciará o ato, eivando-o de ilegalidade, sujeitando-o a controle jurisdicional e a eventual anulação.

Quanto a competência, leva-se em conta a divisão de atribuição para o exercício de determinada tarefa. O sujeito é competente caso a legislação lhe outorgue poderes para executar alguma função dentro da Administração Pública. No caso em questão, o agente público competente será aquele representante do ente público que é titular da *golden share* que exercerá o direito de veto ou voto em assembleia. CARVALHO FILHO (2015: 107) leciona que o elemento da *competência administrativa anda lado a lado com o da capacidade no direito privado*. Importante salientar, ademais, que o sujeito competente deve necessariamente ser um agente público (na acepção mais ampla do conceito, caracterizado por ser todo aquele que exerce uma função pública, de forma temporária ou permanente, com ou sem remuneração).

A forma é elemento que integra o ato administrativo, se caracterizando por ser o meio de exteriorização da vontade, sendo um instrumento de sua projeção. Por se tratar de um ato administrativo, a forma deve, necessariamente, ser prevista em lei. E na hipótese do exercício

dos poderes atribuídos pela *golden share* depara-se com a previsão do §7º do artigo 17 da Lei das S.A. que inseriu na legislação societária a figura da ação preferencial de classe especial, bem como o edital de desestatização e o próprio estatuto social que elencaram as prerrogativas desta classe acionária.

O fundamento jurídico acrescido ao fato que leva a prática do ato administrativo é denominado motivo. O motivo do ato administrativo representa as razões que justificam a edição do ato. É a situação de fato e de direito que gera a vontade do agente quando da prática do ato administrativo. Pode ser dividido em: pressuposto de fato, enquanto conjunto de circunstâncias fáticas que levam à prática do ato; e pressuposto de direito, que é a norma do ordenamento jurídico e que vem a justificar a prática do ato. Para se identificar o motivo ensejador da atuação estatal através da *golden share* em determinada situação é preciso analisar a razão de interesse público ensejadora da utilização das prerrogativas asseguradas por essa classe acionária (CARVALHO FILHO; 2015: 115).

Importante frisar que o motivo, como elemento do ato administrativo, ainda traz consigo mais uma característica intrínseca ao ato: a vinculação e a discricionariedade. Através do ato administrativo o Estado exerce sua supremacia em face do particular, sendo que essa potestade deve obedecer a regramentos que visam coibir abusos e arbitrariedades. DI PETRO (2023: 220) afirma que se a legislação não deixa opções ao administrador público a não ser o dever de agir diante de determinados requisitos quando alguma situação se configura, se tem a adstrição da Administração Pública, ou seja, o ato administrativo é caracterizado como vinculado, gerando ao particular direito subjetivo de exigir da autoridade pública a atuação estatal, sob pena de correição judicial. Por outro lado, se a legislação deixa à cargo do administrador público a análise de oportunidade e conveniência para sua atuação no caso concreto, se tem o ato discricionário. CARVALHO FILHO (2015: 72) aponta que “nesse caso é o próprio agente que elege a situação fática geradora da vontade, permitindo, assim, maior liberdade de atuação, embora sem afastamento dos princípios administrativos”.

SUNDFELD (2018: 381) conceitua a discricionariedade como sendo um

dever-poder de o administrador, após um trabalho de interpretação e de confronto da norma com os fatos, e restando ainda alguma indeterminação quanto à hipótese legal, fazer uma apreciação subjetiva para estabelecer qual é, no caso concreto, a decisão que melhor atender à vontade da lei.

E no que toca ao presente estudo, pode se concluir que o exercício das prerrogativas asseguradas pelas *golden shares* se mostram como um ato discricionário, uma vez que o Administrador Público deve, necessariamente, quando inseridas na ordem do dia em assembleia

geral de acionistas matéria passível de utilização dos poderes de veto, analisar a conveniência e oportunidade de se intervir na administração de uma sociedade empresária desestatizada. Não se deve confundir as balizas que a legislação e estatuto social fixam a atuação estatal como uma vinculação do administrador na prática do ato, mas sim uma limitação que não dispõe do condão de descaracterizar o exercício do poder de veto ou voto como discricionário. À guisa de exemplo podemos citar eventual alteração de denominação (desde que enumerada no rol de matérias sujeitas a veto) de uma sociedade desestatizada, sendo que o ente público titular da *golden share* dispõe de poder veto a decisão tomada por maioria na assembleia quanto a referida mudança de denominação societária, ou seja, o administrador público analisará oportunidade e conveniência de se valer do poder de veto em assembleia na hipótese de discordância com a aprovação do conclave de acionistas.

Aliás, oportuno elucidar que a discricionariedade não se confunde com liberdade administrativa que traz a ideia de atuação do administrador *apesar da lei*, tendo a subjetividade um papel fundamental para sua atuação. Todavia, no ato discricionário a liberdade que o administrador possui é relativa e *decorre da própria lei*. SUNDFELD (2018: 379) destaca que:

O Estado de Direito, com a adoção da tripartição de funções e do postulado da supremacia da lei, criou uma sujeição jurídica para o administrador: o princípio da legalidade, pelo qual ele só pode agir se houver lei autorizadora e deve fazê-lo nos estreitos limites da autorização. Se acaso resulta, ainda, em Estado de Direito, alguma “liberdade” para a Administração, há de ser certamente algo bem diverso daquela existente no Estado Polícia. Antes, liberdade por falta de lei, agora “liberdade” por força da lei.

Ressalta-se devidamente que, se “liberdade” ainda há, não se trata de liberdade apesar da lei – em outros termos: resultante de um espaço não normado, no atingido pela lei – mas “liberdade” por força da lei, isto é, liberdade que a lei, por alguma razão, concede à Administração. E nem poderia ser diferente, eis que, se ao administrador só se reconhecem aqueles poderes expressamente outorgados por lei, a ausência dela não pode significar outorga de poderes, mas antes negação deles.

Contudo, não se há de falar em “liberdade” administrativa. Esta expressão é totalmente inconveniente para explicar a discricionariedade, isto é, para designar o poder que a Administração pode ter de, no caso concreto, apreciar subjetivamente se estão presentes os pressupostos fixados pela lei como autorizadores da emanção do ato. Liberdade é mais propriamente, uma faculdade de agir limitada apenas negativamente, um poder de ação jurídica reconhecido aos sujeitos privados, que estes exercem no seu próprio interesse. A liberdade, juridicamente, pode ser entendida como um poder que resulta da ausência de proibições. É a ideia essencial do direito privado.

Assim, a discricionariedade se mostra como exceção, pois, mesmo que de forma reduzida, possibilita ao Administrador Público atuar com certa medida de subjetividade, e como ressaltado por SUNDFELD (2018: 381)

a apreciação subjetiva, só admissível quando nenhuma apreciação objetiva é mais possível, situa-se dentro de “um limite além do qual nunca terceiros sejam de outra opinião, mas não podem pretender que só eles estejam na verdade, e que outros tenham uma opinião falsa”.

Como elemento do ato administrativo ainda se tem o objeto, que é caracterizado pelo efeito jurídico imediato, ou seja, é o resultado prático produzido pelo ato. DI PIETRO (2023: 215) afirma que para identificar-se *esse elemento, basta verificar o que o ato enuncia, prescreve, dispõe*. No caso das *golden shares*, o objeto é exercício do direito de voto ou de veto nos termos previstos no estatuto social.

Por fim, como último elemento do ato administrativo se tem a finalidade caracterizada pelo bem jurídico tutelado pelo exercício do ato, é o que se visa proteger com uma determinada conduta; o efeito jurídico mediato. Quanto ao exercício das prerrogativas asseguradas pelas *golden share* a finalidade do ato administrativo é a tutela do interesse público, do bem comum albergado pela intervenção do Estado na gestão de uma sociedade empresária desestatizada.

Dessa forma, pode se concluir que o exercício do direito de voto ou veto outorgado pelas ações preferenciais de classe especial ao Estado tem a natureza jurídica de ato administrativo, uma vez que ao exercício destas prerrogativas se encontram presentes todos os elementos que o caracterizam. Inclusive, o ato se mostra como discricionário e limitado pelas previsões insertas no respectivo estatuto social, cuja comprovação será demonstrada no tópico seguinte através da análise do fluxo da formação e exteriorização da vontade estatal.

3.2.4. Fluxo da formação e da exteriorização da vontade estatal a ser exercida através do voto e veto em decorrência da titularidade da *golden share*

Após detida pesquisa com análises de Leis, Decretos, Portarias e Estatutos Sociais de sociedades que dispõem de *golden shares* de titularidade da União, bem como de entrevista

com o Coordenador-Geral de Participações Societárias do Tesouro Nacional⁷⁴, obtivemos como resultado a normatização apenas parcial na esfera federal do fluxo de formação da vontade estatal.

De acordo com a depuração das informações constantes dos estatutos sociais verificou-se que apenas a Embraer S.A. e o IRB-Brasil Resseguros S.A. preveem procedimento específico para a análise das matérias passíveis de veto por parte da União com fundamento na titularidade de ação de classe especial. Todavia, mediante entrevista com o Coordenador-Geral de Participações Societárias do Tesouro Nacional verificou-se que a Vale S.A. e Eletrobras mesmo sem previsão estatutária, adotam na prática procedimento similar aos destas sociedades que dispõem de detalhamento procedimental em seu estatuto.

O estatuto social da Embraer em seu artigo 9º, §2º, delineia o procedimento formal para o Conselho de Administração apreciar matérias que são passíveis de veto da União na condição de titular da *golden share*.

De acordo com a liturgia prevista no estatuto, primeiramente, a matéria será analisada pelo Conselho de Administração (art. 9º, §2º, inciso I) e, no caso de aprovação, o Presidente do Conselho notificará o membro eleito pela União para exercer seu direito de veto ou se manifestar favoravelmente à matéria dentro do prazo de 30 dias a contar da data da notificação. Após decurso do prazo de 30 dias, será realizada nova reunião do Conselho para: (i) reconsiderar a deliberação, na hipótese de veto pelo ente público; ou (ii) ratificar a deliberação, caso a União tenha se manifestado favoravelmente ou tenha sido silente. No caso de se ter uma ratificação da deliberação o Conselho de Administração submeterá a matéria a aprovação da Assembleia Geral, se a legislação assim exigir, oportunidade em que, novamente, a União poderá exercer seu direito de veto.

Adicionalmente, ao detalhado procedimento previsto no estatuto em seu art. 9º, §2º, inciso I, e o §3º, verifica-se que todas as matérias sujeitas a veto da União em decorrência da ação ordinária de classe especial a serem deliberadas pelo Conselho de Administração, deverão ser objeto de notificação prévia da Embraer ao Ministério da Fazenda para pronunciamento, também, no mesmo prazo de 30 dias previsto no inciso II do parágrafo antecedente.

⁷⁴ A entrevista foi realizada no dia 13/08/2024, com o Sr. Bruno Cirilo Mendonça de Campos, Coordenador-Geral de Participações Societárias do Tesouro Nacional, que se dispôs a esclarecer pontos fundamentais para se compreender o complexo mecanismo do fluxo de formação da vontade estatal na esfera das participações societárias minoritárias da União em decorrência da titularidade de *golden shares*.

O currículo do entrevistado se encontra disponível em: <<https://www.gov.br/fazenda/pt-br/composicao/secretaria-do-tesouro-nacional/subsecretaria-de-gestao-fiscal/bruno-cirilo-mendonca-de-campos>> acesso em 13/08/2024.

Assim, na Embraer se constata a sujeição das deliberações a um detalhado procedimento de escrutínio e apreciação pelo poder público em decorrência da ação de classe especial, haja vista o potencial de se afetar o interesse público explicitado nas disposições do artigo 9º do Estatuto.

O IRB-Brasil Resseguros S.A. dispõe de previsão estatutária (§3º do artigo 8º) de procedimento formal para o Conselho de Administração analisar matérias que são passíveis de veto da União na condição de titular da *golden share*.

Para deliberações das matérias sujeitas a veto em decorrência da *golden share* o Conselho de Administração (CA) será convocado com antecedência de 35 (trinta e cinco) dias, com notificação, simultaneamente, ao representante da União no Conselho para que exerça seu direito de veto ou se manifeste favoravelmente à matéria no prazo de 30 (trinta) dias corridos contados do envio da notificação.

Após o decurso do prazo de 35 dias será realizada reunião do CA para deliberar sobre a matéria, sendo que nessa referida reunião não será considerada aprovada pelo órgão caso a União tenha exercido seu direito de veto. Entretanto, caso a União tenha se manifestado favoravelmente ou tenha permanecido silente, o CA poderá apreciar e aprovar ou não a deliberação.

Adicionalmente, caso a matéria dependa de aprovação da Assembleia Geral de Acionistas, deverá ser levada à deliberação na hipótese de prévia aprovação da União acerca do tema.

Como apontado anteriormente, em entrevista realizada com o Coordenador-Geral de Participações Societárias do Tesouro Nacional obtivemos dados de que, mesmo na ausência de previsão estatutária e legal propriamente dita, a Vale S.A. e Eletrobras adotam na prática procedimento similar ao acima mencionado, com o Presidente do Conselho de Administração oficiando a União, através do Ministério Supervisor, das matérias da Ordem do Dia que poderão ser objeto de seu voto ou veto para que o Ministério da Fazenda se posicione.

Ultrapassadas as previsões estatutárias de procedimento inicial para o fluxo de formação da vontade estatal, passaremos ao apontamento da legislação atinente à espécie.

O procedimento de formação da vontade estatal a ser exteriorizada em assembleias é um tanto quanto difuso, uma vez que não se tem uma sistematização procedimental estanque para que a União exerça as prerrogativas asseguradas pelas ações de classe especial.

Primeiramente, compete asseverar que o Ministério da Fazenda tem a competência exclusiva de administrar o patrimônio da União, incluindo suas participações societárias minoritárias, conforme inciso VI do artigo 39 do Decreto-Lei nº 200/67⁷⁵. Com isso, se tem o Ministério da Fazenda como o efetivo órgão decisório da União quanto a orientação de voto ou veto nas assembleias gerais de acionistas.

Deve se pontuar, ademais, que por força do inciso V do artigo 2º do Decreto nº 92.452/86⁷⁶ o controle das participações societárias da União é atribuição da Secretaria do Tesouro Nacional (STN) integrando a estrutura do Ministério da Fazenda. Frise-se que o controle mencionado no dispositivo legal não diz respeito à natureza decisória ou de governança, mas sim a natureza de controle contábil da participação societária estatal, bem como apoio técnico, permanecendo a competência decisória em assuntos societários privativa do Ministro da Fazenda, o que nos foi esclarecido através da aludida entrevista.

Com efeito, para se ter a manifestação do Ministério da Fazenda, o Conselho de Administração através de seu Presidente, notifica o representante da União no Conselho, se houver, e em não o havendo, a ciência é dada ao Ministério Supervisor⁷⁷ acerca da Ordem do

⁷⁵ Art. 39 Os assuntos que constituem a área de competência de cada Ministério são, a seguir, especificados:

MINISTÉRIO DA FAZENDA

VI - Administração patrimonial.

Disponível em: <https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/del0200.htm> acesso em 13/08/2024.

⁷⁶ Art. 2º - Além das atribuições mencionadas no artigo anterior, caberá à Secretaria do Tesouro Nacional (STN):
V - controlar os valores mobiliários representativos de participação societária da União em empresas públicas, sociedades de economia mista e quaisquer outras entidades, bem como os respectivos rendimentos e os direitos inerentes a esses valores;

Disponível em: < http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto/1980-1989/1985-1987/D92452.htm > acesso em 13/08/2024.

⁷⁷ Para melhor se compreender a questão atinente ao Ministério Supervisor, oportuno elucidar que as Sociedades de Economia Mista, Empresas Públicas e suas participadas são supervisionadas pelo Ministério cuja matéria tiver correlação com o objeto social explorado pela atividade; à título exemplificativo podemos citar o caso da PETROBRAS que é supervisionada pelo Ministério de Minas e Energia; a EMBRAER que é supervisionada pelo Ministério da Defesa; IRB-BRASIL e BANCO DO BRASIL supervisionados pelo Ministério da Fazenda.

A supervisão ministerial é prevista no artigo 26 do Decreto-Lei nº 200/67 e visa assegurar essencialmente: I - A realização dos objetivos fixados nos atos de constituição da entidade; II - A harmonia com a política e a programação do Governo no setor de atuação da entidade; III - A eficiência administrativa; IV - A autonomia administrativa, operacional e financeira da entidade.

E, ainda, compete ao Ministério Supervisor, nos moldes do parágrafo único do artigo 26 do Decreto-Lei nº 200/67: a) indicação ou nomeação pelo Ministro ou, se for o caso, eleição dos dirigentes da entidade, conforme sua natureza jurídica; b) designação, pelo Ministro dos representantes do Governo Federal nas Assembleias Gerais e órgãos de administração ou controle da entidade; c) aprovação de contas, relatórios e balanços, diretamente ou através dos representantes ministeriais nas Assembleias e órgãos de administração ou controle.

Dia da Assembleia Geral. Assim, a Administração Pública passa a ter ciência das matérias que serão objeto de deliberação e que são passíveis de veto em decorrência da titularidade da *golden share*, e, se houver pertinência, indicar membros para o Conselho de Administração ou Fiscal.

Ciente da Ordem do Dia comunicada pelo Conselho de Administração, o Ministério Supervisor, instaurando um procedimento administrativo, informa ao Ministério da Fazenda que aprecia as matérias que serão objeto de deliberação, sendo que o Ministro da Fazenda decide acerca dos temas e submete à exame de mérito pela Procuradoria Geral da Fazenda Nacional (PGFN), nos termos do artigo 1º, inciso I, do Decreto-Lei nº 147/67⁷⁸.

Ressalte-se que a PGFN realiza a análise técnico-jurídica das matérias que lhe são submetidas pelo Ministro da Fazenda (artigo 10, inciso II, do Decreto-Lei nº 147/67), sendo-lhe facultada a solicitação de pareceres técnicos para a Secretaria do Tesouro Nacional se a matéria disser respeito a análise de contas, balanços e sua aprovação e, também, para a Secretaria de Coordenação e Governança das Empresas Estatais (SEST) na hipótese de se ter correlação com aspectos de governança, sendo que esses pareceres complementares passarão a integrar a manifestação do PGFN subsidiando o Ministro da Fazenda a proferir seu voto ou veto.

Dessarte, se confirma a hipótese apontada no item 3.2.3. de que o exercício do direito de voto ou veto outorgado pelas ações preferenciais de classe especial à União tem a natureza jurídica de ato administrativo.

De acordo com o inciso V do artigo 1º do Decreto-Lei nº 147/67, a representação da União nas Assembleias Gerais é atribuição privativa da PGFN na função de órgão jurídico do Ministério da Fazenda subordinado ao respectivo Ministro.

Contudo, após a conclusão dos pareceres emitidos pela PGFN e, eventualmente em complemento, pelo STN e SEST, o Ministro da Fazenda, encerrando o procedimento administrativo, emite sua orientação de voto ou veto e a entrega formalmente ao PGFN que ficará adstrito à essas orientações, lhe sendo vedado inovar ou alterar a decisão ministerial sob

Pertinente, outrossim, ressaltar que a despeito de se ter a supervisão ministerial existe expressa vedação legal para intervenções ou ingerências na administração e funcionamento da sociedade, tanto estatal, quanto privada com participação pública, como prevê o artigo 89 da Lei nº 13.303/16⁷⁷. Assim, Estatais e participadas da União são autônomas tendo sua gestão à cargo de sua estrutura decisória societária, ou seja, Diretoria, Conselho de Administração e Assembleia Geral previstos na Lei nº 6.404/76 e no Estatuto Jurídico das Estatais.

⁷⁸ Art 1º A Procuradoria-Geral da Fazenda Nacional (P.G.F.N.) é o órgão jurídico do Ministério da Fazenda, diretamente subordinado ao Ministro de Estado, dirigido pelo Procurador-Geral da Fazenda Nacional e tem por finalidade privativa:

I - Realizar o serviço jurídico, no Ministério da Fazenda;

pena de vulneração do artigo 23 do Decreto-Lei nº 147/67⁷⁹, ou seja, o PGFN atuará como *longa manus* do Ministro da Fazenda que é o efetivo órgão decisório da União para esses assuntos.

Procedimento similar, mas com certas peculiaridades, é a indicação e a votação para membros do Conselho de Administração e Fiscal pela União em decorrência da titularidade de *golden share*.

De acordo com os estatutos sociais das 4 (quatro) sociedades empresárias que atualmente têm *golden share* de titularidade da União atribuindo indicações de membros para o Conselho Administração se tem a Embraer e o IRB-Brasil, sendo que para o Conselho Fiscal apurou-se sua existência na Vale S.A. e no IRB-Brasil.

Como apontado anteriormente, o Conselho de Administração comunica ao representante da União no Conselho de Administração sobre a Ordem do Dia, em sua ausência oficia-se o Ministério Supervisor, para indicar membros para o Conselho de Administração ou Conselho Fiscal.

Ao se analisar a necessidade de indicação, o Ministério Supervisor já encaminha ao Ministério da Fazenda a Ordem do Dia com sua indicação e, inclusive, com a análise prévia dos requisitos do artigo 17 e artigo 26, §1º, da Lei nº 13.303/16 para o indicado assumir a função de Conselheiro.

Nos termos do Decreto-Lei nº 200/67 em seu artigo 26, parágrafo único, alínea a⁸⁰, o Ministério Supervisor (definido pela afinidade temática) tem a competência para realizar a indicação de dirigentes para a Administração Indireta. Todavia, no caso de participação minoritária da União a indicação é realizada exclusivamente pelo Ministério da Fazenda, conforme artigo 45 do Decreto-Lei nº 147/67⁸¹.

Assim, após o recebimento da indicação por parte do Ministro da Fazenda, o processo administrativo com a documentação referente à indicação é encaminhado à PGFN para análise

⁷⁹ Art 23. Na representação da União, nas assembleias gerais das sociedades de economia mista e em outras entidades de cujo capital o Tesouro Nacional participe, o Procurador-Geral da Fazenda Nacional, ou o Procurador da Fazenda Nacional, quando por aquele lhe for delegada competência, procederá estritamente de acordo com as instruções que lhe forem transmitidas pelo Ministro da Fazenda.

⁸⁰ Art. 26. (...) Parágrafo único. A supervisão exercer-se-á mediante adoção das seguintes medidas, além de outras estabelecidas em regulamento:

a) indicação ou nomeação pelo Ministro ou, se for o caso, eleição dos dirigentes da entidade, conforme sua natureza jurídica;

⁸¹ Art 45. Nos Conselhos Fiscal e Consultivo das entidades referida no artigo 39 e seu parágrafo único, haverá, salvo disposição legal em contrário, pelo menos, um membro a ser eleito por indicação do Tesouro Nacional, devendo recair a escolha em funcionário do Ministério da Fazenda, de comprovada competência e idoneidade, sem prejuízo do exercício do seu cargo ou função.

de controle de legalidade e elaboração de parecer jurídico e, concluída a apreciação, o processo é devolvido ao Ministro da Fazenda para realização da indicação ao respectivo Conselho de Administração.

Mediante análise das atas e das Propostas de Administração para as Assembleias Gerais do período destacado para a metodologia de pesquisa, apurou-se que mesmo sem previsão legal ou estatutária específica, nos casos de indicação de membros para Conselho de Administração e Fiscal a União é a única votante para eleger seus representantes perante a sociedade, cujo detalhamento se dará no item 4.2.

4. ESTUDO DE CASOS DE INSTITUIÇÃO DE *GOLDEN SHARES* EM ESTATAIS FEDERAIS DESESTATIZADAS NO BRASIL

4.1. Identificação dos casos de instituição de *golden shares* em empresas estatais federais desestatizadas

Conforme apontado no item 2.3., as ações de classe especial⁸² foram introduzidas no ordenamento jurídico brasileiro em 1990 através do Programa Nacional de Desestatização (PND) previsto na Lei nº 8.031 regulamentado pelos Decretos nº 99.463/90⁸³ e nº 1.204/94⁸⁴.

Com a alienação de ativos da União para a iniciativa privada em processos de desestatização, houve uma crescente preocupação com os interesses estratégicos nacionais que poderiam ser afetados pela transferência de controle societário por parte da União, sendo essa a gênese da criação da ação de classe especial na década de 90.

De acordo com o artigo 6º da Lei nº 8.031/90, a competência para sugerir a criação de ação de classe especial e as matérias sobre as quais versariam seria da Comissão Diretora do Programa Nacional de Desestatização, nas condições fixadas pelos §§1º e 2º. Entretanto, o §1º

⁸² Artigo 6º (...)

XIII - sugerir a criação de ações de classe especial e as matérias que elas disciplinarão, nas condições fixadas nos §§ 1º e 2º deste artigo;

⁸³ O artigo 40 do Decreto nº 99.463 assim preconizava: Art. 40. Havendo razões que o justifique, a União deterá ações de classe especial do capital social de sociedade privatizada, que conferirão poder de veto de determinadas matérias previstas no respectivo estatuto. § 1º As ações de classe especial somente poderão ser subscritas ou adquiridas pela União. § 2º Caberá à Comissão Diretora, com base em parecer fundamentado, sugerir a criação de ações de classe especial, especificar sua quantidade e as matérias passíveis de veto e estabelecer, quando for o caso, a forma de sua aquisição.

⁸⁴ O artigo 43 do Decreto nº 1.204 estabelecia o seguinte: “Art. 43. Havendo razões que o justifique, a União deterá ações de classe especial do capital social de sociedade privatizada, que conferirão poder de veto de determinadas matérias previstas no respectivo estatuto. § 1º As ações de classe especial somente poderão ser subscritas ou adquiridas pela União. § 2º Caberá à comissão diretora, com base em parecer fundamentado, sugerir a criação de ações de classe especial, especificar sua quantidade e as matérias passíveis de veto e estabelecer, quando for o caso, a forma de sua aquisição”.

foi vetado pelo então Presidente da República sob o fundamento de que conferia poderes excessivos à essa classe de ações.

Nas razões de veto assim restou consignado:

Razões: Revelam-se excessivos os poderes conferidos aos detentores da ação de classe especial, o que redundará, à toda evidência, na redução do valor do controle acionário da empresa a ser privatizada, quando, na realidade, tais poderes devem depender das especificidades de cada empresa, tal como preceituam, de modo satisfatório, o inciso XIII do próprio art. 6º e o inciso XV do art. 21 do projeto⁸⁵.

SCHWIND (2017: 385-386) afirma que em decorrência desse veto, a Lei nº 8.031/90 acabou não disciplinando as hipóteses que justificariam a emissão de ações de classe especial. E muito menos, tratou dos poderes que poderiam ser assegurados por essas ações. Com isso, se tinha apenas a previsão de uma nova terminologia imprecisa constante do artigo 8º estabelecendo que:

Sempre que houver *razões que o justifiquem*, a União deterá, direta ou indiretamente, ações de classe especial do capital social de empresas privatizadas, que lhe confirmam poder de veto em determinadas matérias, as quais deverão ser caracterizadas nos estatutos sociais das empresas, de acordo com o estabelecido no art. 6º, inciso XIII e §§ 1º e 2º desta lei.

De acordo com a Lei nº 8.031/90 as ações de classe especial poderiam ser emitidas pela União sempre que houvesse “razões que o justifiquem”, não se especificando quais seriam as razões que poderiam atribuir poder de veto à União.

Assim, mesmo com os Decretos nº 99.463/90 e nº 1.204/94 que regulamentaram a Lei nº 8.031/90 não se tinha previsão normativa versando sobre as matérias que poderiam ser submetidas ao poder de veto da União, SCHWIND (2017: 386).

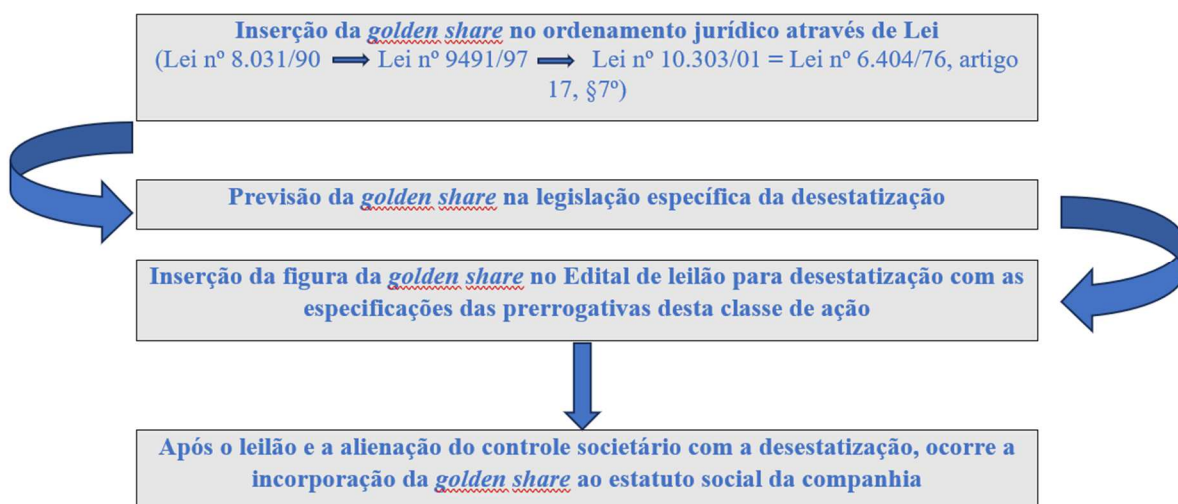
Em decorrência do PND previsto na Lei nº 8.031/90 as *golden shares* foram adotadas para a desestatização de quatro sociedades estatais federais, quais sejam: Companhia Eletromecânica Celma, atualmente GE Celma⁸⁶; Embraer S.A.; Companhia Vale do Rio Doce,

⁸⁵ Disponível em: < https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/Mensagem_Veto/anterior_98/VEP-LEI-8031-1990.pdf > acesso em 30/01/2024.

⁸⁶ GE Acquires Control of Major Engine Overhaul Operation

atualmente denominada, Vale S.A.; e Instituto de Resseguros do Brasil. E, após cerca de 30 anos, em 23/02/2021, foi editada a Medida Provisória nº 1.031/21, convertida na Lei nº 14.182/21 em 13/17/21, na qual foi prevista a criação de ação preferencial de classe especial, de propriedade exclusiva da União no caso da desestatização da Centrais Elétricas Brasileiras S.A. - Eletrobras⁸⁷.

Antes de adentrarmos na análise das *golden shares* adotadas no Brasil em processos de desestatização, com o escopo de facilitar a compreensão do leitor acerca do mecanismo de inserção das ações de classe especial no ordenamento jurídico, elaborou-se o fluxograma abaixo:



A primeira estatal que contou com a inserção de *golden share* em seu Estatuto Social, foi a Companhia Eletromecânica Celma, com previsão no Decreto 99.666/90⁸⁸, sendo que em

Disponível em: <<https://www.geaerospace.com/press-release/business-general-aviation/ge-acquires-control-major-engine-overhaul-operation>> Acesso em 30/01/2024.

⁸⁷ Art. 3º A desestatização da Eletrobras fica condicionada à aprovação, por sua assembleia geral de acionistas, das seguintes condições:

(...)

III - alteração do estatuto social da Eletrobras para:

(...)

c) criar ação preferencial de classe especial, de propriedade exclusiva da União, nos termos do [§ 7º do art. 17 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976](#), que dará o poder de veto nas deliberações sociais relacionadas às matérias de que trata este inciso;

Disponível em: <https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2021/Lei/L14182.htm> acesso em 30/01/2024.

⁸⁸ Disponível em: <https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto/1990-1994/d99666.htm> acesso em 02/08/2024.

15 de julho de 1991 foi publicado no *Diário Oficial da União* o edital PND/A-02/91/CELMA para alienação das ações de emissão da companhia, conforme ressaltado por PELA (2008: 217).

A aprovação das condições de venda das ações do capital social da Celma se deu após deliberação da Comissão Diretora do Programa Nacional de Desestatização, que através da Resolução nº 09/91, decidiu que diante da transferência do controle acionário da Companhia à iniciativa privada, a União deteria, pelo prazo de 10 anos, prorrogáveis, a seu critério, por mais dez, uma ação ordinária de classe especial, nos termos do art. 82 da Lei nº 8.031/90, com poder de veto nas seguintes matérias: (i) mudança do objeto social da Companhia no que diz respeito às suas atividades de projetar, construir reparar, revisar motores aeronáuticos, inclusive, ferramentas, instrumentos, peças, acessórios e componentes; (ii) alteração de limite de participação no capital da Celma, nos termos referidos no inciso II, do referida Resolução; (iii) alteração da composição do Conselho de Administração, para as quais seriam indicados um membro pela União e outro pelos empregados da Companhia⁸⁹.

A Celma em 1991 era a maior empresa de manutenção de turbinas do país, tendo sido alienada por US\$95,6 milhões de dólares americanos, de acordo com o estudo de MATOS FILHO e OLIVEIRA (1996: 28)⁹⁰.

Em 29 de abril de 1992 o Plenário do Tribunal de Contas da União (TCU) decidiu, através do processo TC-575.589/91-4⁹¹, pela regularidade dos atos que envolveram todo o processo desestatização da Celma reconhecendo que todo o procedimento ocorreu de forma aberta, transparente e com regras definidas, nos termos da legislação regente a matéria.

De acordo com a decisão o TCU, em um leilão que durou apenas uma hora e vinte e três minutos, a Celma deixou de ser uma empresa estatal, dispondo então da seguinte composição acionária:

⁸⁹ Disponível em < <https://portal.tcu.gov.br/imprensa/noticias/tcu-conclui-acompanhamento-que-avaliou-desestatizacao-das-distribuidoras-de-energia-eletrica-da-eletronbras> > Acesso em 19/02/2025

⁹⁰ MATOS FILHO, José C. e OLIVEIRA, Carlos W. A.. *O Processo de Privatização das Empresas Brasileiras*. IPEA, Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada, maio de 1996.
Disponível em: <https://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/1836/1/td_0422.pdf> acesso em 30/01/2024.

⁹¹ Processo TC-575.589/91-4 - Decisão nº 206/92 - PLENÁRIO - disponível em: <<https://www.google.com/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=&ved=2ahUKEwjHw9vD2oWEAxW0NTUKHcfhC98QFnoECA0QAQ&url=https%3A%2F%2Fportal.tcu.gov.br%2Fflumis%2Fportal%2Ffile%2FfileDownload.jsp%3FfileId%3D8A8182A2504995C201504D546A933BB8&usg=AOvVaw0kzJElytbbLSk4VSjXlOkK&opi=89978449>> Acesso em 30/01/2024.

QUADRO DEMONSTRATIVO DOS COMPRADORES DO CAPITAL DA CELMA		
COMPRADORES	PREÇO	AÇÕES/ORDINÁRIAS
Banco Boa Vista S.A.	Cr\$15.240.476.000,00	68658000000
Banco Safra S.A.	Cr\$15.240.476.000,00	68658000000
Const. Andrade Gutierrez	Cr\$15.240.476.000,00	68658000000
General Eletric	Cr\$6.901.049.532,60	31086453640
Telos Fund. Embratel	Cr\$3.791.094.000,00	17077000000
Emanuel Pontes Pinto	Cr\$2.860.248.000,00	12884000000
Banco Bradesco S.A.	Cr\$1.332.000.000,00	6000000000
Montrealbank	Cr\$777.000.000,00	3500000000
Empregados (342)	Cr\$232.090.860,00	9658379656

A União representada pelo Ministério da Aeronáutica, possuía na Celma, apenas uma ação de classe especial, *golden share*, que lhe dava direito a um assento no Conselho de Administração da Companhia.

Em 1996 o controle acionário da Celma foi adquirido pela General Eletric utilizando a denominação de GE Celma⁹², não se tendo quaisquer notícias acerca de eventual utilização da *golden share* por parte da União para obstar a alienação de seu controle societário, como apontado por PELA (2008: 217). Oportuno ressaltar que atualmente não há previsão de ação de classe especial no estatuto da GE Celma, o que já era de se esperar, dado o decurso do prazo de 10 (dez) anos acrescidos da prorrogação por igual período previsto no edital PND/A-02/91/CELMA.

Em 04 de abril de 1994, durante o governo do Presidente Itamar Franco, foi publicado no Diário Oficial da União o edital nº PND-A-05/94-EMBRAER da Comissão Diretora do Programa Nacional de Desestatização com previsão na Lei nº 8.031/90, em que se estabeleceu a privatização da Embraer S.A., consoante se depreende do §1º do artigo 1º do Estatuto Social da Companhia⁹³.

⁹² GE Acquires Control of Major Engine Overhaul Operation - Disponível em: <<https://www.geaerospace.com/press-release/business-general-aviation/ge-acquires-control-major-engine-overhaul-operation>> Acesso em 30/01/2024.

⁹³ Art. 1º - A Embraer S.A. ("Companhia") é uma sociedade por ações, que se rege pelo presente Estatuto Social e pela legislação aplicável.

Parágrafo 1º - A Companhia foi constituída como sociedade de economia mista federal, autorizada pelo Decreto-lei nº 770, de 19 de agosto de 1969, e privatizada, nos termos da Lei nº 8.031, de 12 de abril de 1990, e do Edital

De acordo com o edital de alienação das ações da Embraer que eram de titularidade da União, no item 2.2.1 se tem as seguintes previsões: “deverá ser criada *golden share*, a ser detida exclusivamente pela União, com veto nas seguintes matérias: I – mudança do objeto social; II – alteração e/ou aplicação da logomarca da empresa; III – criação e alteração de programas militares que envolvam – ou não – a República Federativa do Brasil; IV – capacitação de terceiros em tecnologia para programas militares; V – interrupção do fornecimento de peças de manutenção e reposição de aeronaves militares; VI – transferência do controle acionário; VII – quaisquer modificações no Estatuto Social que alterem os artigos 9 e 15 e seus parágrafos, ou quaisquer vantagens, preferências ou direitos atribuídos à *golden share*”, conforme aponta SCHWIND (2017: 387).

A União alienou suas ações em leilão ocorrido em dezembro de 1994, reservando-se, porém, a titularidade de uma “ação ordinária de classe especial”, com poder de veto em deliberações sobre matérias referidas acima, consideradas estratégicas para o Estado brasileiro, PELA (2008: 218).

Foi apresentada perante o Tribunal de Contas da União – TCU, denúncia formulada pelo Deputado Federal Ernesto Gradella Neto, dando origem ao TC-009.871/94-2, apontando irregularidades no Edital PND-A-05/94 - Privatização da Embraer S.A.. Nesta oportunidade, o denunciante alegou inconstitucionalidade da Lei nº 8.031/90, bem como a ausência de autorização do Congresso Nacional para o Edital e utilização de meios de pagamento não previstos expressamente em lei.

Em 12 de dezembro de 1994, o Plenário do Tribunal de Contas da União (TCU) decidiu o TC-009.871/94-2⁹⁴, aferindo a regularidade dos atos que envolveram todo o processo desestatização da Embraer S.A., com isso foi reconhecida a improcedência da denúncia, determinando seu arquivamento.

Diversamente do que ocorreu com a privatização da Companhia Eletromecânica Celma, a *golden share* atribuída pelo Edital PND-A-05/94 à União na Embraer S.A. não dispunha de

nº PND-A-05/94-EMBRAER, da Comissão Diretora do Programa Nacional de Desestatização, publicado no Diário Oficial, Sessão 3, de 04 de abril de 1994, às páginas 5.774 a 5.783.

⁹⁴ Processo TC-009.871/94-2 - Decisão nº 718/94 - PLENÁRIO - disponível em: <https://jurisprudencia.s3.amazonaws.com/TCU/attachments/TCU_00987119942_377eb.pdf?AWSAccessKeyId=AKIARMMD5JEA067SMCVA&Expires=1706710154&Signature=cJkl%2BPEIRVM4za8VDgS4cvBlZrc%3D> Acesso em 31/01/2024.

marco temporal de vigência. Assim, até hoje se tem a previsão de ação de classe especial no estatuto social da Embraer S.A. (artigos 6º e 9º)⁹⁵.

Analisando-se informações publicadas no *website* da B3⁹⁶ pode-se inferir que, atualmente, o capital social da Embraer S.A. é disperso, não se verificando o controle majoritário na composição acionária. Oportuno destacar a atual composição acionária extraída da B3:

⁹⁵ Art. 6º - O capital social da Companhia, subscrito e totalmente integralizado, é de R\$5.159.617.052,42 (cinco bilhões, cento e cinquenta e nove milhões, seiscentos e dezessete mil, cinquenta e dois reais e quarenta e dois centavos), dividido em 740.465.044 (setecentos e quarenta milhões, quatrocentos e sessenta e cinco mil e quarenta e quatro) ações ordinárias e nominativas, sendo uma ação ordinária de classe especial (art. 9º), todas sem valor nominal.

§2º - A classe especial da ação da União compreenderá sempre uma única ação, que preservará todas as suas prerrogativas enquanto for detida pela União (conforme art. 8º da Lei nº 9.491/97).

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 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.

§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.

§2º - Observado o disposto na Lei nº 6.404/76 e no art. 18, inciso III deste Estatuto Social, as matérias elencadas no presente artigo estarão sujeitas à deliberação do Conselho de Administração da Companhia, observando-se o seguinte procedimento:

- I. A matéria será objeto de deliberação do Conselho de Administração.
- II. Se aprovada pelo Conselho de Administração, o Presidente daquele órgão notificará o membro eleito pela União para que esta exerça seu direito de veto ou se manifeste favoravelmente à matéria, dentro do prazo de 30 dias a contar do recebimento da referida notificação.
- III. Decorrido o prazo referido no inciso II acima, será realizada nova reunião do Conselho de Administração para: (i) reconsiderar a deliberação, caso a União tenha exercido o seu direito de veto; ou (ii) ratificar a deliberação, caso a União tenha se manifestado favoravelmente ou não tenha proferido qualquer manifestação no prazo indicado acima.
- IV. Se a deliberação for ratificada pelo Conselho de Administração, a matéria, nos casos em que a legislação assim exija, será submetida à aprovação da Assembleia Geral, na qual a União poderá ainda exercer o poder de veto nos termos do presente artigo.

§3º - Sem prejuízo do procedimento estabelecido no §2º acima, todas as matérias sujeitas a veto da União, na qualidade de titular da ação ordinária de classe especial, a serem deliberadas pelo Conselho de Administração, deverão adicionalmente ser objeto de notificação prévia da Companhia ao Ministério da Economia, a ser feita concomitantemente com a notificação mencionada no inciso II acima, para pronunciamento dentro do prazo de 30 dias a contar do recebimento da notificação referida no inciso II acima.

⁹⁶ Disponível em <<https://sistemaswebb3-listados.b3.com.br/listedCompaniesPage/main/20087/EMBR/overview?language=pt-br>> acesso em 31/01/2024.

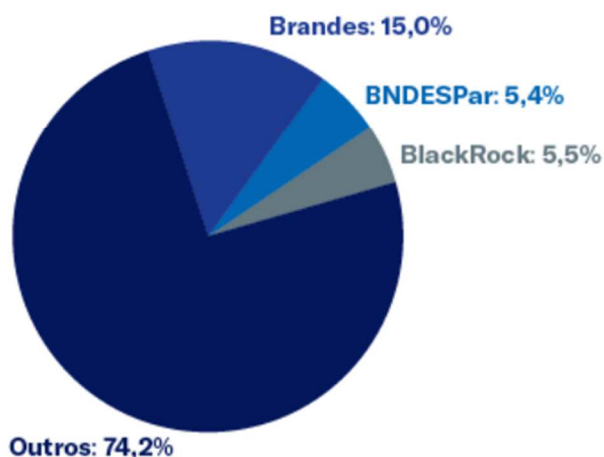
Nome	%ON	%PN
BNDES Participações - BNDESPAR	5,37	0,00
BRANDES INVESTMENTS PARTNERS. L.P.	15,14	0,00
OUTROS	78,71	0,00
AÇÕES TESOURARIA	0,79	0,00
TOTAL	100,00	0,00

Informação recebida em 12/01/2024.

(*) Posição dos acionistas com mais de 5% das ações de cada espécie.

Conforme gráfico abaixo extraído do *website* da Embraer S.A.⁹⁷, pode se concluir que há um acionista com posição relevante, denominado Brandes Investment Partners LP, não se apurando a existência de um efetivo acionista controlador da sociedade.

Participação Acionária Relevante



*Informação atualizada conforme comunicados recebidos em atendimento ao disposto no art. 12 do ICVM 44/2021.

Com essa ausência de um acionista controlador propriamente dito, a ação de classe especial de titularidade da União, *golden share*, dispõe de maior destaque e relevância, haja vista que pode ser um instrumento hábil a possibilitar que a União exerça o efetivo controle em

⁹⁷ Disponível em <<https://ri.embraer.com.br/governanca/composicao-acionaria/>> acesso em 09/10/2024.

determinadas matérias constantes do estatuto, influenciando mais incisivamente na gestão da companhia.

Embora não se tenha notícias da utilização dos poderes de veto outorgados à União pela ação de classe especial, sabe-se que já houve ameaças do exercício da prerrogativa de veto à entrada de acionistas estrangeiros para os quadros da Embraer, o que foi apontado no estudo de PELA (2012: 66) quando em 1999 a União sinalizou que vetaria a alienação pelos controladores da Empresa Brasileira de Aeronáutica S.A. - Embraer a um grupo francês de 20% das ações ordinárias de emissão da companhia. A discussão versou sobre eventual qualificação da operação como uma transferência de controle acionário à estrangeiros. FARIA (2015: 282) aponta que ao final deste debate não restou configurada a transferência do controle para investidor estrangeiro, uma vez que se tratava de ações desvinculadas do controle da Companhia.

Portanto, no caso Embraer S.A. não houve uma utilização propriamente dita dos poderes de veto conferidos pela ação de classe especial à União, mas apenas uma sinalização de que o Estado poderia se valer desse poder constante da previsão estatutária.

Em 1997 ocorreu a desestatização da Companhia Vale do Rio Doce, atualmente Vale S.A., incluída no Programa Nacional de Desestatização através do Decreto nº 1.510/95, tendo sido estipulado os termos do procedimento no Edital nº PND/A-01/97/CVRD. De acordo com o item 3.2. do edital, conforme apontado por PELA (2012: 66), após a alienação das ações, a União permaneceria com a titularidade de participação direta e indireta na companhia, participação essa representada, no primeiro caso, por ação de classe especial emitida pela própria Companhia Vale do Rio Doce e, no segundo caso, por ação preferencial de classe “A” emitida pela sociedade adquirente das ações ofertadas em leilão.

A ação de classe especial, *golden share*, prevista no item 3.2.1. do edital, garantia à União poder de veto nas deliberações da Assembleia Geral que tivessem por objeto: (i) a alteração da denominação social; (ii) mudança da sede social; (iii) mudança do objeto social, no que se refere à exploração mineral; (iv) liquidação da companhia; (v) alienação ou encerramento das atividades de qualquer uma ou do conjunto das seguintes etapas dos sistemas integrados de minério de ferro da companhia, a saber: (a) depósitos minerais, jazidas, minas; (b) ferrovias; (c) portos e terminais marítimos; (vi) quaisquer modificações dos direitos atribuídos à ação de classe especial da companhia. Já a ação preferencial de classe “A” emitida pela sociedade adquirente das ações da Companhia Vale do Rio Doce atribuiria, de acordo com

o item 3.2.2 do edital, “direito exclusivo de deliberar” sobre as seguintes matérias, submetidas à Assembleia Geral: (i) alteração no objeto social; (ii) modificações nas regras sobre limites de participação individual ou conjunta de acionistas em seu capital social; (iii) liquidação, dissolução, transformação, cisão, fusão ou incorporação por outra sociedade; (iv) modificações nas regras de desconcentração aplicáveis a seus acionistas; (v) alienação, oneração ou transferência, sob qualquer forma, de ações ordinárias ou de quaisquer valores mobiliários permutáveis em ações ordinárias do capital da Companhia Vale do Rio Doce de propriedade da sociedade, exceto ações ordinárias adquiridas fora do âmbito do leilão e desde que mantido, nessa sociedade, no mínimo, o mesmo percentual dessas ações adquiridas no leilão; e (vi) qualquer modificação nos direitos atribuídos à ação preferencial de classe “A”. Segundo o item 3.2, “b” do edital, tal ação preferencial de classe “A” vigoraria pelo prazo de 5 anos e seria atribuída à BNDES Participações S.A., que deveria exercer os direitos a ela inerentes no interesse da União Federal, conforme ressaltado por PELA (2012: 67).

Como se pode verificar pelas disposições estatutárias, as ações de classe especial da Vale S.A. detidas pela União lhe outorgam poderes políticos (artigo 5º, §4º, do Estatuto), tais como o direito de indicar um membro do Conselho Fiscal e, eventualmente, escolher membros do Conselho de Administração, poderes de veto em relação às matérias expressas no Estatuto Social e, inclusive, menos comum, poderes econômicos de participação nos lucros e resultados da sociedade anônima.

Entretanto, de acordo com o §6º do artigo 5º do Estatuto Social, as ações de classe especial as ações preferenciais da classe especial adquirirão o exercício pleno e irrestrito do direito de voto se a Companhia deixar de pagar, pelo prazo de 3 (três) exercícios sociais consecutivos, os dividendos mínimos conferidos às ações preferenciais, a que fizerem jus nos termos do §5º do artigo 5º.

Atualmente, a ação de classe especial tem previsão no Estatuto Social da Vale S.A. no artigo 5º e seus parágrafos⁹⁸ e não dispõe de prazo para sua extinção.

⁹⁸ Art. 5º - O capital social da Vale é de R\$77.300.000.000,00 (setenta e sete bilhões e trezentos milhões de reais), totalmente subscrito e integralizado, dividido em 4.539.007.580 (quatro bilhões, quinhentos e trinta e nove milhões, sete mil e quinhentos e oitenta) ações escriturais, sendo R\$77.299.999.823,12 (setenta e sete bilhões, duzentos e noventa e nove milhões, novecentos e noventa e nove mil, oitocentos e vinte e três reais e doze centavos), divididos em 4.539.007.568 (quatro bilhões, quinhentos e trinta e nove milhões, sete mil e quinhentos e sessenta e oito) ações ordinárias e R\$176,88 (cento e setenta e seis reais e oitenta e oito centavos), divididos em 12 (doze) ações preferenciais de classe especial, todas sem valor nominal.

§1º - As ações são ordinárias e preferenciais da classe “especial”. A Vale não poderá emitir outras ações preferenciais.

O procedimento de desestatização da Vale S.A. foi relativamente conturbado, contando com a impugnações perante o Poder Judiciário⁹⁹ abarcando diversas matérias, dentre elas a atribuição à União de ação de classe especial.

§2º - As ações preferenciais da classe especial pertencerão exclusivamente à União Federal e terão os direitos que lhe são expressa e especificamente atribuídos no presente Estatuto Social.

§3º - Cada ação ordinária e cada ação preferencial de classe especial dá direito a um voto nas deliberações das Assembleias Gerais, respeitado o disposto no § 4º a seguir.

§4º - As ações preferenciais da classe especial terão os mesmos direitos políticos das ações ordinárias, salvo com relação ao voto para a eleição dos membros do Conselho de Administração, que somente será assegurado às ações preferenciais da classe especial nas hipóteses previstas nos §4º e §5º do Artigo 141 da Lei 6.404/76. Também é assegurado às ações preferenciais de classe especial o direito de eleger e destituir, um membro do Conselho Fiscal e o respectivo suplente.

§5º - O acionista titular das ações preferenciais da classe especial terá direito de participar do dividendo a ser distribuído calculado na forma do Capítulo VII, de acordo com o seguinte critério: a) prioridade no recebimento dos dividendos mencionados neste §5º correspondente a (i) no mínimo 3% (três por cento) do valor do patrimônio líquido da ação, calculado com base nas demonstrações financeiras levantadas que serviram como referência para o pagamento dos dividendos ou (ii) 6% (seis por cento) calculado sobre a parcela do capital constituída por essa classe de ação, o que for maior entre eles; b) direito de participar dos lucros distribuídos, em igualdade de condições com as ações ordinárias, depois de a estas assegurado dividendo igual ao mínimo prioritário estabelecido em conformidade com a alínea “a” acima; e c) direito de participar de eventuais bonificações, em igualdade de condições com as ações ordinárias, observada a prioridade estabelecida para a distribuição de dividendos.

§6º - As ações preferenciais da classe especial adquirirão o exercício pleno e irrestrito do direito de voto se a Companhia deixar de pagar, pelo prazo de 03 (três) exercícios sociais consecutivos, os dividendos mínimos conferidos às ações preferenciais, a que fizerem jus nos termos do §5º do Art. 5º.

Disponível em: https://vale.com/documents/d/guest/estatuto-social?_gl=1*1a1koha*_gcl_au*MTM1ODQ0NTk1OS4xNzE4MzA4ODgx*_ga*NDQ1MjA4ODEzLjE3MTgzMDg4ODI.*_ga_BNK5C1QYMC*MTcxODMwODg4MS4xLjEuMTcxODMwODk0Mi42MC4wLjA.> acesso em 13/06/2024.

⁹⁹ Por não se tratar de objeto do estudo ora proposto apenas citaremos os julgados que trataram sobre o tema. A ação popular, processada sob n. 1997.39.00.12696-8 perante a 1ª Vara da Justiça Federal do Pará, cujo objeto era a anulação da alienação das ações da União na Vale S.A., sendo que liminarmente se pleiteou a não realização do leilão de privatização. A medida liminar, embora inicialmente concedida, foi cassada pelo Superior Tribunal de Justiça. A sentença foi proferida pelo juízo monocrático, em 2001, extinguiu o processo sem resolução de mérito, por perda do objeto e carência de interesse processual.

Os partidos políticos PT, PSB e PDT ajuizaram ADI com pedido liminar nº 1.597-4 perante o STF em 1997 constitucionalidade e a ilegalidade da Medida Provisória que atribuiu nova redação ao art. 13 da Lei n. 8.013/90 e dos arts. 39 e 43 do Decreto n. 1.204/94. A respeito desse último dispositivo, alegou-se na petição inicial que a ação de classe especial nele prevista não se subsumia às espécies de ações tipificadas na lei acionária brasileira – Lei n. 6.404/76 – e, por essa razão, estaria caracterizada a violação ao princípio da legalidade inscrito no art. 5º, II da Constituição. O STF rejeitou todas as alegações constantes da ADI, o que fulminou a pretensão de anulação do leilão de privatização da Vale S.A.

Oportuno trazer à presente investigação que, em 10.09.2024, o Superior Tribunal de Justiça dirimiu Incidente de Assunção de Competência (IAC 7)¹⁰⁰ versando sobre pedidos de reversão da privatização da Vale S.A., ocorrida em 1997, no sentido de que o julgamento do Tribunal Regional Federal da 1ª Região que rejeitou as postulações se estenderia às demais ações populares ajuizadas sobre o mesmo tema, encerrando as discussões quanto a privatização da Vale.

No recentíssimo julgado foi fixada a seguinte tese:

Diante da conexão existente entre as ações populares que possuem como objeto litigioso a privatização da Companhia Vale do Rio Doce, ainda que sob os mais diversos pretextos (conforme se verifica das razões de decidir no CC 19.686/DF, STJ), a superveniência de sentença transitada em julgado em uma delas (REO 2002.01.00.034012-6; TRF 1ª Região) possui eficácia de coisa julgada oponível *erga omnes*, nos termos do artigo 18 da Lei 4.717/1965, motivo pelo qual a parte dispositiva deve recair sobre todas as ações populares que possuem o mesmo objeto.

Nessa hipótese foi aplicada a teoria do fato consumado, no sentido de que a privatização já havia produzido seus efeitos, os quais não poderiam ser revertidos pelo Poder Judiciário, entendendo que os efeitos de eventual reversão seriam mais nefastos do que a manutenção das situações fáticas decorrentes da desestatização da Vale.

Sem que os questionamentos judiciais apresentados fossem acolhidos, a privatização da Companhia Vale do Rio Doce ocorrida em 1997 permanece incólume, sendo a Valepar S.A. a vencedora do leilão. Da mesma forma como ocorreu na Embraer S.A. não se teve o efetivo uso das prerrogativas de veto concedidas pela *golden share* na Vale S.A., mas se verificou em algumas hipóteses ameaças de sua utilização por parte da União. Em 2015 quando do rompimento da barragem de Brumadinho/MG foi aventada a hipótese pelo então chefe do Poder Executivo Federal em exercício de se intervir na Vale S.A. com fulcro nas *golden shares* para se afastar toda a diretoria da companhia.¹⁰¹

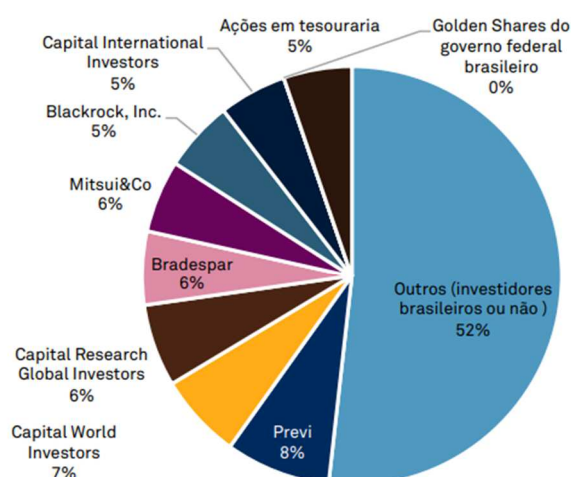
¹⁰⁰ Disponível em: <<https://www.stj.jus.br/sites/portalp/Paginas/Comunicacao/Noticias/2024/10092024-Decisao-do-TRF1-que-manteve-privatizacao-da-Vale-tem-eficacia-sobre-todas-acoes-semelhantes.aspx>> acesso em 24/09/2024.

¹⁰¹ Destaque para fala do Presidente da República em exercício à época: O presidente interino Hamilton Mourão afirmou nesta segunda-feira que o gabinete de crise criado pelo governo estuda afastar a diretoria da Vale Disponível em: <<https://exame.com/negocios/governo-brasileiro-nao-tem-poder-de-afastar-diretoria-da-vale/>> acesso em 01/02/2024.

Todavia, a hipótese aventada pelo Presidente da República em exercício não foi levada a efeito por se entender que as previsões estatutárias da Vale S.A. não contemplavam tais prerrogativas às *golden shares* de titularidade da União.

Pelo gráfico abaixo pode se analisar a estrutura do capital social da Vale S.A. com a previsão das *golden shares* em favor da União¹⁰²:

Gráfico 2 - Estrutura acionária (em outubro de 2021)



Fonte: S&P Global Ratings.

Portanto, mesmo havendo previsão estatutária da ação de classe especial na Vale S.A., não se tem notícias de que a União tenha feito uso de suas faculdades de veto, embora tenha se cogitado utilizá-las em possível extrapolação de seus poderes como noticiado anteriormente.

Outra sociedade empresária que dispõe de ação de classe especial de titularidade da União atribuída em virtude de desestatização é o IRB-Brasil Resseguros S.A.

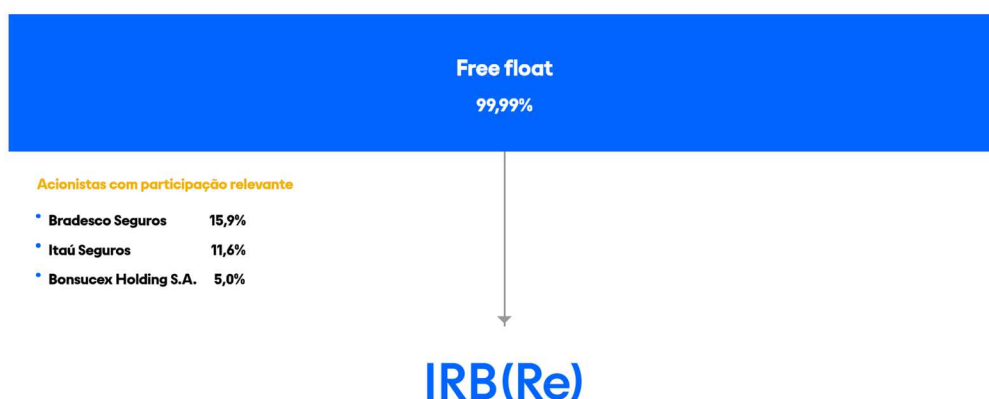
Criado em 1939, o Instituto de Resseguros do Brasil inaugurou o monopólio estatal no setor de resseguros, com a missão de reter no país os riscos de empresas nacionais que antes eram transferidos para o exterior. Por opção política, em 1996 é adotado um novo modelo de atuação estatal em resseguros, transformando-a em Sociedade de Economia Mista, alterando o a denominação para IRB-Brasil Resseguros S.A. No ano de 2000 o IRB-Brasil Resseguros S.A., em virtude de alterações no mercado de resseguros, transferiu a responsabilidade pela regulação do mercado de resseguro à Superintendência de Seguros Privados (Susep). Com isso, findou-

¹⁰² Disponível em: <<https://vale.com/documents/d/guest/s-p-moeda-local>> acesso em 02/02/2024.

se o monopólio estatal no mercado de resseguros¹⁰³. Assim, em 2011 o BNDES publicou edital para desestatizar o IRB Brasil Resseguros S.A., sendo que em 2013 é efetivada a privatização e a Companhia deixa de ser uma sociedade de economia mista¹⁰⁴.

A retomada do processo de desestatização do Instituto foi autorizada pela Resolução do Conselho Nacional de Desestatização (CND) nº 3/2011. A desestatização do IRB-Brasil Resseguros S.A. teve previsão de aumento de capital, em montante mínimo equivalente a 2% e, no máximo, 15% do capital social da companhia¹⁰⁵.

Com a desestatização do IRB-Brasil Resseguros S.A. foi inserido, tanto no edital de privatização quanto no Estatuto Social da companhia, a previsão de uma ação preferencial de classe especial de titularidade da União (artigos 5º, parágrafo único do 7º e 8º do Estatuto Social)¹⁰⁶. Atualmente, a composição societária do IRB-Brasil Resseguros S.A.¹⁰⁷ é a seguinte:



Posteriormente à conclusão do procedimento de desestatização, o Tribunal de Contas da União foi instado a analisar e validar os atos praticados e o resultado do leilão de privatização do IRB Brasil Resseguros através do TC 012.154/2011-3, julgado pelos Acórdãos nºs

¹⁰³ Disponível em: <<https://ri.irbre.com/a-companhia/sobre-a-companhia/>> acesso em 01/02/2024.

¹⁰⁴ Disponível em: <<https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/imprensa/noticias/conteudo/bndes-conclui-venda-de-acoes-do-irb-a-uniao>> acesso em 01/02/2024.

¹⁰⁵ Disponível em: <<https://exame.com/negocios/bndes-publica-edital-para-desestatizar-irb-brasil-re/>> acesso em 01/02/2024.

¹⁰⁶ Disponível em <<https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/0d797649-90df-4c56-aa01-6ee9c8a13d75/965edf74-691b-4fc1-8357-1b8388cf4352?origin=1>> Acesso em 01/02/2024.

¹⁰⁷ Disponível em <<https://ri.irbre.com/governanca-corporativa/composicao-acionaria/>> acesso em 18/02/2025.

1306/2013¹⁰⁸ e 3471/2014¹⁰⁹ – TCU – Plenário, os quais se aprovaram todos os estágios de acompanhamento do processo de desestatização do IRB-Brasil Resseguros S.A., conforme artigo 2º, incisos I a IV, da Instrução normativa TCU nº 27/1998.

Da análise das disposições estatutárias, a ação de classe especial do IRB-Brasil Resseguros S.A. detida pela União lhe outorga poderes políticos (artigo 8º)¹¹⁰, tais como o direito de escolher um membro do Conselho de Administração e respectivo suplente, bem como indicar integrante do Conselho Fiscal, poderes de veto em relação às matérias enumeradas no mesmo artigo.

Oportuno asseverar que não se obteve informações acerca da utilização pela União dos poderes de veto atribuídos pela *golden share* no IRB Brasil Resseguros S.A.

Em 25 de abril de 1961, foi promulgada a Lei nº 3.890-A autorizando a União a constituir as Centrais Elétricas Brasileiras S.A. – Eletrobras, sendo efetivamente criada em 11 de junho de 1962.

De acordo com a redação originária da legislação, a Eletrobras teria a atribuição de promover estudos, projetos de construção e operação de usinas geradoras, linhas de transmissão e subestações destinadas ao suprimento de energia elétrica do país. A nova companhia passou a contribuir decisivamente para a expansão da oferta de energia elétrica e o desenvolvimento do país.

Todavia, na década de 90, em decorrência de reformas institucionais e privatizações, a Eletrobras passou por algumas alterações de perfil e funções. Com isso, por determinação legal, a companhia passou a atuar também na distribuição de energia elétrica, por meio de subsidiárias nos Estados de Alagoas, Piauí, Rondônia, Acre, Roraima e Amazonas, se retirando do setor de distribuição de energia em 2018¹¹¹.

¹⁰⁸ Disponível em: <<https://pesquisa.apps.tcu.gov.br/documento/acordao-completo/2730%252F2010/%2520DTRELEVANCIA%2520desc%252C%2520NUMACORDAOINT%2520desc/6>> acesso em 01/02/2024.

¹⁰⁹ Disponível em: <<https://pesquisa.apps.tcu.gov.br/documento/acordao-completo/cibern%25C3%25A9tica/%2520%2520ANOACORDAO%253A%25222014%2522%2520DTRELEVANCIA%2520desc%252C%2520NUMACORDAOINT%2520desc/0>> acesso em 01/02/2024.

¹¹⁰ Disponível em: <<https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/0d797649-90df-4c56-aa01-6ee9c8a13d75/965edf74-691b-4fc1-8357-1b8388cf4352?origin=1>> acesso em 13/06/2024.

¹¹¹ Disponível em: <<https://eletrobras.com/pt/Paginas/Historia.aspx>> acesso em 02/02/2024.

Em 23 de fevereiro de 2021, através da Medida Provisória nº 1.031/2021, a Eletrobras foi incluída no Programa Nacional de Desestatização (PND), possibilitando a contratação pelo BNDES dos estudos técnicos necessários a estruturação da operação. Essa medida provisória foi convertida na Lei nº 14.182, em 12 de julho de 2021, assegurando a imprescindível autorização legislativa para o prosseguimento da desestatização.

Em outubro de 2021, foi publicada a resolução do Conselho do Programa de Parcerias de Investimentos (PPI), que aprovou a modelagem da desestatização da Eletrobras. E para viabilizar a operação realizou-se uma reestruturação societária para segregar a participação da Eletrobras na Itaipu Binacional e transferir o controle sobre a Eletronuclear para a Empresa Nacional de Participações em Energia Nuclear e Binacional (ENBPar), fazendo com que as duas sociedades permanecessem com a União, conforme determinou a Lei nº 14.182/2021.

Em 18 de maio de 2022, o Tribunal de Contas da União decidiu o TC 008.845/2018-2, através do Acórdão 1.103/2022¹¹² – Plenário, por sete votos a um, autorizou a continuidade da desestatização da Eletrobras.

A desestatização foi levada a efeito em 14 de junho de 2022, mediante leilão na B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão (B3) por meio de uma operação de *follow on* com a capitalização da Eletrobras, operação em que houve a alienação do controle societário da União, pulverizando o capital social da companhia¹¹³. Com isso, o atual capital social da Eletrobras ficou definido como da seguinte forma¹¹⁴:

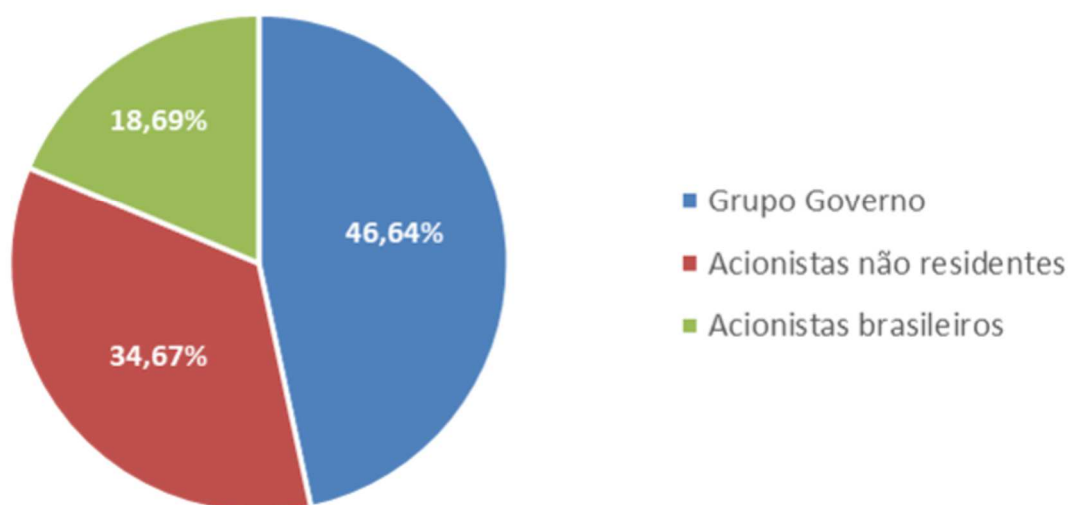
¹¹² Disponível em:

<https://pesquisa.apps.tcu.gov.br/documento/processo/*/NUMEROSOMENTENUMEROS%253A884520182/DTAUTUACAOORDENACAO%2520desc%252C%2520NUMEROCOMZEROS%2520desc/0/%2520> acesso em 02/02/2024.

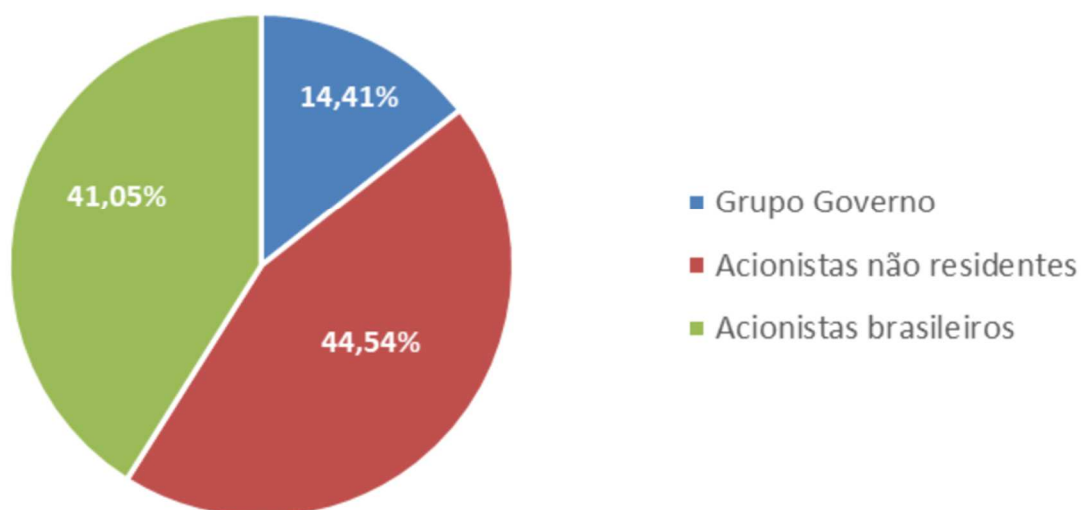
¹¹³ Disponível em: <<https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/transparencia/desestatizacao/processos-encerrados/projeto-de-desestatizacao-eletrobras>> acesso em 02/02/2024.

¹¹⁴ Disponível em: <<https://ri.eletrobras.com/capital-social/>> acesso em 02/02/2024.

Ações ordinárias



Ações preferenciais



Diante da alienação do controle estatal, houve a inserção do instituto da *golden share* em favor da União no estatuto social¹¹⁵ da companhia em seus artigos 4º, 6º, 7º e 11º¹¹⁶. Assim, a União é titular de 1 (uma) ação preferencial de classe especial, sem valor nominal, no capital social da Eletrobras.

¹¹⁵ Disponível em: <<https://eletrobras.com/pt/GestaoeGovernancaCorporativa/Estatuto%20social.pdf>> acesso em 02/02/2024

¹¹⁶ Artigo 4º - O capital social é de R\$ 70.099.825.620,79 (setenta bilhões, noventa e nove milhões, oitocentos e vinte e cinco mil, seiscentos e vinte reais e setenta e nove centavos) dividido em 2.027.011.498 (dois bilhões, vinte e sete milhões, onze mil quatrocentas e noventa e oito) ações ordinárias, 146.920 (cento e quarenta e seis mil novecentas e vinte) ações preferenciais da classe "A", 279.941.393 (duzentas e setenta e nove milhões, novecentas e quarenta e uma mil trezentas e noventa e três) ações preferenciais da classe "B" e 1 (uma) ação preferencial de classe especial titularizada exclusivamente pela União, todas sem valor nominal.

Parágrafo 1º - As ações da Eletrobras serão:

- I - ordinárias, na forma nominativa, com direito a um voto por ação;
- II - preferenciais de classes "A" e "B", na forma nominativa, sem direito de voto nas Assembleias Gerais, ressalvadas as hipóteses legais; e
- III - 1 (uma) preferencial de classe especial, titularizada exclusivamente pela União, sem direito de voto nas Assembleias Gerais, à exceção do direito de veto estabelecido no parágrafo 3º do Artigo 11 deste Estatuto

Artigo 6º - É vedado a qualquer acionista ou grupo de acionistas, brasileiro ou estrangeiro, público ou privado, o exercício do direito de voto em número superior ao equivalente ao percentual de 10% (dez por cento) da quantidade total de ações em que se dividir o capital votante da Eletrobras, independentemente de sua participação no capital social.

Parágrafo único - Caso as ações preferenciais de emissão da Eletrobras passem a conferir direito de voto nos termos do Artigo 111, § 1º, da Lei nº 6.404, de 1976, a limitação constante do caput deste Artigo 6º abrangerá tais ações preferenciais, de forma que todas as ações detidas pelo acionista ou grupo de acionistas que confirmam direito de voto em relação a uma determinada deliberação (sejam elas ordinárias ou preferenciais) sejam consideradas para fins do cálculo do número de votos conforme o caput deste artigo.

(...)

Artigo 7º - É vedada a celebração de acordos de acionistas visando a regular o exercício do direito de voto em número superior ao correspondente ao percentual de 10% (dez por cento) da quantidade total de ações em que se dividir o capital votante da Eletrobras, inclusive na hipótese descrita no Artigo 6º, parágrafo único.

Parágrafo 1º - Não será arquivado pela Companhia acordo de acionistas sobre exercício do direito de voto que conflite com as disposições deste Estatuto Social.

Parágrafo 2º - O presidente da assembleia da Eletrobras não computará votos proferidos em desconformidade às regras estipuladas nos arts. 6º e 7º deste Estatuto, sem prejuízo do exercício do direito de veto por parte da União, nos termos do parágrafo 3º do Artigo 11 deste Estatuto.

(...)

Artigo 11 - As ações preferenciais não podem ser convertidas em ações ordinárias e, quando se tratar das classes "A" e "B", terão prioridade no reembolso do capital e na distribuição de dividendos.

(...)

Parágrafo 3º - A ação preferencial de classe especial, de propriedade exclusiva da União, criada com base no Artigo 3º, inciso III, alínea 'c', da Lei nº 14.182, de 2021, c/c Artigo 17, §7º, da Lei nº 6.404, de 1976, dá à União o poder de veto nas deliberações sociais que visem à modificação do Estatuto Social com a finalidade de remoção ou modificação da limitação ao exercício do direito de voto e de celebração de acordo de acionistas, estabelecidas nos arts. 6º e 7º deste Estatuto.

Como já apontado para os demais casos de inserção de ações de classe especial em favor da União em hipóteses de desestatização analisados no presente estudo, na Eletrobras também não se verificou a efetiva utilização das prerrogativas de veto asseguradas pelas *golden shares* à Administração Pública direta.

4.2. Estratificação das prerrogativas asseguradas à União nos estatutos sociais

Para fins metodológicos ao desenvolvimento da presente investigação, é necessário estratificar todos os direitos assegurados à União titular das *golden shares* no Brasil. Assim, foram analisados os respectivos estatutos sociais, as atas de Assembleias Gerais das Companhias, incluindo os manuais e propostas de Administração para se aferir a atuação do titular das ações de classe especial nos escrutínios societários compreendidos entre 2022 e 2024 (período coincidente em que todas as 4 sociedades analisadas que dispunham de *golden share* em seu estatuto).

A relevância do referido destaque para fins didáticos reside nas características apresentadas pelas ações de classe especial, uma vez que, o único direito comum à todas elas é o de veto, abarcando também em um ou outro caso, conforme se verá adiante, direito de percepção de dividendos, direitos de voto e, ainda, indicações de integrantes para o Conselho de Administração e Conselho Fiscal.

Com isso, será factível analisar o grau de sujeição a ingerência estatal da Companhia desestatizada e, eventualmente, a real intervenção por parte ente público para direcionar o exercício da empresa à satisfação de seu interesse.

Para sintetizar as principais prerrogativas asseguradas à União pelas *golden shares* elaborou-se o quadro abaixo:

COMPANHIA	Poder de veto	Poder de voto	Conselho Fiscal	Conselho de Administração	Dividendos
CELMA ¹¹⁷	Sim	Não	Não	Sim	Não
EMBRAER	Sim	Sim	Não	Sim	Não
VALE	Sim	Sim	Sim	Não	Sim
IRB BRASIL	Sim	Não	Sim	Sim	Não
ELETROBRAS	Sim	Não	Não	Não	Sim

Curial apontar que as *golden shares* da Celma Eletromecânica já foram extintas, razão pela qual não serão objeto da análise e estratificação a seguir realizada, constando do quadro acima apenas para fins de enriquecimento de dados.

4.2.1. EMBRAER S.A.

Conforme explicitado no item precedente (4.1.) a Embraer S.A. foi desestatizada através do edital nº PND-A-05/94-EMBRAER com previsão de ação de classe especial na Lei nº 8.031/90, mesmo antes da inserção desse tipo acionário na Lei das S.A. em 2001.

Constando do §2º do artigo 6º do Estatuto Social da Embraer, a ação de classe especial compreende sempre uma única ação que preserva suas prerrogativas enquanto estiver na titularidade da União, em consonância com o artigo 8º da Lei 9.491/97¹¹⁸.

Importante salientar que no Manual e Proposta de Administração¹¹⁹ para Assembleia Geral Ordinária (AGO) da Embraer S.A. de 26/04/2022, documento público e complementar a ata de AGO, se constatou a afirmação do Presidente do Conselho de Administração de que naquela sociedade inexistia *a figura de um grupo de controle ou acionista controlador*, confirmando-se a informação constante do item 4.1., oportunidade em que se destacou a composição acionária da Embraer. Confira-se trecho da Mensagem do Presidente do Conselho:

¹¹⁷ As *golden shares* na Celma Eletromecânica já foram extintas pelo decurso do prazo previsto no estatuto, conforme já apontado na presente investigação.

¹¹⁸ Art. 8º. Sempre que houver razões que justifiquem, a União deterá, direta ou indiretamente, ação de classe especial do capital social da empresa ou instituição financeira objeto da desestatização, que lhe confira poderes especiais em determinadas matérias, as quais deverão ser caracterizadas nos seus estatutos sociais.

¹¹⁹ Disponível em: <<https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/12a56b3a-7b37-4dba-b80a-f3358bf66b71/aea4e6fa-13fb-467e-9af6-2703fd18073f?origin=1>> acesso em 10/08/2024.

Desde a reestruturação societária ocorrida em 2006, o capital social da Embraer é composto exclusivamente por ações ordinárias, além de uma ação de classe especial de propriedade da União, inexistindo a figura de um grupo de controle ou acionista controlador.

Assim, diversamente do que atualmente preconiza o §7º do artigo 17 da Lei nº 6.404/76 quanto a possibilidade de se criar ação preferencial de classe especial, no caso da Embraer S.A. se identifica a existência de uma ação ordinária de classe especial de titularidade da União (art. 6º), haja vista que sua inserção estatutária se deu anteriormente a alteração legislativa na Lei das S.A. decorrente da promulgação da Lei nº 10.303/01 e, também, se constata vedação expressa no estatuto para a emissão de ações preferenciais (art. 6º, §1º).

4.2.1.1. Direito de Veto

A ação ordinária de classe especial assegura à União direito de veto quanto as matérias elencadas exhaustivamente no artigo 9º do estatuto social.

Nos incisos I e II do artigo 9º se tem a previsão da possibilidade de veto quanto a mudança de denominação da Companhia, de seu objeto social e de alteração ou aplicação de sua logomarca, que aponta a existência de interesse público quanto ao objeto inicialmente idealizado para essa atuação estatal, bem como ao nome e imagem da sociedade empresária.

Outro interesse público apontado no estatuto é a capacidade de veto do ente público quando houver deliberação assemblear de criação e ou alteração de programas militares, a capacitação de terceiros em tecnologia para programas militares, e também a interrupção de fornecimento de peças de manutenção e reposição de aeronaves militares (incisos III, IV e V do art. 9º). Com isso, a União visa preservar a soberania nacional e os interesses estratégicos envolvendo assuntos bélico-militares na Companhia, dando concretude ao preceito de imperativo de segurança nacional preconizado pelo artigo 173 da Constituição da República quando da criação da Embraer quanto estatal.

No que tange a transferência do controle acionário da Embraer se verifica, outrossim, a possibilidade de veto da União (inciso VI do art. 9º), demonstrando que o interesse público neste particular reside nos impactos socioeconômicos e estratégicos de se ter uma transferência de controle que gere concentração indevida de poder econômico em determinado grupo no segmento de atuação da Companhia sem a prévia anuência da União, sem prejuízo da

intervenção do Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE) para analisar e aprovar a operação.

O inciso VII do artigo 9º elenca demais matérias que podem ser sujeitas à veto da União, remetendo aos demais temas em que o legislador considerou a presença de interesse público para justificar a inserção da *golden share* na Embraer. Eventuais alterações de prerrogativas asseguradas pela ação de classe especial devem necessariamente ser submetidas ao crivo do ente público (inciso VII). Além disso, o aludido inciso preconiza que são passíveis de veto pela União a alteração: dos princípios de organização e o funcionamento da Companhia; dos conceitos estatutários de acionistas brasileiros e estrangeiros; do exercício do direito de voto; da competência da Assembleia Geral para deliberar sobre as matérias sujeitas a veto pela *golden share*; do direito de eleição da União de um integrante do Conselho de Administração e seu suplente; do direito dos empregados de elegerem dois representantes efetivos e seus suplentes ao Conselho de Administração; da competência do Conselho de Administração para apreciar as matérias sujeitas a veto da União submetendo-as, quando exigido pela Lei nº 6.404/76, à apreciação da Assembleia Geral; da competência da Diretoria de submeter ao Conselho de Administração a apreciação das matérias sujeitas a veto da União, como titular da ação de classe especial.

Analisando-se atas de AGO e AGE da Companhia não se apurou o efetivo exercício do direito de veto por parte da União nas Assembleias Gerais (como já salientado no item 4.1.).

Embora não se tenha verificado o efetivo exercício do direito de veto por parte da União, como apontado no item 4.2.1., em 1999 se teve a ameaça do exercício dessa prerrogativa com fundamento no artigo 56 e seu §1º do estatuto social que versa sobre *participação substancial ou alienação de controle*. Nessa oportunidade, os controladores da Embraer comunicaram a União de que alienaria 20% das ações ordinárias de emissão da Companhia a um grupo francês, sendo que foi sinalizado que tal operação seria vetada frustrando a negociação. O estatuto da Companhia assegura à União que na qualidade de titular da ação de classe especial terá plena discricionariedade para acatar ou rejeitar a oferta pública constante do *caput* do artigo 56, ou seja, é desnecessária a explicitação das razões que o levaram se valer de seu direito de veto ou voto, confirmando ainda a hipótese de se tratar de ato administrativo discricionário quanto a sua natureza jurídica abordada no item 3.2.3. da presente investigação.

4.2.1.2. Direito de Voto

O artigo 14 do estatuto confere à cada ação ordinária o direito a um voto nas deliberações assembleares, o que, por consequência, assegura à União direito a apenas um voto em decorrência da titularidade da *golden share*. Assim, em termos quantitativos o ente público tem atuação inexpressiva quando exerce seu direito de voto, servido mais para demonstrar aos demais acionistas o apoio da União ao conteúdo de alguma deliberação e servindo de insofismável forma de se exteriorizar que a matéria não será objeto de veto.

Ademais, a União exerce seu direito de voto para fins de eleição de seus indicados ao Conselho de Administração nos termos do §1º do artigo 27 do estatuto, o que se depreende das atas de AGO e AGE compreendidas no período amostral destacado no presente estudo.

4.2.1.3. Conselho de Administração

O Estatuto Social da Embraer S.A. em seu artigo 27, §1º, preconiza que a União na condição de titular da ação de classe especial terá direito de eleger membro efetivo e suplente ao Conselho de Administração.

Compulsando à Ata¹²⁰ e ao Manual e Proposta de Administração¹²¹ para Assembleia Geral Ordinária (AGO) da Embraer S.A. de 28/04/2023 verifica-se que na Ordem do Dia para as deliberações constava a definição do número de membros para compor o Conselho de Administração e sua eleição.

Com efeito, exercendo sua prerrogativa de declinar o nome de membro titular e suplente para integrar o Conselho de Administração, restaram consignadas na Ata de AGO¹²² as indicações pela União e sua consequente eleição.

Considerando a previsão estatutária do *caput* do artigo 27 os Conselheiros de Administração dispõem de mandato de dois anos, sendo oportuno asseverar que período abrangido pelo estudo não se apurou renúncia ou destituição dos indicados pela União, razão pela qual será oportunizado ao titular da ação de classe especial a nova indicação e eleição para o Conselho de Administração no ano de 2025.

¹²⁰ Disponível em: <<https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/12a56b3a-7b37-4dba-b80a-f3358bf66b71/fe482451-5f90-028c-6a80-b92b0858b477?origin=1>> acesso em 10/08/2024.

¹²¹ Disponível em: <<https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/12a56b3a-7b37-4dba-b80a-f3358bf66b71/238d359e-020b-c6de-515f-ca0a6e0634ad?origin=1>> acesso em 10/08/2024.

¹²² Destaque do trecho da ata: *Fica consignado que, pela União, nos termos do Parágrafo 1º do Artigo 27 do Estatuto Social, foi indicado e ora é eleito Pedro Luís Farcic, (...) como membro efetivo, e Heraldo Luiz Rodrigues, (...), como seu suplente.* (supressão pelo autor das informações de qualificação dos indicados por se tratar de dados sensíveis de acordo com a Lei Geral de Proteção de Dados Pessoais, sendo irrelevantes ao desenvolvimento do trabalho).

4.2.1.4. Conselho Fiscal

Analisando-se o Estatuto Social da Embraer S.A. se apurou que a ação de classe especial não assegura à União indicação de membros do Conselho Fiscal. Pertinente, ademais, ressaltar que, analisando-se os documentos societários do período abrangido pela investigação, se tem a abstenção da União quanto ao exercício do direito de voto quanto aos indicados ao Conselho Fiscal da Companhia.

4.2.1.5. Dividendos

O artigo 51¹²³ do Estatuto Social da Embraer S.A. prevê que os acionistas terão direito a percepção de dividendos de acordo com as regras lá estabelecidas.

Por se tratar de previsão genérica acerca de direito dos acionistas, o intérprete pode ser levado à conclusão de que todos os acionistas teriam participação nos dividendos das Embraer.

¹²³ Art. 51 - Os acionistas terão direito de receber, como dividendo obrigatório, em cada exercício, um percentual equivalente a 25% do lucro líquido do exercício, ajustado de acordo com as seguintes normas:

I - O lucro líquido do exercício será diminuído ou acrescido dos seguintes valores:

- a) a importância destinada à constituição da reserva legal; e
- b) a importância destinada à formação de reserva para contingência e a reversão desta reserva formada em exercícios anteriores;

II - O pagamento de dividendo determinado nos termos do inciso I poderá ser limitado ao montante do lucro líquido do exercício que tiver sido realizado, desde que a diferença seja registrada como reserva de lucros a realizar;

III - Os lucros registrados na reserva de lucros a realizar, quando realizados e se não tiverem sido absorvidos por prejuízos em exercícios subsequentes, deverão ser acrescidos ao primeiro dividendo declarado após a realização.

Parágrafo 1º - O dividendo previsto neste artigo não será obrigatório no exercício social em que o Conselho de Administração informar à Assembleia Geral ser ele incompatível com a situação financeira da Companhia; o Conselho Fiscal deverá dar parecer sobre essa informação e os administradores da Companhia encaminharão à CVM, dentro de 5 dias da realização da Assembleia Geral, exposição justificada da informação transmitida à Assembleia Geral.

Parágrafo 2º - Os lucros que deixarem de ser distribuídos nos termos do § 1º serão registrados como reserva especial e, se não forem absorvidos por prejuízos em exercícios subsequentes, deverão ser pagos como dividendo assim que o permitir a situação financeira da Companhia.

Parágrafo 3º - O Conselho de Administração poderá pagar ou creditar, em cada exercício social, *ad referendum* da Assembleia Geral Ordinária que apreciar as demonstrações financeiras relativas ao exercício, juros sobre capital próprio, nos termos da legislação do imposto de renda.

Parágrafo 4º - Os juros sobre capital próprio serão imputados ao valor dos dividendos declarados pela Companhia.

Todavia, compulsando às atas de Assembleia Gerais anteriores à 2018 foi apurado que a Assembleia Geral consigna que terão direito a receber dividendos apenas os titulares de ações em circulação, o que se depreende à guisa de exemplo da ata de AGO de 12/04/2017¹²⁴.

Assim, como a ação de classe especial de titularidade da União não é passível de circulação, não terá o direito a receber dividendos.

Importante salientar que foi necessário acessar documentos societários em período diverso do destacado para a amostra do presente estudo, uma vez que a Embraer S.A. não distribui dividendos a seus acionistas desde 2018 em virtude de subsequentes exercícios financeiros deficitários. Portanto, a informação apurada não prejudica a metodologia de análise das informações da sociedade.

4.2.2. VALE S.A.

No item 3.1. apontou-se que em 1997 ocorreu a desestatização da Companhia Vale do Rio Doce, atualmente Vale S.A., incluída no Programa Nacional de Desestatização através do Decreto nº 1.510/95, tendo sido estipulado os termos do procedimento no Edital nº PND/A-01/97/CVRD com previsão de ações preferenciais de classe especial de titularidade da União.

No Estatuto Social da Vale S.A., em seu artigo 5º, foram previstas 12 (doze) ações preferenciais de classe especial, todas sem valor nominal, que integram o capital social com simbólico valor de R\$176,88 (cento e setenta e seis reais e oitenta e oito centavos)¹²⁵.

Nos termos do parágrafo primeiro do artigo 1º do estatuto social, a Vale S.A. integra o segmento especial de listagem da B3 denominado Novo Mercado, sujeitando-se às disposições do respectivo regulamento.

De acordo com o artigo 8º Regulamento do Novo Mercado da B3, as sociedades listadas nesse segmento deverão ter seu capital social exclusivamente dividido em ações ordinárias. Entretanto, o parágrafo único desse mesmo artigo excetua essa regra aos casos de desestatização quando se tratar de ações preferenciais de classe especial que tenham por fim garantir direitos

¹²⁴ Disponível em: <<https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/12a56b3a-7b37-4dba-b80a-f3358bf66b71/fe2ea66b-0fcd-a23c-e947-3ed427cedf36?origin=1>> acesso em 11/08/2024.

¹²⁵ Disponível em: <<https://www.vale.com/documents/d/guest/estatuto-social>> acesso em 10/08/2024.

políticos diferenciados, sejam intransferíveis e de propriedade do ente desestatizante ou suas controladas¹²⁶.

Dessa forma, se encontra justificada a adesão da Vale S.A. ao segmento do Novo Mercado da B3 mesmo dispondo de ações preferenciais de classe especial de titularidade da União.

O estatuto social prevê expressamente e *numerus clausus* os direitos e prerrogativas assegurados à União decorrentes da titularidade das ações preferenciais de classe especial.

4.2.2.1. Direito de Veto

As ações preferenciais de classe especial garantem à União direito de veto quanto as matérias elencadas exaustivamente no artigo 7º do estatuto social.

Nos incisos I, II e III do artigo 7º se tem a previsão da possibilidade de veto quanto a mudança de denominação da Companhia, de sua sede, de seu objeto social no que se refere a exploração mineral, demonstrando o reconhecimento de interesse público quanto ao objeto originariamente para essa atuação estatal quando de sua criação como sociedade de economia mista, bem como ao nome, sede e imagem da sociedade empresária.

A União detém poder de veto no caso de liquidação da Companhia, alienação ou encerramento de qualquer uma ou do conjunto das etapas dos sistemas integrados de minério de ferro da Companhia lá elencados. Analisando-se essas previsões estatutárias compreendemos que é facultado à União intervir para preservação das atividades industriais e econômicas essenciais aos interesses estratégicos nacionais dando eficácia ao requisito do *relevante interesse coletivo* justificador da originária intervenção do Estado na economia através da criação Vale S.A. como sociedade de economia mista, a teor do artigo 173 da Constituição da República.

¹²⁶ 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 B3. Disponível em: <<https://www.b3.com.br/data/files/ED/C4/C1/2D/F99068101BBF1068AC094EA8/Regulamento%20do%20Novo%20Mercado%20Versao%202023.pdf>> acesso em 10/08/2024.

Por seu turno, os incisos VI e VII do artigo 7º elencam que as matérias tendentes a modificar direitos atribuídos às espécies e classes das ações, incluindo os direitos assegurados à União em virtude das ações de classe especial, ou seja, o legislador reputou que nesses assuntos eventualmente podem se ter violações a interesse público apto a justificar necessidade de veto.

Assim como no caso da Embraer S.A., ao analisarmos as Atas, Propostas de Administração e Manuais de Participação das AGO e AGE da Vale S.A. não se identificou o efetivo exercício do direito de veto por parte da União nas reuniões de acionistas (conforme consta do item 3.1.).

4.2.2.2. Direito de Voto

De acordo com o estatuto social da Vale S.A. em seu artigo 5º, §3º, as ações preferenciais da classe especial terão direito a um voto nas deliberações da Ordem do Dia das Assembleias Gerais.

Por força do §4º do artigo 5º do estatuto, as ações preferenciais da classe especial terão os mesmos direitos políticos das ações ordinárias, ressalvado o voto para eleição dos membros do Conselho de Administração que excepcionalmente será atribuído ao titular de *golden share* nas hipóteses dos §4º e 5º do artigo 141 da Lei das S.A.¹²⁷

¹²⁷ Art. 141. Na eleição dos conselheiros, é facultado aos acionistas que representem, no mínimo, 10% (dez por cento) do capital social com direito a voto, esteja ou não previsto no estatuto, requerer a adoção do processo de voto múltiplo, por meio do qual o número de votos de cada ação será multiplicado pelo número de cargos a serem preenchidos, reconhecido ao acionista o direito de cumular os votos em um só candidato ou distribuí-los entre vários.

(...)

§ 4º Terão direito de eleger e destituir um membro e seu suplente do conselho de administração, em votação em separado na assembleia-geral, excluído o acionista controlador, a maioria dos titulares, respectivamente.

I - de ações de emissão de companhia aberta com direito a voto, que representem, pelo menos, 15% (quinze por cento) do total das ações com direito a voto; e

II - de ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito de emissão de companhia aberta, que representem, no mínimo, 10% (dez por cento) do capital social, que não houverem exercido o direito previsto no estatuto, em conformidade com o art. 18.

§ 5º Verificando-se que nem os titulares de ações com direito a voto e nem os titulares de ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito perfizeram, respectivamente, o quórum exigido nos incisos I e II do § 4º, será facultado agregar suas ações para elegerem em conjunto um membro e seu suplente para o conselho de administração, observando-se, nessa hipótese, o quórum exigido pelo inciso II do § 4º.

Em virtude da titularidade exclusiva das ações de classe especial a União não tem expressividade quantitativa quando do exercício de seu direito de voto, sendo que da análise dos documentos societários públicos não se identificou o exercício do direito de voto por parte da União.

Relevante salientar que, na hipótese de a Companhia não pagar ao acionista preferencial de classe especial os dividendos mínimos por 3 (três) exercícios consecutivos, de acordo com a legislação societária, o §6º do artigo 5º do estatuto social preconiza que as *golden shares* adquirirão o exercício pleno e irrestrito do direito de voto.

No período destacado para se ter a amostragem do presente estudo, verificou-se que a União se absteve quanto ao exercício de seu direito de voto em assuntos que não lhe diziam respeito diretamente, notadamente, quanto a aprovação de contas, indicações de membros do Conselho de Administração e Fiscal, ressalvadas suas próprias indicações.

Analisando-se os documentos societários do período abrangido pela investigação, constata-se a confirmação das informações acima, compulsando-se especificamente a ata de Assembleia Geral Ordinária e Extraordinária realizada em 28/04/2023¹²⁸, verifica-se que foram aprovadas todas as matérias constantes da Ordem do Dia, consignando-se expressamente a abstenção da União nas deliberações. À guisa de exemplo transcreve-se trecho da ata quanto a deliberação sobre item 7.9. da Ordem do Dia:

07 - DELIBERAÇÕES:

(...)

7.9 Aprovar, por maioria, a alteração do caput do Art. 5º do Estatuto Social da Vale, em razão do cancelamento de ações ordinárias de emissão da Vale aprovado pelo Conselho de Administração em 02.03.2023, que passa a vigorar conforme redação abaixo:

(...)

Foram computados 3.330.836.380 votos a favor, 526 votos contrários e 491.667.951 abstenções (incluindo a abstenção da União Federal).

¹²⁸ Disponível em <<https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/53207d1c-63b4-48f1-96b7-19869fae19fe/77a330d7-b380-abc7-6fcd-03bc328842df?origin=1>> acesso em 10/08/2024.

Concluímos que a abstenção reiterada da União em exercer seu direito ao voto em igualdade de condições com as ações ordinárias nos termos do §3º do artigo 5º do estatuto, é decorrente do baixo quantitativo de ações de classe especial na Vale S.A.

4.2.2.3. Conselho de Administração

Consoante se depreende das disposições estatutárias, o titular de ações preferenciais de classe especial não dispõe da prerrogativa de indicação de membros do Conselho de Administração, lhe sendo facultado apenas exercer o direito de voto para eventualmente eleger os integrantes do Conselho. Analisando-se os documentos societários do período abrangido pela investigação, se verificou que a União se absteve de votar os nomes dos indicados ao Conselho de Administração da Vale S.A., conforme elucidado no tópico anterior.

4.2.2.4. Conselho fiscal

Diversamente do que ocorre quanto ao Conselho de Administração, o Estatuto Social da Vale S.A. em seu artigo 5º, §4º, dispõe expressamente que é assegurado às ações de classe especial o direito de eleger e destituir, um membro do Conselho Fiscal e o respectivo suplente.

De acordo com a documentação societária analisada, apurou-se que durante o período destacado para delimitar-se metodologicamente o estudo, a União teve uma postura ativa quanto a indicação e seus representantes no Conselho Fiscal da Vale S.A.

Para exemplificar a atuação ativa da União quanto ao Conselho Fiscal, pode-se destacar a Ata da Assembleia Geral Ordinária e Extraordinária¹²⁹ ocorrida em 28/04/2023 em que exerceu seu direito de indicar, bem como votar exclusivamente aprovando os nomes de seus indicados ao Conselho Fiscal.

A indicação dos nomes ao Conselho Fiscal pela União foi realizada em 10/02/2023 e consignada no Manual de Participação das Assembleias Gerais Ordinária e Extraordinária (AGOE) da Vale¹³⁰, transcrevendo-se o trecho abaixo:

Além das indicações acima mencionadas, a Companhia recebeu, em 10 de fevereiro de 2023, a indicação, pelo único detentor de ações preferenciais de

¹²⁹ Disponível em: <<https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/53207d1c-63b4-48f1-96b7-19869fae19fe/77a330d7-b380-abc7-6fcd-03bc328842df?origin=1>> acesso em 10/08/2024.

¹³⁰ Disponível em: <<https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/53207d1c-63b4-48f1-96b7-19869fae19fe/714865f6-3b0e-1bef-ba4c-4dcc35b0fda9?origin=1>> acesso em 10/08/2024.

emissão da Vale, dos Srs. Gabriel Muricca Galípolo e Adriano Pereira de Paula, aos cargos de membros efetivo e suplente do Conselho Fiscal, respectivamente.

A confirmação das indicações se deu através de eleição em separado por votação exclusiva da União, sem sujeição ao princípio majoritário, conforme se denota do trecho da Ata¹³¹ da AGOE de 28/04/2023, abaixo transcrito:

7.7. Eleger os seguintes membros para compor o Conselho Fiscal da Companhia, com prazo de gestão até a Assembleia Geral Ordinária que se realizar em 2024.

7.7.1 conforme processo de eleição em separado, pelo único acionista titular de ações preferenciais de classe especial de emissão da Companhia (Golden Shares), conforme o disposto no §4º do Artigo 5º do Estatuto Social, o Sr. GABRIEL MURICCA GALÍPOLO, (...); e ADRIANO PEREIRA DE PAULA, (...), como membros efetivo e suplente, respectivamente. Fica consignado que a reeleição do Sr. Adriano Pereira de Paula visa manter a representatividade da União no Conselho Fiscal.

Dadas as características identificadas no presente estudo, a atuação da União junto à Vale S.A. em decorrência da titularidade das ações de classe especial não se mostra muito incisiva, apontando uma baixa ingerência pública na gestão da Companhia, indicando que as *golden shares* não são tidas como instrumental de interferência efetiva em sua atuação empresarial.

4.2.2.5. Dividendos

No que diz respeito a percepção de dividendos, oportuno frisar que se identificou-se que o estatuto social da Vale S.A. prevê expressamente o pagamento de dividendos às ações de classe especial de titularidade da União, conforme §5º do artigo 5º¹³².

¹³¹ Disponível em: <<https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/53207d1c-63b4-48f1-96b7-19869fae19fe/77a330d7-b380-abc7-6fcd-03bc328842df?origin=1>> acesso em 10/08/2024.

¹³² Art. 5º (...)

4.2.3. IRB-BRASIL RESSEGUROS S.A.

Como constante do tópico 4.1., o IRB-Brasil Resseguros S.A. fundado em 1939 sob o regime de monopólio estatal, transformou-se em Sociedade de Economia Mista em 1996.

Sensível alteração do mercado de resseguros no Brasil se deu no ano de 2000, com a regulação do mercado transferida à Superintendência de Seguros Privados (SUSEP), findando-se o monopólio estatal, com a consequente abertura do mercado.

Em 2011 a União opta por desestatizar a Companhia, através da Resolução do Conselho Nacional de Desestatização (CND) nº 3/2011.

No edital de desestatização do IRB-Brasil Resseguros S.A. constou a previsão de uma ação preferencial de classe especial de titularidade da União (art. 5), sendo essa única ação preferencial da Companhia, que conta com expressa vedação a emissão de novas ações preferenciais.

No artigo 8º do Estatuto Social restaram elencados exaustivamente os direitos e prerrogativas dessa classe acionária especial.

4.2.3.1. Direito de Veto

O estatuto social em seu artigo 8º preconiza que a *golden share* confere à União, em caráter permanente, tanto direitos de veto nas deliberações sociais quanto a negócios jurídicos referentes às matérias lá enumeradas.

§5º - O acionista titular das ações preferenciais da classe especial terá direito de participar do dividendo a ser distribuído calculado na forma do Capítulo VII, de acordo com o seguinte critério:

- a) prioridade no recebimento dos dividendos mencionados neste §5º correspondente a (i) no mínimo 3% (três por cento) do valor do patrimônio líquido da ação, calculado com base nas demonstrações financeiras levantadas que serviram como referência para o pagamento dos dividendos ou (ii) 6% (seis por cento) calculado sobre a parcela do capital constituída por essa classe de ação, o que for maior entre eles;
- b) direito de participar dos lucros distribuídos, em igualdade de condições com as ações ordinárias, depois de a estas assegurado dividendo igual ao mínimo prioritário estabelecido em conformidade com a alínea “a” acima; e
- c) direito de participar de eventuais bonificações, em igualdade de condições com as ações ordinárias, observada a prioridade estabelecida para a distribuição de dividendos.

Nos incisos I e III do artigo 8 se depreende que a União terá direito de veto quanto a mudança de denominação da Companhia, de seu objeto social, bem como quanto a alteração ou aplicação de sua logomarca, apontando que o legislador considerou que o direito de imagem do IRB-Brasil como interesse público.

O controle acionário da Companhia também foi reputado de interesse público pelo legislador, tanto que a União poderá vetar sua alienação (inciso II do art. 8), com isso visa-se preservar o relevante interesse coletivo que ensejou a própria criação da estatal originariamente.

O inciso IV traz a previsão de possibilidade de veto pela União de deliberações que definam políticas de subscrição e retrocessão, de forma genérica, sem a individualização de negócios, prevendo a necessidade de se buscar o equilíbrio econômico-financeiro das carteiras correspondentes. Todavia, na hipótese de a União ser parte em acordo de acionistas que delibere sobre tal matéria, resta afastada sua possibilidade de veto. A ressalva constante do estatuto alberga o princípio do *venire contra factum proprium*, vedando eventual comportamento contraditório por parte da União que mesmo sendo parte em acordo de acionistas poderia buscar vetar os termos do acordo.

A preservação dos direitos atribuídos à União pelas *golden shares* se mostram como de interesse público, tanto que o legislador atribuiu poder de veto a operações societárias que possam implicar em perdas dos referidos direitos. E, ainda, a qualquer alteração dessas prerrogativas sem a anuência do ente público, nos termos dos incisos V e VI do artigo 8º.

Importante ressaltar que o §3º do artigo 8º do estatuto detalha o procedimento formal para o Conselho de Administração apreciar matérias que são passíveis de veto da União na condição de titular da *golden share*.

Assim, para deliberações das matérias passíveis de veto em decorrência da *golden share* o Conselho de Administração (CA) será convocado com antecedência de 35 (trinta e cinco) dias, com notificação, simultaneamente, ao representante da União no Conselho para que exerça seu direito de veto ou se manifeste favoravelmente à matéria no prazo de 30 (trinta) dias corridos contados do envio da notificação.

Após o decurso do prazo de 35 dias será realizada reunião do CA para deliberar sobre a matéria, sendo que nessa referida reunião não será considerada aprovada pelo órgão caso a União tenha exercido seu direito de veto. Entretanto, caso a União tenha se manifestado favoravelmente ou tenha permanecido silente, o CA poderá apreciar e aprovar a deliberação.

Adicionalmente, caso a matéria dependa de aprovação da Assembleia Geral de Acionistas, deverá ser levada à deliberação na hipótese de prévia aprovação da União acerca do tema.

Conforme apurado e apontado no curso da presente investigação, a União não se valeu de sua prerrogativa de veto em suas participações societárias minoritárias decorrente das ações de classe especial.

4.2.3.2. Direito de Voto

O estatuto social do IRB-Brasil não prevê expressamente o direito de voto por parte do titular da *golden share*, como se infere de seu artigo 7¹³³.

De acordo com o *caput* do artigo, somente as ações ordinárias terão direito de voto, sendo que a *golden share* nesse caso se trata de uma ação preferencial, esta não disporá de direito de voto.

Todavia, mediante depuração das informações constantes das atas e das Propostas de Administração para as Assembleias Gerais do período destacado para a metodologia de pesquisa, verificou-se que a União, de fato, vota exclusivamente para eleger seus representantes no Conselho de Administração e Fiscal, o que será exposto adiante.

4.2.3.3. Conselho de Administração

Como titular de *golden share* a União terá direito de indicar um membro titular e um suplente para integrar o Conselho de Administração do IRB Brasil Resseguros S.A. que exercerá a Presidência do órgão, a teor do inciso I do §3º artigo 8º de seu estatuto.

Pela análise das atas e das Propostas de Administração para as Assembleias Gerais, apurou-se que a União se vale de sua prerrogativa de indicar membros do Conselho de Administração, mas sua indicação não se mostra tempestiva em todas as oportunidades.

¹³³ Art. 7. Cada ação ordinária terá direito a um voto nas deliberações das Assembleias Gerais de Acionistas.

Parágrafo Único. A Golden Share da União compreenderá sempre uma única ação, que preservará todas as suas prerrogativas enquanto for detida pela União, conforme disposto no artigo 8º da Lei nº 9.491, de 09 de setembro de 1997, e no artigo 17 da Lei nº 6.404/76.

Isso porque, como se pode confirmar pela da Ata¹³⁴ e da Proposta de Administração da Assembleia Geral Ordinária e Extraordinária¹³⁵ realizada em 11/04/2023 foi consignado que a União não indicou seus representantes, postergando-se, pois, a eleição para Presidente do Conselho de Administração.

De toda sorte, a União mesmo eventualmente diferindo sua indicação de representantes para o Conselho de Administração, exerce seu direito de assegurado pela ação de classe especial.

4.2.3.4. Conselho Fiscal

Nos termos do inciso II do §3º artigo 8º de seu estatuto social do IRB-Brasil Resseguros S.A., a União dispõe da prerrogativa de indicar representantes ao Conselho Fiscal (titular e suplentes).

No período compreendido entre 2022 e 2024¹³⁶, a União exerceu em todas as oportunidades seu direito de indicar e votar exclusivamente para aprovar os nomes de seus representantes no Conselho Fiscal da Companhia.

¹³⁴ Assim constou da ata de AGOE de 11/04/2023: *Ressalta-se que o Presidente do Conselho de Administração e seu suplente são eleitos pela União Federal, na qualidade de titular da ação preferencial de classe especial (Golden Share) de emissão da Companhia, nos termos do art. 8º, § 2º, inciso I, do Estatuto Social da Companhia. Neste sentido, a União Federal se manifestou pela prorrogação da gestão do atual Presidente e seu respectivo suplente do Conselho de Administração da Companhia, até a realização de nova eleição em futura Assembleia Geral Extraordinária, a ser oportunamente convocada, aplicando-se, neste caso, o disposto no art. 150, § 4º, da Lei das Sociedades por Ações e no art. 15 do Estatuto Social da Companhia.*

Disponível em: <<https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/0d797649-90df-4c56-aa01-6ee9c8a13d75/24da4a58-b76b-0b92-e683-96867855ca3e?origin=1>> acesso em 11/08/2024.

¹³⁵ Assim constou da Proposta de Administração da AGOE de 11/04/2023: *Nesse sentido, por falta de indicação pela União Federal, a eleição do Presidente do Conselho de Administração e seu suplente será realizada em futura assembleia geral extraordinária, a ser oportunamente convocada, aplicando-se, nesse caso, o disposto no art. 150, §4º, da Lei das Sociedades por Ações e no art. 15 do estatuto social da Companhia.*

Disponível em: <<https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/0d797649-90df-4c56-aa01-6ee9c8a13d75/770e6460-fe3f-a243-ff96-3e5e24bffa69?origin=1>> acesso em 11/08/2024.

¹³⁶ A título exemplificativo transcreve-se trecho da ata da AGOE de 30/04/2024: (v) *Com relação à eleição dos membros efetivos e suplentes do Conselho Fiscal: (a) aprovar, mediante voto exclusivo da União Federal, na qualidade de titular da ação preferencial de classe especial (golden share) de emissão da Companhia, conforme*

4.2.3.5. Dividendos

Mediante análise das previsões estatutárias do IRB Brasil Resseguros S.A., apurou-se que a ação preferencial de classe especial não assegura à União o recebimento de dividendos.

4.2.4. CENTRAIS ELÉTRICAS BRASILEIRAS S.A. - ELETROBRAS

A mais recente inserção de ação de classe especial em favor da União em processo de desestatização se deu na Eletrobras em 2021.

O procedimento de alienação do controle societário da Eletrobras se deu através da Medida Provisória (MP) nº 1.031/21 que a incluiu no Programa Nacional de Desestatização, conforme detalhado no tópico 4.1. do presente estudo.

A MP foi convertida na Lei nº 14.182/21 com a previsão de condição para a desestatização da Eletrobras, na alínea c do inciso III do artigo 3º, de alteração do estatuto social com a criação de ação preferencial de classe especial de propriedade exclusiva da União atribuindo poderes de veto às matérias elencadas no próprio inciso III.

Mediante análise da Ata da Assembleia Geral Extraordinária (AGE) ocorrida em 22/02/2022¹³⁷ verifica-se a inclusão na Ordem do Dia (item 6.1. e seguintes) a aprovação da desestatização da Eletrobras com a inserção de ação de classe especial de titularidade da União no item 6.9., restando aprovado, por maioria, conforme se depreende do Sumário das Decisões da AGE¹³⁸, prevendo.

disposto no artigo 8º, §2º, II, do estatuto social da Companhia, a eleição do seguinte membro efetivo e do seguinte membro suplente para o Conselho Fiscal da Companhia, ambos representantes do Tesouro Nacional: (...)

Disponível em: <<https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/0d797649-90df-4c56-aa01-6ee9c8a13d75/75d3f3ef-ac46-f04c-3d4a-318525a77478?origin=1>> acesso em 11/08/2024.

¹³⁷ Disponível em: <<https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/abb77a17-3348-4bc7-849a-154998e06ca3/2073dbc9-ae69-6e09-8eff-d3a295e450a3?origin=1>> acesso em 12/08/2024.

¹³⁸ Disponível em: <<https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/abb77a17-3348-4bc7-849a-154998e06ca3/3fd651f8-7fea-11b0-537a-ab5b64651a69?origin=1>> acesso em 12/08/2024.

Assim, foi aprovada alteração estatutária incluindo-se 1 (uma) ação preferencial de classe especial titularizada exclusivamente pela União, sem valor nominal, com poderes de veto restrito às hipóteses lá enumeradas.

Da análise do estatuto social, pode-se concluir, que das sociedades empresárias que se identificou a *golden share* de titularidade da União, a Eletrobras é a que tem enumerado menor número de preposições em que o ente público pode exercer direito de veto. Com isso, aponta-se uma menor possibilidade de ingerência pública em suas atividades.

4.2.4.1. Direito de Veto

A Lei nº 14.182/21 em seu artigo 3º, inciso III, alínea *c*, conjugado com o parágrafo 3º do artigo 11 do estatuto social da Eletrobras elencou as hipóteses de possibilidade de veto da União com fundamento na titularidade da ação de classe especial.

Assim restou consignado no estatuto social:

Artigo 11 – (...)

Parágrafo 3º - A ação preferencial de classe especial, de propriedade exclusiva da União, criada com base no Artigo 3º, inciso III, alínea 'c', da Lei nº 14.182, de 2021, c/c Artigo 17, §7º, da Lei nº. 6.404, de 1976, dá à União o poder de veto nas deliberações sociais que visem à modificação do Estatuto Social com a finalidade de remoção ou modificação da limitação ao exercício do direito de voto e de celebração de acordo de acionistas, estabelecidas nos arts. 6º e 7º deste Estatuto.

Na parte final do trecho acima destacado, infere-se que o poder de veto da União será limitado às *deliberações que visem à modificação do Estatuto Social com a finalidade de remoção ou modificação da limitação ao exercício do direito de voto e de celebração de acordo de acionistas*.

O legislador ordinário reputou que o interesse público que enseja a intervenção da União na Eletrobras está presente apenas nas hipóteses tendentes a alteração estatutária em que se preveja que qualquer acionista ou grupo de acionistas venha a exercer votos em número superior

a 10% (dez por cento) da quantidade de ações em que se dividir o capital votante da Eletrobras, devendo ser respeitado o limite percentual, inclusive, em caso de acordo de acionistas.

A partir dessa previsão normativa, pode-se concluir que o legislador buscou impedir a formação de blocos de controle, mantendo-se a limitação ao exercício do direito de voto de modo a garantir a pulverização do quórum votante, diminuindo, assim, a intervenção de públicos de interesse na Companhia, sejam públicos ou privados.

Como já apurado no decorrer da presente investigação, após a análise dos documentos assembleares, tem-se que a União não se valeu da prerrogativa de veto em nenhuma ocasião.

4.2.4.2. Direito de Voto

Como preconiza o Estatuto Social no artigo 4º, parágrafo 1º, inciso III, a ação preferencial de classe especial de titularidade da União não lhe assegura direito de voto, excetuado o direito de veto já explicitado.

Oportuno frisar, que da leitura da previsão estatutária com fulcro na legislação se tem a confirmação da hipótese de que o exercício do direito de voto e o veto são equiparados.

4.2.4.3. Conselho de Administração

Das disposições estatutárias conclui-se que o titular da ação preferencial de classe especial não dispõe da prerrogativa de indicação de membros do Conselho de Administração.

4.2.4.4. Conselho Fiscal

O Estatuto Social da Eletrobras não atribui ao titular da ação preferencial de classe especial não dispõe da prerrogativa de indicação de membros do Conselho Fiscal.

4.2.4.5. Dividendos

Na Eletrobras, o titular da ação preferencial de classe especial participa em igualdade de condições com o acionista ordinário na distribuição de dividendos, nos termos do parágrafo 4º do artigo 11 do Estatuto.

4.3. *Golden shares* e o não exercício do direito de suas prerrogativas: instrumento arcaico ou em desuso?

Introduzida no ordenamento jurídico brasileiro há aproximadamente 35 (trinta e cinco) anos¹³⁹, a ação de classe especial, denominada usualmente como *golden share* não teve seu direito de veto utilizado pela União sequer uma vez em sociedades empresárias desestatizadas, por não se aferir violação ao interesse público nas decisões submetidas ao conclave de Assembleias Gerais.

Com isso surge a seguinte controvérsia: A ausência de utilização em sua integralidade das prerrogativas atribuídas à União pela *golden share*, seja de veto ou de voto, apontaria para a obsolescência do instituto?

Para responder a esse questionamento, imprescindível se faz uma breve digressão na hermenêutica partindo da aprofundada concepção de GADAMER (2009: 73) que preleciona que ela não se limita a um método de interpretação de textos, mas é uma filosofia da compreensão humana. Segue argumentando que a hermenêutica abrange a totalidade da experiência humana, incluindo a linguagem, a história e a tradição ao mesmo tempo em que o saber se reconhece como provisório e histórico.

Transpondo a hermenêutica para a esfera jurídica, se tem a atividade de se revelar ou atribuir sentido a textos ou elementos normativos, analisando-se princípios implícitos, costumes, precedentes, com o escopo de solucionar problemas. Com isso, a aplicação de uma norma jurídica é o momento final do processo interpretativo, sua incidência sobre os fatos relevantes. Na aplicação se dá a conversão da disposição abstrata em uma regra concreta, com

¹³⁹ A inserção da *golden share* se deu efetivamente pela Lei nº 8.031/90, sendo revogada pela Lei nº 9491/97 e aprimorada para o modelo atual em 2001 através da Lei nº 10.303 que alterou substancialmente a Lei nº 6.404/76.

a pretensão de conformar a realidade ao Direito, o ser ao dever-ser. É nesse momento que a norma jurídica se transforma em norma de decisão (BARROSO; 2024: 212).

Oportuno apontar que, como princípio basilar de hermenêutica jurídica se extrai o brocardo latino *verba cum effectu, sunt accipienda*, cuja literalidade salientada por MAXIMILIANO (2017: 235) é a seguinte: *devem-se compreender as palavras como tendo alguma eficácia*.

RADBRUCH (2010: 68) leciona que o jurista pode extrair da lei mais do que o legislador pretendeu positivar. Com isso se traz a ideia de que a interpretação jurídica não consiste nem apenas repensar o que foi pensado, mas consiste em levar às últimas consequências aquilo que foi pensado. Assim, o intérprete deve necessariamente se ater as hipóteses mais abrangentes e complexas do dispositivo normativo analisado, o que inclui sua utilização, não utilização e até os efeitos de sua previsão no ordenamento.

Em 14/05/1997 foi apresentado no Plenário da Câmara dos Deputados pelo Deputado Federal Luiz Carlos Hauly o Projeto de Lei nº 3.115/1997, cuja aprovação se deu em 2001 após longa tramitação vindo a se tornar a Lei nº 10.303 que alterou substancialmente a Lei das S.A. Na exposição de motivos do projeto de lei¹⁴⁰, o Deputado Federal afirmou que as ações de classe especial, embora previstas na legislação desde 1990 pela Lei nº 8.031, dispunham de uma redação que dava margem a litígios judiciais por se entender que haveria uma lacuna legislativa quanto a tipicidade dessa ação de classe especial pela redação original, ou seja, poderiam surgir discussões sobre se esse tipo de ação realmente dispunha de amparo legal, embasando a alteração legislativa proposta, inclusive, com sua tramitação em regime de urgência¹⁴¹.

¹⁴⁰ Disponível em: <<https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=19125>> acesso em 07/02/2024.

¹⁴¹ A Lei nº 8.031. da 12 de abril de 1990, que “Cria o programa Nacional de Desestatização e dá outras providências, previu a criação das ações de classe especial que confeririam à União poder de veto em determinadas matérias, as quais deveriam ser caracterizadas nos estatutos sociais das empresas privatizadas.

Os dispositivos originais sobre a matéria sofreram alterações vigorando hoje com a seguinte redação na Medida Provisória específica:”

Art. 6º. Compete ao Conselho Nacional de Desestatização;

..... , .

II - aprovar:

.....

d) a criação de ação de classe especial. a ser subscrita pela União

Assim, de acordo com a última alteração na legislação regente das *golden shares* (aproximadamente 17 anos após sua inserção no ordenamento jurídico), se verificou a *mens legislatoris* de se prevenir litígios envolvendo a Administração Pública titular deste tipo acionário e os demais sócios particulares da sociedade empresária desestatizada.

Com isso, pode se levar em consideração que o autor do projeto de lei (citando em sua exposição de motivos trecho de entrevista jornalística com o professor Fábio Konder Comparato transcrita na parte final da nota de rodapé nº 94), mesmo se deparando com um instituto jurídico que não era utilizado ativamente pela União, se preocupou em sanar lacunas da legislação em sua redação originária para se evitar discussões que viessem a torná-la letra morta.

Logo, o legislador se mostra ciente de que a Administração Pública necessita de um instrumento para intervir na gestão de sociedades empresárias desestatizadas, cujo objeto social permaneça como atividades estratégicas e de interesse público.

Não se deve olvidar de que a *golden share*, apesar da ausência de sua utilização de forma ativa pela Administração Pública que a detém, possui uma força inibitória que transcende a sua aplicação prática, servindo para coibir eventuais comportamentos abusivos do particular que veio a adquirir ações de sociedade desestatizada.

”Art. 9º. Sempre que houver razões que justifiquem, a União deterá, direta ou indiretamente, ação de classe especial do capital social da empresa ou instituição financeira objeto da desestatização, a que lhe confira poderes especiais em determinadas matérias, as quais deverão ser caracterizados nos seus estatutos sociais.”

“Art. 12. Para salvaguarda do conhecimento público das condições em que se processará a alienação do controle acionário de empresa ou instituição financeira incluída no Programa Nacional de Desestatização, assim como de sua situação econômica, financeira e operacional, será dada ampla divulgação das informações necessárias, mediante a publicação de edital no Diário Oficial da União e em jornais de notória circulação nacional, do qual constarão pelo menos, os seguintes elementos:

i) a indicação, se for o caso, de que será criada ação de classe especial e os poderes nela compreendidos.”

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 a Gazeta do Povo, (edição de 4 de maio de 1997). “Isso não foi feito. O que pode acontecer é que após a pretendida privalização 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 este projeto de lei, que mereceria, salvo melhor juízo, ter sua tramitação submetida ao regime de urgência regimentalmente previsto.

Disponível em: <<https://imagem.camara.gov.br/Imagem/d/pdf/DCD27MAI1997.pdf#page=29>> acesso em 07/02/2024.

Em suma, as *golden shares* representam um instrumento jurídico que busca equilibrar o poder de controle e proteger o interesse público em empresas estratégicas, embora sua relevância e aplicação possam variar em diferentes contextos.

Desta forma, não se mostra consentâneo com o Estado Democrático de Direito que o não uso de um instituto, por si só, seja um indicativo de sua obsolescência ou da necessidade de sua derrogação, ainda mais, por se tratar de um instrumento de salvaguarda de interesses públicos.

A não aplicação, embora prolongada, pode explicar-se por motivos estranhos à ideia de revogação, e até exclusivos desta: por isso seria temerário considerar ab-rogado um dispositivo simplesmente porque o não observam há longo tempo (MAXIMILIANO *apud* BAUDRY-LACANTINERIE & HOUSQUES-FOURCADE, 2017: 188).

MAXIMILIANO (2017: 66) ressalta que se deve combater o agir frio e insensível do exegeta que aplica mecanicamente os preceitos; propondo que o intérprete vá além e seja o intermediário entre a letra fria e a vida real, aduzindo que não se pode aguardar a reforma ou complemento dos textos obscuros ou ultrapassados para só então se decidir os conflitos.

Contudo, a ausência de utilização de um instituto previsto em lei por longo período pode apontar a eventual desnecessidade desta previsão legal demandando uma revisão da lei por parte do Poder Legislativo, como aponta REALE (2001: 148) não sendo necessariamente um indicativo de imperatividade de derrogação.

Com isso, a concepção positivista adotada pelo ordenamento jurídico brasileiro apontada por DAVID (1998: 113) não leva em consideração direta o costume (na hipótese vertente, a ausência de utilização da integralidade das prerrogativas da *golden share* pela União) para se alterar a aplicação da lei, pois através da legislação vigente se identifica a vontade do legislador, em contraponto a concepção sociológica do costume, que o tem como um vetor preponderante e, sobre ele, o direito é edificado.

No mesmo sentido, REALE (2001: 162) leciona quanto ao desuso de uma norma: *verificada a prolongada falta de aplicação de uma norma legal, a sua validade formal ou vigência torna-se aparente, esvazia-se por perda de eficácia*.

O legislador no processo de elaboração ou alteração da norma, deve atuar de forma a dar coerência e efetividade ao referido preceito, sob pena de criar situações injustas, não

atendendo a sua finalidade primordial de assegurar direitos, DELLEY e FLÜCKIGER (2007: 35).

Na hipótese de o legislador entender ser o caso de se rever a norma regente da ação de classe especial por conta do desuso de seu titular esse deverá fazê-lo para evitar distorções que possam ir de encontro a natureza jurídica do bem tutelado, qual seja, a proteção de interesses públicos e estratégicos da nação.

Importante a aferição por parte do legislador da eficácia ou eficiência da lei para se verificar eventual obrigação de correção da norma para viabilizar a consecução de seus objetivos primários, como aprontado por DELLEY e FLÜCKIGER (2007: 36), ou seja, o legislador possui, no exercício de suas funções, um pressuposto de vigilância preliminar e constante de eficácia das leis.

A função legiferante também deve se ocupar com a segurança jurídica, a qual, em princípio, é reforçada pela força normativa da lei. Para RADBRUCH (2010: 29)

a segurança jurídica exige, portanto, a vigência do Direito Positivo. Mas a necessidade de segurança jurídica pode fazer também com que situações de fato se transformem em situações de Direito e até que, de forma paradoxal, o ilícito crie direito.

A segurança jurídica oriunda da previsão de que um instituto constante do ordenamento só é extirpado do mundo jurídico por revogação da lei que retira sua vigência se mostra como um corolário do Estado Democrático de Direito. Embora as prerrogativas de veto asseguradas pela *golden share* não tenham sido utilizadas pela União, sua mera existência serve como um freio preventivo ao comportamento do particular. Assim, apenas a ciência de que a Administração Pública detém esse instrumento de controle já se mostra como meio hábil para contenção de excessos por parte dos acionistas privados.

O Tribunal de Contas da União (TCU) já teve oportunidade de se manifestar sobre a extinção ou a alteração dos direitos conferidos à União por meio de ações de classe especial,

quando da desestatização de empresas estatais, nos autos do processo nº 025.285/2017-3, cuja origem foi uma consulta realizada pelo Ministério da Fazenda em 19/07/2017¹⁴² ¹⁴³.

O objeto específico da consulta formulada pelo então Ministro da Fazenda ao TCU, foi a competência e a possibilidade de supressão, sem contrapartida financeira, de direitos conferidos à União por meio de ações de classe especial (*golden shares*) criadas quando da desestatização de companhias federais¹⁴⁴. Se questionou, ademais, sobre quem teria a competência para deliberar sobre o assunto e se, no caso de direitos específicos definidos além de disposições constantes de resoluções do então Conselho Nacional de Desestatização (CND), aquela atribuição seria do referido Ministro da Fazenda.

No acórdão proferido em 12/02/2020, o TCU respondeu a consulta manifestando o entendimento no sentido de que não existe previsão legal para extinção das ações de classe especial e, muito menos, existe definição acerca da competência para alteração ou extinção de tais direitos, destacando-se o trecho do dispositivo abaixo transcrito:

9.2. nos termos do art. 1º, inciso XVII, da Lei 8.443/1992, c/c os arts. 1º, inciso XXV, do Regimento Interno do TCU, 99 e 100 da Resolução-TCU 259/2014, responder ao consulente que:

9.2.1. não existe previsão legal para a extinção de ações de classe especial, tampouco competência definida para quem poderá extinguir esses direitos, de sorte que tal matéria deve ser tratada no âmbito do Poder Legislativo, inclusive com relação a eventual necessidade de compensação financeira à União;

9.2.2. não existe legislação específica que disponha sobre as competências relativas aos direitos específicos relacionados no Parecer PGFN/CAS/960/2017, de modo que tais competências não se incluem entre as atribuições do Ministro de Estado da Fazenda;

O Ministro Relator em seu voto, acompanhado pelos demais Ministros, destacou parte do parecer exarado pelo Ministério Público junto ao TCU:

¹⁴² Inteiro teor disponível em: <<https://pesquisa.apps.tcu.gov.br/documento/processo/025.285%252F2017-3/%2520DTAUTUACAOORDENACAO%2520desc%252C%2520NUMEROCOMZEROS%2520desc/1>> acesso em 07/02/2024.

¹⁴³ A consulta, constante do Aviso 197/MF, foi formulada pelo então Ministro de Estado da Fazenda Henrique Meirelles durante do governo de Michel Temer.

¹⁴⁴ Disponível em: <<https://pesquisa.apps.tcu.gov.br/documento/acordao-completo/2528520173.PROC/%2520%2520DTRELEVANCIA%2520desc%252C%2520NUMACORDAOINT%2520desc/1>> acesso em 07/02/2024.

essas ações de classe especial “derivam da necessidade do Estado de proteger, conforme o caso, determinados aspectos cujo controle, se integralmente repassado a particulares, pode comprometer política e estrategicamente o interesse público”.

O Tribunal de Contas da União esclareceu, ainda, que a questão depende de tratamento pelo Poder Legislativo, inclusive com relação a eventual necessidade de compensação financeira à União, não sendo facultado ao Poder Executivo Federal normatizar sobre o tema, se afigurando como matéria de competência exclusiva do legislador ordinário.

Como já apontado no curso desse estudo, os poderes assegurados ao Estado titular da *golden share* envolve questões delicadas e complexas, como vetar mudanças estatutárias ou aprovar transferências de ativos, razão pela qual deve ser analisado criteriosamente e com aplicação pontual.

Importante salientar que o fato de que a intervenção do Estado na administração de uma companhia privada se mostra como um ato extremamente traumático para qualquer organização, reduzindo seu valor de mercado por demonstrar que seus atuais administradores não têm a plena gestão do ativo, a Administração Pública deverá intervir apenas como última *ratio*.

Como já apontado na presente investigação, as *golden shares* assegurando ao seu titular não apenas direito de veto, mas também direito de voto, percepção de dividendos, indicação de integrante ao Conselho Fiscal e Conselho de Administração, sendo que por força dessa classe acionária a União tem se valido de suas prerrogativas mesmo não vetando deliberações assembleares.

Portanto, o fato de a Administração Pública não ter utilizado os poderes de veto assegurados pela ação de classe especial demonstra que o Poder Executivo Federal tem se mostrado ponderado e cauteloso para aferir as hipóteses que demandariam sua intervenção, ou seja, a aparente passividade não implica inutilidade do instituto; pelo contrário, é uma escolha consciente do Administrador Público. Assim, a *golden share*, mesmo em repouso, não se apresenta como um instrumento arcaico, mas sim como um instrumento do delicado equilíbrio entre a potestade estatal e a iniciativa privada.

Aliás, não se deve esquecer que o legislador ordinário utilizou recentemente as *golden shares* quando da desestatização da Eletrobras em 2021, efetivada em 2022, demonstrando que

o instituto continua sendo utilizado para o desiderato de salvaguardar o interesse público em decisões assembleares sensíveis e estratégicas.

Ademais, sua relevância está na sua capacidade de prevenir, alertar e, quando necessário, intervir na empresa desestatizada. Desempenha papel de proteção de interesses estratégicos, sendo imperioso avaliar sua efetividade e adaptá-la às circunstâncias atuais e concretas. Como se sabe, o Direito é dinâmico, e a ação de classe especial latente permanece como um constante lembrete ao particular de que o interesse público não pode ser negligenciado e relegado a um segundo plano por sociedades empresárias que atuem em atividades estratégicas e que um dia já foram estatais. Portanto, é possível se concluir que o direito de veto enquanto potência pode ser mais efetivo e poderoso do que o próprio ato de exercê-lo.

5. PODER DE MINORIA E O EXERCÍCIO DO DIREITO DE VOTO DAS *GOLDEN SHARES*

5.1. Poder da minoria e as *golden shares*

Pode se ter uma falsa impressão de que o sócio ou acionista minoritário seja apenas um coadjuvante nas atividades da uma sociedade empresária, o que supostamente seria em decorrência de sua pouca expressividade quando se refere a controle societário ou maioria de capital social votante.

BULGARELLI (1998: 33) afirma que a expressão *minority* não se refere a uma noção meramente quantitativa, mas uma *relação qualitativa de poder*, que não corresponde ao número de pessoas, nem de ações, necessariamente. Pode-se compreender que minoritários sejam efetivamente os não controladores, independentemente de sua classe acionária e até expressividade do quantitativo de ações.

No mesmo sentido CORRÊA-LIMA (1994: 11) leciona que

minority não exprime, como pode parecer a princípio, uma relação numérica de inferioridade em assembleia geral de acionistas, mas traduz, sobretudo, uma situação jurídica, uma correlação de direitos e deveres, um status em relação à sociedade.

(...)

A condição de acionista minoritário, de conformidade com a lei, representa um atributo que é qualificativo, e não quantitativo, uma posição cujo referencial necessário é o direito de participar nos lucros sociais, bem como daqueles previstos no art. 109 da lei.

Menosprezar o papel dos acionistas minoritários é ignorar sua fundamental importância na manifestação de contrapontos dentro de uma sociedade empresária, subestimando os poderes por eles detidos.

A estrutura de sociedades empresárias pluripessoais pressupõe a existência de grupos majoritários e minoritários (controladores e não controladores), sendo que se tem com frequência discussões acerca de abuso do acionista controlador e posturas que subjagam os minoritários, existindo um microssistema de proteção ao acionista minoritário¹⁴⁵ (e, por

¹⁴⁵ Artigos 4º, 4-A, 15, 17, 109, 118, 124, 136, 137, 141, 161, 163, 164, 165, 245-A da Lei nº 6.404/76.

consequência, também dos investidores). Todavia, merece atenção o eventual abuso do exercício do direito de voto praticado pelo acionista minoritário, mesmo lhe sendo aplicáveis as disposições do artigo 115 da Lei das S.A. preconizando que o direito de voto seja exercido no interesse da companhia.

Com essa posição, por vezes antagônica, quanto aos interesses na administração de uma companhia, as leis societárias empregam estratégias distintas para atenuar o inerente conflito entre os acionistas controladores e os não controladores, a fim de balancear a relação de forças entre partes que dispõem de posição acionária bem diversas. A estratégia adotada para cada hipótese e sua intensidade depende da visão do legislador quanto aos potenciais danos que eventual conflito possa causar ao mercado e aos investidores (ANDRADE DE SÁ; 2017: 99).

ADAMEK (2010: 27) enfatiza que nem toda situação de minoria/maioria enquanto tal suscita problemas jurídicos delicados e nem toda a situação em que a minoria esteja sendo “pressionada” ou em desvantagem é juridicamente sancionável. As figuras do majoritário e minoritário são corriqueiras numa sociedade empresária e constituem pressuposto de funcionamento eficiente das sociedades que devem necessariamente fazer a conjugação da vontade coletiva, invariavelmente, representada pela maioria do capital votante.

Aliás, em companhias de grande porte se tem um distanciamento natural da figura “sócio proprietário” tão comum em sociedades limitadas e até em sociedades anônimas fechadas e de menor porte, fazendo com que o papel do acionista (minoritário ou majoritário) tenha relevância para a economia coletiva, sendo fundamental para que a companhia persiga seus próprios fins, construindo riqueza para a comunidade, gerando emprego, progresso científico, e não apenas se atendo a sua finalidade lucrativa pura e simples (RATHENAU; 1960: 923).

JAEGER (2002: 50) aponta o reconhecimento do interesse próprio da empresa como uma consequência da teoria institucionalista de Rathenau, cuja identificação se dá pela consecução da maior eficiência produtiva da empresa e não na indiscriminada busca do lucro aos acionistas. Assim, os direitos dos acionistas são diretamente subordinados e condicionados ao interesse superior da empresa.

Conclui-se, com isso, que o interesse social (ou seja, o da própria sociedade empresária) se sobrepõe ao interesse dos acionistas, até porque eles se sujeitam ao dever de lealdade, sendo sua obrigação, tanto controlador quanto minoritário, de alijar seus interesses pessoais das decisões societárias em assembleia geral que ditam os rumos das atividades empresariais.

Com efeito, a formação de vontade coletiva se exterioriza através de normas de organização societária, tendo como principais sistemas, o de votação unânime¹⁴⁶ e o realizado por maioria¹⁴⁷.

O sistema de deliberação pela unanimidade¹⁴⁸ é mais comum em sociedades *intuitu personae*, uma vez que nesses tipos societários prepondera a *affectio societatis* incidindo sobre a reunião de pessoas visando o desempenho da atividade social. Em contrapartida, o sistema majoritário¹⁴⁹ prepondera em sociedades por ações (não descurando da regra para sociedades limitadas no Código Civil¹⁵⁰), viabilizando a atividade empresarial em situações de interesses divergentes em assembleia predominando a vontade social em homenagem a impessoalidade característica dessas sociedades.

BORBA (2024: 24) salienta que: *acionistas em geral não acompanham o dia a dia da sociedade, nem, tampouco, costumam possuir expertise necessária para analisar aspectos técnicos próprios da administração de uma companhia*. Com isso, submeter todas ou a maioria das decisões aos acionistas seria contraproducente, trazendo uma ineficiência desnecessária a rotina de uma sociedade empresária, incrementando custos tanto financeiros, quanto temporais, impactando o dinamismo das relações econômico-sociais que envolvem a atividade empresarial.

¹⁴⁶ Para a modalidade de unanimidade se tem a necessidade de aprovação pela integralidade dos presentes em assembleia, não podendo ter discordância entre os sócios para se aprovar alguma matéria.

¹⁴⁷ Na modalidade de maioria de votos, também conhecido como princípio majoritário, se tem o cômputo do quantitativo de votos na deliberação assemblear para se aferir a maioria para fins de se chegar à vontade social.

¹⁴⁸ Destaque-se o Código Civil em seu artigo 999 que assim preconiza: As modificações do contrato social, que tenham por objeto matéria indicada no art. 997, dependem do consentimento de todos os sócios; as demais podem ser decididas por maioria absoluta de votos, se o contrato não determinar a necessidade de deliberação unânime.

¹⁴⁹ Lei das S.A. - Art. 129. As deliberações da assembleia-geral, ressalvadas as exceções previstas em lei, serão tomadas por maioria absoluta de votos, não se computando os votos em branco.

§ 1º O estatuto da companhia fechada pode aumentar o *quorum* exigido para certas deliberações, desde que especifique as matérias.

§ 2º No caso de empate, se o estatuto não estabelecer procedimento de arbitragem e não contiver norma diversa, a assembleia será convocada, com intervalo mínimo de 2 (dois) meses, para votar a deliberação; se permanecer o empate e os acionistas não concordarem em cometer a decisão a um terceiro, caberá ao Poder Judiciário decidir, no interesse da companhia.

(...)

Art. 135. A assembleia geral extraordinária que tiver por objeto a reforma do estatuto somente se instalará, em primeira convocação, com a presença de acionistas que representem, no mínimo, 2/3 (dois terços) do total de votos conferidos pelas ações com direito a voto, mas poderá instalar-se, em segunda convocação, com qualquer número.

¹⁵⁰ Código Civil: artigos 1.061, 1.063, § 1º, 1.072, § 5º, e 1.076, II e III.

Em companhias dotadas de porte e complexidade econômico-financeira se verifica a existência de órgãos societários (diretoria e conselho de administração) com *expertise* atinente ao desempenho de suas atividades, em observância aos deveres fiduciários inerentes a suas atribuições, definindo os rumos da rotina social, viabilizando as decisões imprescindíveis aos caminhos da sociedade que não dependem, por regra estatutária ou legal, de decisão em assembleia geral.

De toda sorte, em assembleia geral o princípio majoritário (artigo 115 da LSA) vigora para se chegar ao interesse social, apontando a diretriz adotada pelos acionistas controladores para o exercício da empresa.

SCHMIDT (1970: 196) afirma que o *interesse social*, a que se refere expressamente a lei, não coincide, obrigatoriamente, com o interesse individual do acionista ou de grupos de acionistas, razão pela qual deve prevalecer a regra geral de que o exercício do direito de voto por parte de qualquer acionista se dê no interesse exclusivo da companhia¹⁵¹.

O artigo 118 da Lei das S.A. erige o direito de voto como uma prerrogativa individual ou coletiva que é exercitável no interesse da sociedade (CARVALHOSA; 2014: 476). Através do exercício do direito de voto se tem a formação da vontade social ou coletiva, seja do grupo de controladores ou de minoritários.

CARVALHOSA segue elucidando que o exercício do direito de voto *constitui, portanto, uma manifestação de vontade que integra a decisão do colégio de acionistas, traduzida nas declarações coincidentes da maioria, ou seja, via de regra, dos controladores* (2014: 476).

SALOMÃO FILHO (2006: 122) aduz que é preciso respeitar a vontade da maioria, em linha de princípio, desde que essa se mostre efetivamente interessada e alinhada com os negócios sociais.

Situação atípica ocorre em sociedades anônimas que foram objeto de desestatização e que em seu estatuto foi inserida a ação de classe especial¹⁵² (*golden share*) que atribui ao Estado relevantes poderes de veto e até de voto, exsurgindo como uma exceção ao princípio majoritário.

Como já exposto no curso da presente investigação (tópico 2.3.) a ação de classe especial se mostra como um mecanismo regulatório-societário viabilizador de controle externo indireto

¹⁵¹ Art. 115. O acionista deve exercer o direito a voto no interesse da companhia; considerar-se-á abusivo o voto exercido com o fim de causar dano à companhia ou a outros acionistas, ou de obter, para si ou para outrem, vantagem a que não faz jus e de que resulte, ou possa resultar, prejuízo para a companhia ou para outros acionistas.

¹⁵² Lei das S.A. §7º do artigo 17 e artigo 18.

por parte do Estado em relação a uma atividade empresarial desestatizada, mesmo este ente público figurando no quadro societário como acionista minoritário, inclusive, com um quantitativo irrisório de ações (quicá sendo titular de uma única ação).

Segundo PELA (2012: 165) as *golden shares* foram qualificadas como um “poderoso instrumento de deslocamento de controle” por atribuir poder de veto em determinadas deliberações e, eventualmente, prever direito de nomeação de maioria dos administradores da companhia.

Com isso, em determinadas situações a figura do “controlador de fato” poderá oscilar de acordo com a dinâmica da ordem do dia de uma assembleia geral. Podemos apontar a hipótese em que uma companhia desestatizada que possua *golden share* tenha a deliberação efetuada por maioria de votos obstada pela decisão do Estado (titular de um quantitativo irrisório de ações com direito a voto e veto) de bloquear o resultado da votação majoritária por entender que houve alguma violação ao interesse público.

Dessa forma, a vontade de um único acionista (o Estado) se sobrepõe ao que restou decidido em assembleia geral pela maioria dos votantes, apontando uma efetiva transferência de controle societário de fato e episódico para um não controlador.

No caso do titular da *golden share* se tem a figura de um acionista minoritário com poderes potencializados pela legislação e pelo estatuto social, em homenagem a proteção do interesse público primário que ensejou a inserção dessa classe de ações na sociedade desestatizada.

Levando-se em conta o resultado da pesquisa até momento, a pontuação do marco teórico adotado pela presente investigação se mostra cada vez mais consistente, por apontar que a superação do interesse da maioria pelo ente público se dá excepcional e episodicamente, ainda que em posição minoritária, com um poder superior à sua posição acionária, indicando que a gênese do instituto da *golden share* é a proteção dos interesses estratégicos nacionais que permanecem na atividade desempenhada pela sociedade empresária desestatizada. Demonstrando que a ação de classe especial não se trata de um instrumento que serve ao arbítrio do Poder Público, mas sim se presta a ser um meio de se equilibrar as forças e interesses entre acionistas, sociedade empresária e nação.

Oportuno reiterar que o marco teórico leciona que em decorrência de razões imperiosas de interesse público são suficientes para justificar a utilização, a título excepcional, por parte do Estado, de instrumentos jurídicos que lhe permitam assegurar o controle da sociedade, ainda que numa posição minoritária (RODRIGUES; 2004: 255).

A desproporcionalidade do quantitativo acionário do titular da *golden share* e os demais acionistas é justificável pela necessidade de assegurar um bem maior do que simplesmente o sucesso da atividade empresarial, qual seja, o interesse público envolvido na empresa. ENRIQUES, HANSMANN, KRAAKMAN e PARGENDLER (2017: 96)¹⁵³ asseveram que:

As *Golden Shares* concedem ao Estado direitos de veto sobre certas decisões corporativas fundamentais (tais como fusões, dissoluções e vendas de ativos) de forma desproporcional, ou por vezes independente, de qualquer participação acionária na empresa. Os governos com Golden Shares podem ser “acionistas” apenas no nome – não são necessariamente investidores ou beneficiários efetivos da empresa. A justificação para conceder tais direitos de decisão descomunais aos governos é presumivelmente para proteger o interesse público em geral.
(tradução livre)

Importante salientar que as *golden shares* são objeto de duras críticas por parte de doutrinadores franceses como é o caso de CARREAU e TREUHOLD afirmando categoricamente que a ação de classe especial seria uma monstruosidade por fazer com que a vontade estatal, na situação de acionista minoritário, se sobreponha à vontade da maioria em assembleia. Assim, para os autores as prerrogativas do Estado minoritário seriam desproporcionais e prejudiciais ao regular desempenho da atividade empresarial pelo particular.

De acordo com o que restou apurado até então, as críticas dos autores franceses se mostram inconsistentes, uma vez que essa sobreposição do interesse público é extraordinária e episódica, sendo a essência do instrumento de salvaguarda de interesses nacionais.

Como cediço, a boa-fé objetiva é um princípio norteador do direito, amplamente aplicável ao direito empresarial e, como tal, visa a impedir que o acionista se paute com deslealdade para com os interesses da sociedade. Ademais, são aplicáveis aos acionistas as disposições ordinárias igualmente atinentes aos integrantes do grupo de controle, aos minoritários, bem como aos administradores, a exemplo dos deveres fiduciários¹⁵⁴ de lealdade, diligência e probidade. ADAMEK (2010:136) em sua tese de doutoramento leciona que:

¹⁵³ *Golden shares grant the state veto rights over certain fundamental corporate decisions (such as mergers, dissolutions, and sales of assets) disproportionately to, or sometimes irrespective of, any ownership interest in the firm. Governments with golden shares can be “shareholders” in name only— they are not necessarily investors in, or beneficial owners of, the firm. The rationale for awarding such outsize decision rights to governments is presumably to protect the public interest at large.*

¹⁵⁴ Os deveres fiduciários são conceitos que em sua origem era aplicáveis apenas aos administradores da sociedade, mas com o dinamismo e a evolução do direito societário foi alargando sua abrangência, estendendo primeiramente ao acionista controlador e, posteriormente, aos demais acionistas guardadas as proporções de sua capacidade de interferir nos negócios e na rotina da sociedade empresária, chegando-se às suas feições atuais.

O fundamento ético-jurídico do dever de lealdade é dado pelo *princípio da correlação* ou *coordenação* entre poder e responsabilidade (referido anteriormente no subitem 2.5), a sinalizar a necessária conexão, ético-jurídica, entre os dois. Por sua vez, o fundamento normativo do dever societário de lealdade é difuso e pode ser deduzido a partir de uma série de normas esparsas (CC, arts. 1.006, 1.010, § 3º, 1.011 e 1.013, § 2º; LSA, arts. 109, 115364, 116, par. ún, 153, 155, § 4º, e 245) e, de forma mais imediata, do primado da boa-fé objetiva (CC, arts. 187 e 422), do qual descende e se estrutura como autêntico sobreprincípio do direito societário.

Para ADAMEK (2010: 42) a gênese do princípio da lealdade seria calcada na boa-fé (também chamado de *dever de fidelidade* por influência da doutrina alemã no vocábulo *Treu*) e não apenas no artigo 155 da Lei nº 6.404/76 aplicado também aos acionistas, sendo que na órbita do direito societário consiste no dever de não adotar comportamentos que possam, de algum modo, malferir legítimos interesses e expectativas de outros sócios ou da sociedade de que sejam membros.

No que tange ao titular da *golden share* também são aplicáveis as disposições ordinárias igualmente atinentes aos demais acionistas, sejam integrantes dos grupos de controle ou minoritários, a exemplo dos deveres fiduciários de lealdade, diligência e probidade.

Aliás, do fato de se ter um ente público como acionista especial que, em tese, atua como um defensor do interesse público primário existente na empresa, exsurge um dever de lealdade e probidade mais acentuado sobre esse acionista, haja vista sua representação da potestade estatal perante o particular, evitando-se condutas arbitrárias e abusivas do ente público.

JAEGER (2002: 46) se apropriando de afirmação de RATHENAU tecendo críticas acerca da posição dos acionistas minoritários e a eventual motivação de seus interesses, assevera que:

Os pequenos acionistas são os mais perigosos inimigos da empresa e os obstáculos maiores que se interpõem à persecução de tais funções. Eles, movidos pelo instinto de lucro pessoal, exigem que, no seu interesse de ganho imediato, seja sacrificado o interesse geral, e encontram nas formas ultrapassadas, às quais o direito ainda permanece fiel, uma tutela absolutamente injustificada. Enquanto permanece assim em segundo plano a defesa da empresa, “sólida pilastra de conservação do Estado”, os juristas continuam a proclamar o direito dos minoritários a ser tutelados em face do grupo de controle, a repartir entre os sócios lucro que seria necessário investir para melhorar a produção e a receber informações sobre negócios sociais ainda que tais informações possam prejudicar a empresa e favorecer os concorrentes.

Em contraposição a crítica aos minoritários por RATHENAU, ao acionista titular das *golden shares* não é facultado intervir nas decisões em Assembleia Geral sacrificando o

interesse social geral por conta de eventual lucro pessoal, até porque a ação de classe especial não dispõe de valor nominal e, muito menos, pode ser objeto de alienação (conforme já aprofundado no item 4.3. da presente investigação)¹⁵⁵. Assim, eventual intervenção da Administração Pública titular deste tipo acionário para se sobrepor a decisão do controlador se dá em hipóteses excepcionais e enumeradas na lei e no estatuto social, exclusivamente em defesa do interesse público primário ínsito ao tema objeto de deliberação em assembleia.

Todavia, THOMAS¹⁵⁶ (2022: 27), autor norte-americano, ponderando sobre a posição do titular da *golden share* perante o controlador e seus deveres fiduciários, salienta que

Com direitos de veto apenas no contexto de certas alterações estatutárias e transações importantes, e sem direitos de voto ou outro envolvimento em quaisquer outras decisões, os detentores de *golden shares* não possuem o tipo de “poder de voto” ou “controle de gestão” que os tornaria acionistas controladores. Além disso, os deveres do controlador surgem quando uma transação é aprovada e não quando ela é bloqueada. Na prática, ao desempenhar consistentemente a sua tarefa de bloquear transações em vez de aprová-las, um acionista privilegiado não violaria qualquer dever fiduciário que um acionista controlador teria. Portanto, tais obrigações normalmente limitariam um detentor de *golden share* no desempenho adequado da tarefa que lhe foi atribuída. (tradução livre)

Para THOMAS, o titular de uma *golden share* não disporia dos mesmos deveres fiduciários do controlador, uma vez que a atuação do ente público seria apenas para vetar e não para votar, o que supostamente afastaria tais obrigações. Entretanto, essa fundamentação não se mostra suficiente para rechaçar a incidência dos deveres fiduciários aos acionistas, notadamente, porque o exercício do poder de veto é uma forma do titular da *golden share* expressar sua divergência e desconformidade com deliberação adotada em Assembleia Geral que possa violar o interesse público que permeia a atividade empresarial.

¹⁵⁵ Resposta do TCU proferida em 12/02/2020 a consulta realizada pelo Ministério da Fazenda em 19/07/2017 nos autos do processo nº 025.285/2017-3.

¹⁵⁶ *With veto rights only in the context of certain charter amendments and major transactions, and no voting rights or other involvement in any other decisions, golden shareholders do not possess the kind of “voting power” or “management control” that would render them controlling stockholders. Moreover, a controller’s duties arise when a transaction is approved, not when it is blocked. In practice, by consistently performing its task of blocking transactions rather than approving them, a golden shareholder would not breach any fiduciary duty that a controlling stockholder would have. Therefore, no such duties would typically limit a golden shareholder in properly performing its assigned task.*

THOMAS, Naveen. *Golden Shares and Social Enterprise*. Harvard Business Law Review 201. 2022. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=3810992>> acesso em 08/05/2024.

As prerrogativas asseguradas pela *golden share* à Administração Pública se apresentam como uma exceção à máxima de SCHMIDT (*apud* BORBA; 2023: 25) de que *a última palavra é dos acionistas, o que conforma a primazia do seu interesse*¹⁵⁷.

Portanto, a possibilidade do interesse do titular da *golden share* se sobrepor ao poder do controlador em determinadas matérias votadas em assembleia geral, *numerus clausus* constantes do estatuto social, se mostra como uma relativização do princípio majoritário, afigurando-se como uma das exceções previstas no *caput* do artigo 129 da Lei das S.A., confirmando a hipótese de que a minoria dispõe de relevante poder perante a sociedade. Aliás, a desproporcionalidade em termos quantitativos entre as prerrogativas de uma *golden share* e o poder dos acionistas que detenham o controle societário também não representa qualquer vulneração ao princípio majoritário externalizado na expressão anglo-saxônica de *one share-one vote*, por ser um título acionário de classe especial a ser tratado pelo princípio da especialidade.

5.1.1. O ordenamento jurídico brasileiro comporta a figura do controle minoritário?

Inicialmente surge uma controvérsia sobre o presente tema que é a definição de se saber se o ordenamento jurídico brasileiro comporta a figura do controle minoritário.

A resposta para tal questionamento não se mostra como uma tarefa fácil e assertiva. Muito ao contrário, é um tema intrincado que dependendo de algumas variáveis pode-se alterar o resultado quanto ao entendimento sobre o controle de minoria ter guarida no ordenamento jurídico pátrio.

A ideia de controle societário é aferida na Lei das S.A. em seus artigos 116 e 243, §2º, com a definição de *acionista controlador* e *sociedade controlada*, sendo que a expressão *poder de controle* pode ser verificada em diversos dispositivos explicitamente, nos artigos 116, 117 e 118 e, implicitamente, ao se valer das expressões *assegurar o controle* (artigo 257, §2º e inciso III do artigo 271), *exercer o controle* (artigo 265 §1º) e *sociedade sob controle* (§3º do artigo 168, no parágrafo único do artigo 236, no parágrafo único do artigo 269 e no artigo 268) como salientado por BULHÕES PEDREIRA e LAMY FILHO (2010: 823).

Conforme será mais bem delineado à frente, existem posicionamentos doutrinários no sentido de que o art. 116 da Lei das S.A. somente define acionista controlador como aquele

¹⁵⁷ *Le dernier mot revient aux actionnaires, ce qui consacre la primauté leur intérêt.*

titular da maioria do capital acionário da companhia, refutando a própria existência de figura do controle minoritário. Todavia, em vertente diametralmente oposta, tem-se entendimentos doutrinários no sentido de que a legislação pátria dá guarida ao controle minoritário como corolário dos dispositivos legais que versam sobre poder de controle.

BULHÕES PEDREIRA e LAMY FILHO afirmam que *poder de controle é o poder supremo da estrutura hierárquica da companhia exercido pelo acionista controlador – titular da maioria pré-constituída dos votos na Assembleia Geral* (2010: 824).

Quanto a supremacia do controle acionário no comando da atividade empresarial, MUNHOZ (2002: 223) aduz que seu exercício pleno não encontra nenhum tipo de resistência, não sofrendo com transações ou barganhas no exercício da empresa. Ressaltando, ainda, que *o poder de controle é dinâmico, mutável, admitindo diferentes graus de concentração e de estabilidade, e sendo objeto de constantes disputas no seio da sociedade*.

O art. 243, §2º, da Lei das S.A. preconiza que o controlador “é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, preponderância nas deliberações sociais e o poder de eleger a maioria dos administradores”, ou seja, *mutatis mutandis* controlador não é àquele que detém a maioria acionária propriamente dita, mas sim a maioria do capital votante.

A jurisprudência pátria já teve oportunidade de se posicionar acerca do poder de controle e sua caracterização, no de acórdão proferido pelo Superior Tribunal de Justiça¹⁵⁸, externando seu entendimento no seguinte sentido:

Tratando-se de grupos de pessoas ligadas sob controle comum, não é de rigor que todos os seus integrantes sejam titulares de direitos de sócio da sociedade controlada. O direito de sócio exercido de tal ordem que garanta ao grupo a supremacia nas deliberações das assembleias gerais e o poder de eleger a maioria dos administradores da Cia. pode ser pertencente a um ou alguns componentes apenas do grupo.

No mesmo acórdão o Superior Tribunal de Justiça¹⁵⁹ ainda se posicionou quanto a configuração de acionista controlador:

Em tese, é suscetível de configurar a situação de acionista controlador a existência de grupo de pessoas vinculadas sob controle comum, bastando que um ou alguns de seus integrantes detenham a titularidade dos direitos de sócio de tal ordem que garanta ao grupo a supremacia nas deliberações da

¹⁵⁸ STJ - REsp 784/RJ, 4.^a T., 24.10.1989, rel. Min. Barros Monteiro, DJ 20.11.1989, Docas S.A.

¹⁵⁹ STJ - REsp 784/RJ. Disponível em:

<<https://processo.stj.jus.br/processo/pesquisa/?tipoPesquisa=tipoPesquisaNumeroRegistro&termo=198900101072&totalRegistrosPorPagina=40&aplicacao=processos.ea>> acesso em 10/06/2024.

assembleia geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia.

Antes de se adentrar nas divergências doutrinárias sobre controle minoritário no Brasil, é oportuno frisar que a legislação societária brasileira abarca a definição de controlador e a jurisprudência é pacífica nesse ponto¹⁶⁰.

No Brasil, as companhias abertas dispõem, em sua maioria, de controle concentrado, consoante apontado por MUNHOZ (2010: 289). Todavia, o controle majoritário nessas companhias tem sido minorado em decorrência de dispersão acionária, notadamente, pela implementação e pelo incremento do denominado Novo Mercado da B3, (SEINCMAN; 2018: 159).

O controle de algumas companhias por consequência da dispersão acionária pode ser exercido por acionistas ou grupos de acionistas que representam titularidade de ações em montante inferior a 50% (cinquenta por cento) mais 1 (um) de ações com direito a voto, o que, nos apresenta como a forma mais simplista, de se compreender o controle minoritário (SEINCMAN; 2018: 159).

CARVALHOSA (2014: 656) comentando o artigo 116 da Lei nº 6.404/76 é categórico ao afirmar que “não existe controle minoritário”, fundamentando seu entendimento da seguinte forma:

O poder de controle das companhias somente se configura, como reiterado, se for permanente, ou seja, sem nenhuma dependência de outros acionistas para que seja exercido. O poder de controle, portanto, é *autônomo e autárquico*. Daí a razão por que se estabelece o poder-dever de controle somente quando um ou mais acionistas ostentam, ou então congregam, via acordo de controle, a maioria absoluta do capital votante da companhia (art. 118). Não há, pois, em nosso regime legal a figura do “controle minoritário”, que, vez por outra, é referido nos ambientes leigos do mercado de capitais. Nem cabe invocar, para tanto, a classificação de controle trazida por Berle e Means, por se referir ao contexto legal norte-americano cuja sistemática é totalmente diversa do Direito expresso no art. 116 ora comentado.

Embora CARVALHOSA seja taxativo sobre a inexistência da figura do controle minoritário no Brasil, há indicativos de que seja posição isolada, uma vez que se descarta de situações em que o controle minoritário se mostra episódico e temporário, versando sobre matérias pontuais.

¹⁶⁰ Embora não seja o tema direto da presente investigação é oportuno, à título de informação complementar, salientar que BERLE e MEANS (1987: 86) identificam cinco tipos principais de controle societário, os quais são fundamentados no grau de dissociação entre a propriedade acionária e controle na companhia: (i) controle através da propriedade quase total; (ii) controle majoritário; (iii) controle através de um dispositivo legal sem propriedade majoritária; (iv) controle minoritário e (v) controle administrativo.

Em sentido diametralmente oposto ao acima, é o entendimento de SALOMÃO FILHO (2006: 122) no que diz respeito ao controle minoritário em relação ao capital social total, assim se posicionando:

O legislador brasileiro não se contentou em permitir a separação entre propriedade e controle, esmerou-se em incentivá-la. Na maioria das legislações o que existe é a admissão legal de formas de controle minoritário. No Brasil, criaram-se os instrumentos legais para o controle minoritário. A famosa regra que permite a existência de até dois terços do capital da empresa representadas por ações preferenciais (sem voto) – artigo 15, §2º, reduzida pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001, a no máximo 50% do capital total – nada mais é do que a consagração legal do controle minoritário. O sistema brasileiro pode, portanto, ser caracterizado como um sistema em que há opção clara pelo controle minoritário.

Ora, em presença de uma opção tão clara do legislador brasileiro a favor do reconhecimento do controle minoritário, seria impossível e ilógico propugnar por um princípio majoritário absoluto dentro do capital com direito a voto. Isso significa que seria ilógico afirmar que só acionistas detentores da maioria do capital votante da companhia podem ter seu controle.

Por outro lado, é preciso bastante cuidado ao se falar em controle minoritário dentro do capital com direito a voto. Ele é profundamente diverso do controle minoritário referido ao capital total que foi mencionado acima¹⁶¹.

EIZIRIK (2011: 417) entende que a Lei das S.A. recepcionou a figura do controle minoritário de forma implícita no artigo 116 diante da inexistência de percentual mínimo para a definição de controle acionário.

Assim se apresenta inconsistente a posição de CARVALHOSA quanto a afirmação de inexistência de qualquer tipo de controle minoritário no ordenamento jurídico brasileiro, demonstrando que no ambiente societário democrático e dinâmico, se tem diversas situações em que o eixo de poder é deslocado, abarcando a figura do controle minoritário mesmo que transitório.

Contudo, nas sociedades anônimas, independente do poder de controle, e mesmo com uma diversidade de classes de ações com suas respectivas peculiaridades, pode-se apontar existência de um ponto de interseção entre todas as classes acionárias e seus titulares que é a homogeneidade quanto a busca do interesse social com o consequente sucesso da sociedade empresária para que seus ativos se valorizem e maximizem seus ganhos. Nessa toada, incluem-se as *golden shares*, mesmo que nelas a Administração Pública sua titular possa não vir a ter direito a perceber dividendos, juros sobre capital próprio e, também, não possa aliená-las sem

¹⁶¹ Importante deixar claro que SALOMÃO FILHO (2006: 122) não se descarta do fato de que o acionista com direito a voto não se trata de um mero capitalista, mas sim alguém que busca compartilhar das decisões relativas aos destinos da companhia. Por isso, é preciso respeitar em linha de princípio a vontade das maiorias, desde que essas se mostrem efetivamente interessadas nos negócios sociais.

legislação específica, mas o sucesso da Companhia traz inegáveis frutos à sociedade como um todo, a exemplo da geração de empregos, arrecadação de tributos, aumento do poder aquisitivo da população e aquecimento da economia.

Com isso, o interesse social é o que deve pautar a conduta dos acionistas e suas decisões para o exercício da empresa e o atingimento dos fins sociais com a consequente obtenção de lucro, o que é tido como o interesse comum dos acionistas, independente do controle estar sendo exercido pelo majoritário ou minoritário, ou seja, esse interesse se revela como *perene*.

5.2. A extrapolação dos limites dos poderes estabelecidos para as *golden shares* e a caracterização do exercício abusivo do direito de voto ou veto pelo Estado minoritário

Conforme delineado no item 2.3. da presente investigação, as *golden shares* são um instrumento societário para a Administração Pública fiscalizar e, eventualmente, intervir na atividade de uma sociedade empresária desestatizada colimando a proteção do interesse público com fundamento na Constituição e no Estado Democrático de Direito, sendo esse um princípio orientador da atuação estatal em relação a coletividade.

Como leciona PELA (2012: 174), “nada obstante as *golden shares* visarem à proteção de interesses externos à companhia, o exercício dos poderes a ela inerentes encontra claro limite no interesse social”.

Ponto nevrálgico, como já apontado, é o equilíbrio entre o interesse público (expressão de conteúdo aberto) e interesse particular que pode ser objeto de conflitos e disputas judiciais diante da insurgência do particular ou até de eventual arbítrio do Poder Público. Isso porque, pela imprecisão e pela mutabilidade no decorrer do tempo do conceito de interesse público abre-se margem a insegurança jurídica podendo ocasionar situações de arbitrariedade e abusos.

O interesse público que justifica a instituição da *golden share* em caso de alienação de controle estatal é vinculado, quiçá transmutado, às razões pelas quais o legislador autoriza a criação da sociedade de economia mista ou da empresa pública então desinvestida. E no caso de alienação de controle societário pelo Estado ao particular não se afigura categórico que o interesse público ou a importância estratégica daquela estatal tenha se esvaído, uma vez que a alienação de controle pode ter se dado em decorrência de necessidade de capitalização do

Estado para fazer frente a sua atuação rotineira para atender as necessidades mais prementes da coletividade.

A existência de *golden shares* no estatuto social de uma companhia desestatizada indica por si só que permanece o interesse público e o caráter estratégico naquela atividade. Todavia, esses requisitos não podem servir de pretexto para que a Administração Pública se imiscua nas atividades sociais ou bloqueie deliberações em Assembleia Geral ao seu bel talante.

Muito pelo contrário, a intervenção estatal por meio do exercício das prerrogativas asseguradas por esse tipo acionário deve ocorrer de forma excepcionalíssima e pontual, sob pena de desvirtuar o instituto e apontar uma indevida ingerência pública na esfera privada.

No decorrer desse estudo, especificamente no item 4.1., pode-se constatar que a Administração Pública Federal atua de forma responsável em assembleias gerais no que diz respeito às *golden shares*. Isso porque, a despeito de não identificar a utilização dos poderes de veto, a União já se manifestou favoravelmente a operações sujeitas a bloqueio em virtude de sua classe especial de acionista, bem como já se manifestou desfavoravelmente a deliberações em Assembleia Geral sem que vetasse a matéria. Ademais, a União diuturnamente se vale da possibilidade de indicar membros do Conselho de Administração e Conselho Fiscal decorrentes de sua posição acionária.

Como já salientado nessa investigação, as *golden shares* são pautadas primeiramente pela legislação que as inseriu no ordenamento jurídico, tendo vinculação direta ao edital de desestatização da Companhia que informa ao investidor que haverá a inclusão dessa classe especial de ação no estatuto da sociedade a ser desinvestida, elencando suas prerrogativas, as quais, posteriormente, serão incorporadas ao estatuto social, ou seja, a atuação da Administração Pública através das *golden shares* é extremamente restritiva e em hipóteses exaustivas enumeradas em sua normatização.

Para se valer das prerrogativas dessa classe acionária, o ente público deve analisar eventual impacto negativo de alguma deliberação tomada em Assembleia Geral que afete o interesse público. Num primeiro momento, pode se ter a impressão de que essa apreciação meritória do conteúdo da deliberação assemblear e eventual utilização dos poderes das *golden shares* afastaria sua caracterização como ato discricionário, mas não nos parece ser o entendimento mais adequado.

Como já discorrido no item 3.2.3. do presente estudo, no exercício do poder discricionário o Administrador Público dispõe de certa subjetividade, não lhe sendo facultado agir única e exclusivamente ao seu alvedrio, devendo obediência a lei que inquinou sua competência de discricionariedade.

O Administrador Público não dispõe de discricionariedade plena para determinar se utilizará ou não das prerrogativas dessa ação de classe especial, tendo uma subjetividade restrita, o que não chega a caracterizá-lo como ato administrativo vinculado. A subjetividade ou discricionariedade se encontra presente apenas no momento da análise dos requisitos para sua utilização (conveniência e oportunidade para se aferir e reconhecer eventual violação ao interesse público em decisão assemblear) e, uma vez constatada presença desses pressupostos, o Estado tem o poder-dever de utilizar a *golden share* para salvaguardar o interesse público. Com isso, se tem uma competência discricionária do administrador que poderá vir a ser vinculada na hipótese de se aferir vulneração ao interesse público.

Não se pode olvidar que, por preceito constitucional, o Poder Judiciário poderá rever o ato do titular das *golden shares*, avaliando se a utilização desse instrumento foi consentânea com o ordenamento jurídico e o estatuto social.

A forma ordinária de utilização da ação de classe especial não enseja muitos problemas (mesmo não tendo sido sequer utilizada no Brasil para fins de veto), mas a forma extraordinária de seu uso extrapolando os limites legais e estatutários podem reverberar um comportamento abusivo da Administração Pública em face do particular, o que deve ser repudiado pelo Poder Judiciário.

Como já registrado, os acionistas minoritários também podem atuar de forma abusiva prejudicando tanto os sócios controladores quanto a própria sociedade, seja deixando de aprovar contas, seja requerendo prestações de contas infundadas, buscando agir para embaraçar o escorreito andamento das atividades rotineiras de uma sociedade empresária.

Contudo, quando se aborda a posição do minoritário (Estado) titular de *golden share* os eventuais entraves que esse acionista poderá causar à sociedade tem potencial para ser nefastos à empresa, notadamente, se as prerrogativas que lhes são asseguradas forem utilizadas com deliberado caráter abusivo e com desvio de finalidade.

PINTO JUNIOR (2013: 201), estudioso sobre o tema, aduz em sua obra sobre empresas estatais que: *o poder público titular da ação de classe especial não tem condições de impor*

ações econômicas positivas, mas apenas de criar constrangimentos ao exercício do poder de controle acionário privado e à liberdade de atuação dos órgãos de administração.

Se mostra inconsistente a afirmação acima, haja vista que a intervenção do ente público para vetar uma decisão assemblear tem o condão de trazer repercussões de diversas naturezas tanto na gestão quanto no próprio valor de mercado da companhia. Ademais, as prerrogativas das *golden shares* não se limitam ao poder de veto, podendo albergar direito de indicação de conselheiros de administração e fiscal, os quais poderão influenciar diretamente a gestão societária.

Como se sabe o direito de voto caracterizador da formação da vontade social não é absoluto, muito ao reverso, seu exercício deve obediência aos deveres fiduciários, tendo destaque o dever de lealdade, a vedação ao voto em conflito de interesses, sendo que seu exercício na busca do benefício particular do acionista ou de terceiro em detrimento do interesse social, o erige como voto abusivo. Aliás, assim como o direito de voto, o direito de veto deve ser exercido de forma responsável, mormente, na utilização das *golden shares*.

Embora não seja considerado *direito essencial*, ao acionista que detém direito de voto é facultado participar de assembleia, votar, se abster de votar, ceder seu exercício através de acordo de acionistas entre outros arranjos societários, lhe sendo vedado o comportamento abusivo no exercício de seu direito de voto.

O artigo 115 da Lei das S.A.¹⁶² versa não apenas acerca da proibição de voto e do conflito de interesses, regulando com ineditismo no país o voto abusivo, o que se pode inferir pela segunda parte do caput do artigo¹⁶³.

Com isso, é de se ressaltar que o voto sempre deve ser exercido no interesse da companhia, independentemente de ser prevalescente ou não em assembleia, levando-se a conclusão de que a ausência da busca do fim social caracterizaria *desvio de finalidade do voto*. Assertivamente, ADAMEK afirma que *é correto sustentar que, embora a lei distinga o voto*

¹⁶² Art. 115. O acionista deve exercer o direito a voto no interesse da companhia; considerar-se-á abusivo o voto exercido com o fim de causar dano à companhia ou a outros acionistas, ou de obter, para si ou para outrem, vantagem a que não faz jus e de que resulte, ou possa resultar, prejuízo para a companhia ou para outros acionistas.

¹⁶³ Sobre o assunto ver ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Abuso de minoria em direito societário: abuso das posições subjetivas minoritárias*. 2010. Tese de Doutorado em Direito Comercial - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2010, p. 132. doi:10.11606/T.2.2010.tde-02082011-142051. Acesso em: 07/05/2024. Nesse mesmo sentido, DE LUCCA aduz que *toda vez que o titular de um direito o exercita, além dos limites da sua verdadeira função, ocorre o chamado abuso de direito* (2012: 223).

abusivo do voto conflitante, o abusivo é, igualmente, conflitante com o interesse da companhia (2010: 133).

Com fundamento na doutrina italiana, COMPARATO (1995: 90) sustenta:

O único interesse dos acionistas, protegido pela norma legal, é o interesse comum, como se viu acima. E esse interesse comum está ligado à participação de cada acionista no patrimônio social (...). Por conseguinte, a norma legal que proíbe e sanciona o voto abusivo não é, especificamente, uma regra de proteção às minorias, mas ao próprio patrimônio social.

No caso das ações de classe especial nos parece que a suscetibilidade para que se tenha uma atuação do Administrador Público de forma eventualmente abusiva pode variar de acordo com as prerrogativas atribuídas pelo estatuto, ou seja, caso se dê maior ou menor poder de ingerência estatal à sociedade desinvestida. Inclusive, especificamente no caso das ações de classe especial o exercício positivo do veto pelo Estado tem o mesmo efeito prático do exercício do direito de voto, devendo se ater aos mesmos princípios e obrigações aplicáveis ao voto.

Parafraseando REQUIÃO (*apud* ADAMEK; 2010: 163) *o acionista preferencial não pode se prevalecer de seu direito de veto, para tyrannizar ou prejudicar os interesses legítimos da sociedade*. A lição de Requião é aplicável ao Estado ao se valer dos poderes que lhe são atribuídos pelas ações preferenciais de classe especial para vetar deliberação tomada em Assembleia Geral por reputar violado o interesse público.

Em estudo sobre as *golden shares* na Embraer, FARIA (2015: 282) constata que, em diversas assembleias, a União se absteve de votar ou, mesmo votando contrariamente as deliberações dos demais acionistas, não se valeu das prerrogativas de veto asseguradas pela *golden share*. A autora cita especificamente a Assembleia Geral Extraordinária ocorrida em 31/03/2006¹⁶⁴ cuja ordem do dia foi a aprovação da incorporação da Companhia pela Rio Han Empreendimentos e Participações S.A., ocasião em que a União fez consignar em ata que não exerceria seu poder de veto, conforme previsão estatutária, por estar de acordo com a operação societária.

¹⁶⁴ Ver Fato Relevante publicado pela B3, disponível em: <http://siteempresas.bovespa.com.br/consbov/ArquivosExibe.asp?site=&protocolo=82986> acesso em 17/02/2025.

FARIA (2015: 282) segue concluindo que o estatuto social da Embraer prevê a possibilidade de a União intervir na composição acionária com ingerência na Companhia com direito a indicação de representante no Conselho de Administração, e mesmo com reiteradas abstenções em determinadas ocasiões, tem-se que as prerrogativas atribuídas e as matérias sujeitas ao seu veto não são habitualmente debatidas em sede de assembleia. Com isso, aduz que os interesses estatais não prevaleceram sobre os interesses sociais na Embraer, e tampouco apontam qualquer indício de abuso de poder pela União no período compreendido entre 1994 e 2013.

No que diz respeito as *golden shares* previstas no estatuto da Vale S.A. apurou-se que a União dispõe de prerrogativas de indicação de membros do Conselho Fiscal, o que, conforme apontado por FARIA (2015: 284), o ente público exerceu seu direito de indicação em todas as oportunidades em Assembleia Geral. Diversamente do que ocorre com a Embraer, a ingerência da União na Vale S.A. é muito menor, uma vez que não lhe foi concedido direito de indicar representante no Conselho de Administração. Assim, a suscetibilidade de intervenção do Poder Público na Vale S.A. através das *golden shares* se mostra menor do que na Embraer.

A Lei das S.A. em seu artigo 116 define o que é acionista controlador, sendo que o artigo 117 preconiza a responsabilização do controlador por exercício abusivo de seus poderes. Nesse aspecto surge uma dúvida se o titular da *golden share* poderia ser caracterizado como controlador em determinado momento, inclusive, para fins de responsabilização por atos abusivos.

Como já analisado na presente investigação (item 5.1.1.) existem situações em que o controle minoritário se mostra episódico e temporário, versando sobre matérias pontuais, incluindo o titular de *golden share*. Em regra, a posição do Estado acionista nesse caso é de bloqueio e nomeação de cargos de administração e, eventualmente, dispondo de algum direito a voto. Com isso, para que seja considerado controlador deverá exercer de fato poderes gerenciais sobre a companhia¹⁶⁵. Assim, o artigo 117 da Lei das S.A. poderá ser aplicado à Administração Pública titular de *golden share* por exercer as atribuições de controlador efetivo

¹⁶⁵ SALOMÃO FILHO (2006: 126) ressalta que *através da proteção da inamovibilidade da administração e do bloqueio a qualquer alteração estatutária que possa diminuir seus poderes, a administração estará efetivamente controlando a companhia – no sentido de “uso efetivo do poder” para dirigir as atividades sociais (artigo 116, b).*

em situações pontuais, sendo que nas hipóteses de abusos no exercício de suas prerrogativas poderá ser responsabilizada¹⁶⁶.

O ordenamento pátrio prevê uma obrigação fundamental de que os controladores de sociedades empresárias não causem danos injustificáveis ou desproporcionais aos interesses albergados pela ordem constitucional, sob pena de abuso do poder de controle e até apontando desvios como conflito de agência, sujeitando-se à devida responsabilização, FRAZÃO (2017: 116). E por essa razão, em nosso entendimento, a posição do autor português não se aplica ao direito brasileiro, haja vista que a Constituição da República preconiza a responsabilização civil do Estado, e no caso de exercício abusivo dos poderes atribuídos pelas *golden shares* haveria a extrapolação dos limites do direito previsto na legislação, sendo que eventual dano oriundo de tal conduta pode ser passível de reparação por parte da Administração Pública, notadamente, com fundamento no artigo 238 da LSA.

5.3. Conflitos de agência e as *golden shares* no Brasil

Ponto sensível é o das indicações dos ocupantes da alta administração de sociedades de economia mista e empresas públicas, bem como sua disciplina legal, o que, em nosso entendimento, deve ser transmutado às *golden shares* previstas em estatuto de sociedades empresárias desestatizadas.

Conforme já apontado no curso desse estudo, a Administração Pública titular de ação de classe especial pode dispor do direito de indicar integrante do Conselho de Administração e do Conselho Fiscal, caso assim preveja o estatuto da companhia.

Não é incomum que as pessoas indicadas para ocupar tais cargos tenham vinculação com estrutura decisória de partidos políticos, com sindicatos, dentre outros, mantendo relações com potencial de viciar sua atuação junto a administração da sociedade desestatizada (cuja ingerência do Estado se dá através de *golden share*), fazendo surgir o denominado conflito de

¹⁶⁶ SCHWIND (2017: 414) abordando a responsabilização do Estado por exercício abusivo dos poderes assegurados pelas ações de classe especial, disserta: A simples possibilidade de o Estado exercer as prerrogativas decorrentes de uma *golden share*, ainda que criem perante o sócio privado uma expectativa de que sejam utilizadas, não afasta a responsabilização do sócio estatal por condutas abusivas. Como já tratamos mais detalhadamente em capítulos anteriores, ainda que o sócio estatal tenha determinados interesses de ordem pública que justificam sua integração ao empreendimento, no interior da sociedade atuará na mera condição de sócio, podendo ser responsabilizado pelos atos praticados com abuso de poder, tal como qualquer outro sócio ou o próprio controlador. Em sentido diametralmente oposto se manifesta o autor português RODRIGUES (2004: 419) no sentido de ser inviável invocar-se prejuízos *decorrentes da prática de um acto administrativo legal quando o seu exercício esteve, desde sempre, previsto*, mesmo na hipótese desse ato ser considerado abusivo, rechaçando, inclusive, a aplicação de normas de direito privado para tanto.

agência, o qual é caracterizado pelo desalinhamento dos propósitos dos gestores com os objetivos da sociedade empresária.

ARMOUR, HANSMANN E KRAAKMAN (2018: 79) dissertando sobre conflitos de agência lecionam que

... o direito societário cumpre duas funções gerais: a primeira é estabelecer a estrutura da forma de S.A., assim como as normas auxiliares necessárias para sustentar essa estrutura; a segunda é tentar controlar os conflitos de interesse entre as partes interessadas na companhia, incluindo aqueles entre as partes internas (“insiders”), como acionistas controladores e altos executivos, e externas (“outsiders”), como os acionistas minoritários ou credores. Todos esses conflitos constituem o que os economistas chamam de “problemas de agência” (“*agency problems*”, “problemas de agência” ou “problemas de representação” ou problemas “representado-agente” (“*principal-agent problems*”).

Não raras vezes os cargos de alta administração de estatais e de sociedades participadas pelo Estado são tidos como moedas de troca para favores políticos, desvirtuando a real natureza do cargo a ser exercido, podendo viabilizar que pessoas imbuídas de má-fé busquem vantagens em proveito próprio ou alheio, descurando-se de seu papel de gestor de uma sociedade empresária, descolando sua conduta do interesse social.

Segundo MUSACCHIO e LAZZARINI (2015: 89), comparativamente a iniciativa privada, os executivos de estatais *não estão motivados para empenhar-se na melhoria do desempenho e/ou não são bem monitorados pelo conselho de administração, nem pela agência reguladora competente, nem pelo ministro incumbido de supervisionar a empresa em questão*. A lição de MUSACCHIO e LAZZARINI aponta a suscetibilidade da alta administração de estatais ao conflito de agência.

Aspecto importante da Lei nº 13.303/16 (Estatuto Jurídico das Estatais) foi a busca da diminuição da ingerência do Estado, em sociedades estatais, suas subsidiárias e participadas, evitando, com isso, o aludido conflito de agência.

É importante frisar que o artigo 8º do Decreto 8.945/16, que regulamentou o Estatuto Jurídico das Estatais, versou sobre a participação do Estado em sociedades privadas, preconizando os requisitos para participações minoritárias estatais¹⁶⁷.

¹⁶⁷ Art. 8º A participação de empresa estatal em sociedade privada dependerá de:

I - prévia autorização legal, que poderá constar apenas da lei de criação da empresa pública ou da sociedade de economia mista investidora;
 II - vinculação com o objeto social da empresa estatal investidora; e
 III - na hipótese de a autorização legislativa ser genérica, autorização do Conselho de Administração para participar de cada empresa.

Relevante pontuar que em relação às *golden shares* de titularidade do ente público em casos de desestatização serão aplicáveis as disposições da Lei nº 13.303/16 e do Decreto 8.945/16, especificamente no que diz respeito as indicações de conselheiros de administração e fiscais para sociedades empresárias privadas com participação da Administração Pública titular da *golden share*, até porque a justificativa para se inserir esse tipo acionário no estatuto social é a de que permanece o interesse público subjacente na sociedade então desestatizada.

Por seu turno, não se pode afirmar que à sociedade empresária que tenha previsão estatutária de *golden share* de titularidade da Administração Pública seja aplicável diretamente as disposições do Estatuto Jurídico das Estatais e de seu regulamento. Entretanto, o que se infere é que ao Estado acionista de classe especial se aplicam as disposições da Lei nº 13.303/16 e do Decreto 8.945/16, além da Lei nº 6.404/76, apontando a existência de um microssistema normativo qualificado ao ente público titular da ação de classe especial.

Com efeito, o arcabouço jurídico mencionado veda expressamente a indicação de pessoas desprovidas de qualificação técnica para Conselho de Administração, Diretores, Diretor-Geral e Diretor-Presidente de estatais, impedindo (ou diminuindo a possibilidade) de indicações eminentemente políticas, notadamente no artigo 17 da Lei nº 13.303/16¹⁶⁸.

Conforme previsão legal, verifica-se a exigência de que os indicados tenham experiência profissional de, no mínimo, 10 (dez) anos no setor público ou privado, ou pelo menos tenham ocupado durante 4 (quatro) anos cargos correlatos aos que foram indicados, seja na Administração Pública ou na iniciativa privada, o que demonstraria sua *expertise* na área da atuação da estatal em que for indicado.

¹⁶⁸ Art. 17. Os membros do Conselho de Administração e os indicados para os cargos de diretor, inclusive presidente, diretor-geral e diretor-presidente, serão escolhidos entre cidadãos de reputação ilibada e de notório conhecimento, devendo ser atendidos, alternativamente, um dos requisitos das alíneas “a”, “b” e “c” do inciso I e, cumulativamente, os requisitos dos incisos II e III:

I - ter experiência profissional de, no mínimo:

a) 10 (dez) anos, no setor público ou privado, na área de atuação da empresa pública ou da sociedade de economia mista ou em área conexas àquela para a qual forem indicados em função de direção superior; ou

b) 4 (quatro) anos ocupando pelo menos um dos seguintes cargos:

1. cargo de direção ou de chefia superior em empresa de porte ou objeto social semelhante ao da empresa pública ou da sociedade de economia mista, entendendo-se como cargo de chefia superior aquele situado nos 2 (dois) níveis hierárquicos não estatutários mais altos da empresa;

2. cargo em comissão ou função de confiança equivalente a DAS-4 ou superior, no setor público;

3. cargo de docente ou de pesquisador em áreas de atuação da empresa pública ou da sociedade de economia mista;

c) 4 (quatro) anos de experiência como profissional liberal em atividade direta ou indiretamente vinculada à área de atuação da empresa pública ou sociedade de economia mista;

II - ter formação acadêmica compatível com o cargo para o qual foi indicado; e

III - não se enquadrar nas hipóteses de inelegibilidade previstas nas alíneas do [inciso I do caput do art. 1º da Lei Complementar no 64, de 18 de maio de 1990](#), com as alterações introduzidas pela Lei Complementar no 135, de 4 de junho de 2010.

Ademais, o §2º do artigo 17 da Lei das Estatais traz expressas vedações para indicações ao Conselho de Administração e para a diretoria de Estatais¹⁶⁹, aplicando-se às participações minoritárias do Estado as disposições atinentes a indicação de membros de Conselho de Administração.

A *mens legis* para tais restrições foi a profissionalização da gestão pública direta ou indireta, evitando-se assim que as indicações de tais profissionais pudessem trazer gestores cujo objetivo não se alinhasse aos da estatal ou da sociedade empresária com participação minoritária estatal.

O Decreto nº 8.945/2016, regulamentador da Lei nº 13.303/2016, estabeleceu, em seu art. 30¹⁷⁰, a necessidade de observância imediata a partir de sua publicação das restrições e vedações para indicações de representantes em Conselho de Administração e Conselho Fiscal.

Em recente decisão proferida em 14/05/2024, o Supremo Tribunal Federal, julgando improcedente a Ação Direta de Inconstitucionalidade nº 7331¹⁷¹ proposta pelo Partido Comunista do Brasil - PC do B, declarou a constitucionalidade dos incisos I e II do § 2º do art. 17 da Lei nº 13.303/16, visando restringir indicações políticas de membros para o Conselho de Administração e para a diretoria de empresas estatais (CR, art. 173, § 1º).

Por se tratar de matéria versando sobre indicação de Conselheiros de Administração por parte do Estado para gestão de estatais, infere-se que o entendimento da Suprema Corte é extensível às indicações decorrentes da titularidade de *golden share* em sociedades privadas com participação estatal minoritária.

¹⁶⁹ § 2º É vedada a indicação, para o Conselho de Administração e para a diretoria:

I - de representante do órgão regulador ao qual a empresa pública ou a sociedade de economia mista está sujeita, de Ministro de Estado, de Secretário de Estado, de Secretário Municipal, de titular de cargo, sem vínculo permanente com o serviço público, de natureza especial ou de direção e assessoramento superior na administração pública, de dirigente estatutário de partido político e de titular de mandato no Poder Legislativo de qualquer ente da federação, ainda que licenciados do cargo;
 II - de pessoa que atuou, nos últimos 36 (trinta e seis) meses, como participante de estrutura decisória de partido político ou em trabalho vinculado a organização, estruturação e realização de campanha eleitoral;
 III - de pessoa que exerça cargo em organização sindical;
 IV - de pessoa que tenha firmado contrato ou parceria, como fornecedor ou comprador, demandante ou ofertante, de bens ou serviços de qualquer natureza, com a pessoa político-administrativa controladora da empresa pública ou da sociedade de economia mista ou com a própria empresa ou sociedade em período inferior a 3 (três) anos antes da data de nomeação;
 V - de pessoa que tenha ou possa ter qualquer forma de conflito de interesse com a pessoa político-administrativa controladora da empresa pública ou da sociedade de economia mista ou com a própria empresa ou sociedade.

¹⁷⁰ Art. 30. Os requisitos e as vedações para administradores e Conselheiros Fiscais são de aplicação imediata e devem ser observados nas nomeações e nas eleições realizadas a partir da data de publicação deste Decreto, inclusive nos casos de recondução.

¹⁷¹ Disponível em: <<https://portal.stf.jus.br/processos/detalhe.asp?incidente=6543865>> acesso em 14/06/2024.

Confirmando a hipótese de que a Administração Pública realiza indicações políticas para assento em Conselho de Administração em sociedades empresárias desestatizadas em que a União detém *golden share*, aponta-se o recente caso em que o Governo Federal indicou o ex-Ministro da Fazenda Guido Mantega para o cargo de Presidente da Vale S.A.¹⁷², ou ao menos uma posição no Conselho de Administração, tendo encontrado óbice nos instrumentos de *compliance* da Companhia, impedindo a confirmação do nome de Mantega¹⁷³ para ambas posições.

Em 06/02/2024 a Vale S.A. publicou Comunicado ao Mercado¹⁷⁴ informando aos seus acionistas e ao mercado em geral que recebeu ofício da Comissão de Valores Mobiliários – CVM em 05/02/2024, por meio do qual a autarquia solicitou esclarecimentos sobre “notícia veiculada no jornal O Globo em 03/02/2024, intitulada *Decisão sobre troca no comando da Vale é adiada*”. Nesta notícia jornalística fazia-se referência a pressão do governo para que Guido Mantega assumisse posição no Conselho de Administração da Companhia. Em sua resposta à CVM a Vale prestou esclarecimentos sobre eventual alteração da composição de seu Conselho de Administração destacando que:

Em qualquer cenário, a definição do Presidente da Companhia deverá considerar as qualificações estabelecidas em Política de Indicação de Administradores, bem como os atributos e o perfil necessários para a posição frente a estratégia e desafios futuros da Vale.

Portanto, é possível se inferir que a Administração Direta realiza reais incursões para efetivar indicações puramente políticas em sociedades empresárias desestatizadas (e até nas que seja titular de *golden shares*), mostrando a necessidade de se ter uma criteriosa análise sobre eventuais conflitos de agência nesses casos também na iniciativa privada.

Desta forma, a Lei nº 13.303/16 e o Decreto nº 8.945/2016 adotando institutos inerentes a governança corporativa trouxe maiores balizas para a atuação do Estado acionista, seja controlador ou minoritário, prevendo que a indicação de pessoas para ocupar cargos da alta

¹⁷² Disponível em: < <https://veja.abril.com.br/economia/o-pessimo-sinal-do-governo-ao-tentar-emplacar-mantega-na-chefia-da-vale> > acesso em 14/06/2024.

¹⁷³ Disponível em: <<https://oglobo.globo.com/economia/noticia/2024/01/27/ex-ministro-guido-mantega-nao-vai-mais-para-a-vale-entenda-o-caso.ghtml>> acesso em 14/06/2024.

¹⁷⁴ Disponível em: <<https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/53207d1c-63b4-48f1-96b7-19869fae19fe/c37bb3c9-4358-ba75-3d45-a1604440face?origin=1>> acesso em 14/06/2024.

administração tenha um procedimento mais criterioso e sujeito às restrições legais validadas, inclusive, pelo STF, evitando-se o conflito de agência com a indevida ingerência da Administração Pública em sociedades empresárias, sejam públicas ou privadas.

5.4. Exercício do direito de veto nas *golden shares* e a Teoria dos Motivos Determinantes

Como apontado no item 3.2.3. da presente investigação, a natureza do exercício das prerrogativas asseguradas pelas *golden shares* se mostra como ato discricionário, haja vista a análise de oportunidade e conveniência por parte do Administrador Público para intervir na administração de uma sociedade empresária desestatizada. Entretanto, essa discricionariedade não se mostra absoluta, uma vez que o Administrador Público deve, de acordo com a legislação, analisar os impactos ao interesse público decorrentes de eventual aprovação de deliberação tomada em Assembleia Geral.

Como ressaltado no item 3.2.4., o Ministro da Fazenda para subsidiar a orientação de voto ou veto realiza consultas tanto à PGFN quanto à Secretaria do Tesouro Nacional e à Secretaria de Coordenação e Governança das Empresas Estatais – SEST, recebendo, ainda, informações e indicações do Ministério Supervisor, quando pertinente. Assim, ao proferir a orientação de voto o Administrador se vale do exercício do poder discricionário, mas quanto ao procedimento para se chegar à sua decisão se tem um formalismo que, mesmo gozando de confidencialidade pela natureza estratégica da matéria versada, serve para subsidiar, direcionar e vincular o administrador público neste particular. Concluindo-se, portanto, que sua discricionariedade não é absoluta.

O administrador deve obediência às balizas fixadas pela legislação, pelo estatuto e aos pareceres exarados para subsidiar sua decisão (inclusive, que o integram), para intervir na gestão de uma empresa desestatizada. Como já salientado precedentemente, essa limitação não tem o condão de descaracterizar o exercício da prerrogativa de veto ou voto como exercício do poder discricionário, sendo cediço que a liberdade do administrador é relativa e decorrente da lei.

Oportuna a lição de DI PIETRO (2023: 221) no sentido de que: *É amplo o âmbito de atuação discricionária da Administração Pública. Só que a discricionariedade nunca é total, já que alguns aspectos são sempre vinculados à lei.*

Para se valer do direito de veto o Administrador Público aprecia¹⁷⁵, inicialmente, a existência de fatos e fundamentos ensejadores da necessidade de sua intervenção na esfera societária, com isso se analisa o motivo (pressuposto do ato administrativo) que eventualmente o levará a vetar uma deliberação assemblear em que se aferiu a violação ao interesse público (incluindo interesses estratégicos do país). Este conjunto de circunstâncias fáticas que levam à prática do ato é tido como pressuposto de fato, ao passo que a norma jurídica que dá guarida a prática do ato é o pressuposto de direito.

CUNHA (2012: 294) analisando a indeterminação dos conceitos de conveniência e oportunidade atinentes a competência discricionária do administrador público salienta que:

Ao interpretar a norma é comum que o administrador público se depare com conceitos imprecisos ou vagos, não sendo difícil preenchê-los com o conteúdo que melhor lhe pareça útil, conveniente ou oportuno. À essência do conceito agrega-se o conteúdo, que se afigura variável, contingente, heterônomo, determinado *hic et nunc*, ao sabor de exigências políticas nem sempre coincidentes com o interesse público perseguido pela lei.

(...)

Quando se confere à autoridade administrativa a possibilidade de escolher qualquer das providências possíveis, pois a que for eleita atenderá ao fito legal, haverá discricionariedade. De outro lado, sendo somente possível a adoção de uma única medida, existirá mera interpretação da norma.

Para BANDEIRA DE MELLO (2006: 384) os atos administrativos devem, como regra geral, ser motivados contemporaneamente *à prática do ato, ou pelo menos anterior a ela, pois os agentes administrativos não são donos da coisa pública, mas simples gestores de interesses de toda a coletividade*.

Assim, conforme já apontado em tópico específico, o exercício dos poderes discricionários prescinde de motivação, mostrando que a liberdade e subjetividade do administrador para com a *res publica* é limitada, afinal se trata de ato administrativo propriamente dito.

RIVERO (1981: 18), administrativista francês, aduz que a Administração Pública deve obediência à constituição e as leis, não podendo exercer a discricionariedade como arbitrariedade, assim salientando:

¹⁷⁵ CUNHA (2012: 294) afirma que o exercício do poder discricionário, que é precedido de prévia interpretação normativa, conduz o Administrado Público escolha de uma providência diante de uma pluralidade de medidas possíveis em tese.

É difícil conceber, numa sociedade evoluída, uma Administração Pública totalmente arbitrária, na qual o capricho dos administradores não seria temperado por nenhuma regra, fosse de que natureza fosse.

A despeito do exercício das prerrogativas asseguradas pelas *golden shares* se caracterizarem como uma exteriorização do poder discricionário do administrador público, este poderá, eventualmente, se vincular aos motivos que o levaram a praticar esse ato administrativo por força da denominada *Teoria dos Motivos Determinantes*.

Sistematizada doutrinariamente por Gaston JÈZE (*apud* RESENDE; 2016:74) publicista francês, a teoria dos motivos determinantes foi desenvolvida com base na jurisprudência do Conselho de Estado francês, não sendo limitada ao direito administrativo. JÈZE, primeiramente, a denominou de teoria *geral* dos motivos determinantes por trazer conceitos aplicáveis ao direito privado e público. Entretanto, ao se debruçar sobre os elementos do ato administrativo o autor vislumbrou que a teoria teria mais aderência ao direito público por abarcar o motivo que leva o agente público a praticar determinado ato ao exercício da coisa pública.

O jurista francês destacando a aplicação da teoria na esfera publicista, assevera que no direito privado vigora a regra da capacidade, sem que a lei assinale um fim a ser perseguido pela atividade de cada indivíduo. Todavia, no direito público, o que vigora é a regra da competência, havendo determinações legais positivas a serem observadas pelo agente público e cujo exercício só pode visar (ter como motivo determinante segundo o autor) a prestação de serviços públicos, conforme aponta RESENDE (2016:74) em sua dissertação.

Assim, a teoria dos motivos determinantes surgiu em razão da obrigatoriedade de que existam no mundo real os motivos alegados que determinam a prática dos atos administrativos, GASPARINI (2006: 66).

CARVALHO FILHO (2015: 369) elucida acerca da teoria dos motivos determinantes da seguinte forma:

A teoria dos motivos determinantes se baseia na ideia de que o motivo do ato administrativo deve sempre guardar compatibilidade com a situação de fato que gerou a manifestação da vontade administrativa. Como consequência da aplicação dessa teoria, toda vez que o ato administrativo for motivado, sua validade ficará vinculada à existência dos motivos expostos. Assim, ainda que a lei não exija a motivação, se o ato administrativo for motivado, ele só será válido se os motivos declarados forem verdadeiros.

Esta teoria se relaciona com o motivo do ato administrativo mesmo se discricionário, vinculando o administrador aos motivos declarados ao tempo da edição do ato, sujeitando-o a

demonstrar sua ocorrência, de tal modo que, se inexistentes ou falsos, implicam a nulidade do ato administrativo.

DI PIETRO (2023: 226) discorrendo sobre a teoria dos motivos determinantes ressalta que *quando a Administração indica os motivos que a levaram a praticar o ato, este somente será válido se os motivos forem verdadeiros*.

No mesmo sentido MEDAUAR (2014: 159) aduz que *os motivos apresentados pelo agente como justificativas do ato associam-se à validade do ato e vinculam o próprio agente*.

O Superior Tribunal de Justiça¹⁷⁶ já teve oportunidade de se manifestar quanto a teoria dos motivos determinantes no seguinte sentido:

A Administração, ao justificar o ato administrativo, fica vinculada às razões ali expostas, para todos os efeitos jurídicos, de acordo com o preceituado na teoria dos motivos determinantes. A motivação é que legitima e confere validade ao ato administrativo discricionário. Enunciadas pelo agente as causas em que se pautou, mesmo que a lei não haja imposto tal dever, o ato só será legítimo se elas realmente tiverem ocorrido.

Assim, o exercício do poder discricionário exercício através do ato administrativo consistente em utilizar das prerrogativas asseguradas pelas *golden shares*, seja vetando ou votando nas matérias de acordo com o estatuto social, é passível de controle jurisdicional, nos moldes preconizados pelo artigo 5º, XXXV, da Constituição da República.

Por conseguinte, para realizar eventual controle jurisdicional sobre o exercício do poder discricionário, o Poder Judiciário deverá, necessariamente, apreciar os motivos ensejadores da prática do ato administrativo, analisando a presença dos pressupostos fáticos e probatórios elencados pelo agente público. Assim, na ausência de suporte legal aos motivos apontados pelo administrador público, a presunção de legitimidade dos atos administrativos deverá ser elidida através de decisão judicial, o que será mais bem delineado no tópico seguinte.

5.5. Controle jurisdicional da abusividade no exercício das prerrogativas conferidas pelas *golden shares* no direito brasileiro

¹⁷⁶ AgRg no RMS 32437/MG, Rel. Ministro HERMAN BENJAMIN, SEGUNDA TURMA, julgado em 22/02/2011, DJe 16/03/2011. Disponível em: <https://scon.stj.jus.br/SCON/pesquisar.jsp?pesquisaAmigavel=+%3Cb%3EAgRg+no+RMS+32437%2F%3C%2Fb%3E&b=DTXT&numDocsPagina=10&i=1&O=&ref=&processo=1280729&ementa=¬a=&filtroPorNota=&orgao=&relator=&uf=&classe=&data=&dtpb=&dtde=&tp=T&operador=e&livre=AgRg+no+RMS+32437%2F%3C%2Fb%3E> acesso em 19/06/2024.

Como qualquer ato jurídico, o exercício de voto ou de veto por parte do ente público titular de *golden share* é passível de impugnação e revisão por parte do Poder Judiciário. Com isso, a parte que se sentir lesada pelo exercício das prerrogativas asseguradas ao Estado pelas ações de classe especial deverá acionar o Poder Judiciário para reconhecimento e declaração de nulidade do ato.

Isso porque, conforme sobredito, o Poder Público titular da ação de classe especial ao exercer sua prerrogativa pratica ato administrativo, o qual dispõe de presunção de legitimidade. Assim, é imperioso que seja judicialmente comprovado abuso no exercício do ato administrativo por parte do Estado para que seja declarado nulo o ato praticado.

Segundo ADAMEK (2010: 275) *votos conflitantes ou abusivos são absolutamente inválidos; nulos*¹⁷⁷.

A teor do artigo 115 da Lei das S.A. o acionista deve exercer o direito de voto no interesse da companhia, considerando-se abusivo seu exercício com o fim de causar dano à companhia ou a outrem, o de obter vantagem indevida para si ou para outros e de que resulte, ou possa resultar, prejuízo para a companhia ou para outros acionistas.

Consoante apontado na presente investigação no item 3.2., exercício positivo do veto pelo Estado tem o mesmo efeito prático do exercício do direito de voto, razão pela qual se atém aos mesmos princípios e obrigações a ele aplicáveis.

No caso do Ente Público titular das *golden shares*, ao fazer valer as prerrogativas dessa classe acionária, haverá uma ingerência direta na gestão e no poder decisório da sociedade empresária tomado em Assembleia Geral, o que pode fazer exsurgir questionamentos das mais variadas naturezas, inclusive a própria necessidade de utilização desse instrumento e a caracterização de violação ao interesse público motivador desta atuação estatal.

Para se insurgir quanto ao exercício abusivo das prerrogativas estatais perante a sociedade empresária, o acionista ou a própria sociedade poderão ajuizar ação declaratória de nulidade do ato administrativo que impactou na decisão assemblear. Entretanto, a despeito de comumente se atribuir caráter declaratório a demandas dessa natureza, o que se infere é a existência de sentença (des)constitutiva através da qual, embora se reconheça o vício insanável, decreta-se a nulidade do ato e o extirpa do mundo jurídico.

Oportuno salientar que ações judiciais que envolvam direito societário, notadamente, vícios em assembleia ou exercício abusivo do direito voto ou veto, com a consequente

¹⁷⁷ No mesmo sentido leciona Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França (1993: 100) em sua obra *Conflitos de interesses nas assembleias de S.A.*

invalidade de atos decisórios, podem trazer repercussões negativas ao próprio exercício da empresa, até paralisando a atividade precípua do empreendimento.

BULGARELLI (*apud* ADAMEK; 2010: 187) denomina a estratégia adotada por alguns acionistas de *táticas obstrucionistas* consistente na busca de intervenção judicial para que, *através da obtenção de liminares com diversos espectros e do ataque a atos assembleares hígidos, apenas causar embaraços à sociedade, aos sócios e aos administradores e demais titulares de órgãos*.

Por tal razão, o Poder Judiciário deve ter cuidado redobrado ao julgar tutelas de urgências e outras medidas que possam ter o condão de afetar o escorreito andamento das atividades cotidianas da empresa, sob pena de se tornar um empecilho ao livre exercício da atividade econômica.

A legislação societária brasileira não fixou um rol exaustivo de legitimados para propositura de ações que visem a declarar nulidade de decisão tomada em Assembleia Geral, nos levando a conclusão de que todo e qualquer sócio dispõe de legitimação ativa para propositura de ações dessa natureza, o que, *mutatis mutandis*, pode se estender a discussões envolvendo o exercício das prerrogativas das *golden shares* pelo Ente Público.

Em homenagem ao Estado Democrático de Direito e ao devido processo legal, o direito societário brasileiro não restringe o exercício das pretensões consistentes na busca do Poder Judiciário para reconhecimento de nulidade de decisão assemblear ou, *contrario sensu*, até de exercício abusivo do poder veto ou voto por parte do Poder Público titular das *golden shares*.

Conforme apontado na presente investigação, o exercício do direito de veto ou de voto em decorrência da titularidade de *golden share* pelo Estado tem natureza de ato administrativo, inclusive, no exercício do poder discricionário. Assim, na hipótese de se verificar o exercício abusivo das prerrogativas asseguradas pela ação de classe especial poderá se ter impugnações judiciais por vício de motivação do ato administrativo.

Como cediço, a motivação é um requisito essencial para a validade dos atos administrativos, nos moldes estabelecidos pela Lei nº 9.784/99. A ausência ou insuficiência de motivação pode levar à nulidade do ato administrativo, uma vez que há o comprometimento da transparência e a legitimidade das decisões administrativas.

Adicionalmente, a Lei nº 13.655/18 alterou a Lei de Introdução às Normas do Direito Brasileiro (LINDB), para incluir o artigo 20 e seu parágrafo único¹⁷⁸ reforçando a necessidade

¹⁷⁸ Art. 20. Nas esferas administrativa, controladora e judicial, não se decidirá com base em valores jurídicos abstratos sem que sejam consideradas as consequências práticas da decisão.

de motivação dos atos administrativos, especialmente em situações que envolvam anulação ou nulidade de atos viciados.

A lei destaca a importância da segurança jurídica e da proporcionalidade na análise dos atos administrativos. E se o Estado utiliza seu poder de veto ou voto de forma arbitrária ou sem justificativa adequada, isso pode ser considerado um abuso de poder.

Com isso, a parte prejudicada pelo exercício abusivo dos poderes assegurados pelas *golden shares* terá o direito subjetivo de postular perante o Poder Judiciário a nulidade de um ato jurídico por vício de motivação, cuja medida visa assegurar a legalidade, a transparência e a legitimidade atinente aos atos administrativos, albergando os direitos dos administrados e garantindo a observância dos princípios constitucionais administrativos.

Ponto relevante para se trazer à presente investigação, é o de que a parte prejudicada pelo ato administrativo viciado não se limita apenas aos acionistas impactados diretamente pelo abuso do direito assegurado ao ente público pelas *golden shares*, sendo certo que qualquer cidadão poderá propor ação popular para que o Judiciário aprecie e reconheça a nulidade do ato.

Isso porque, nos termos do artigo 5º, inciso LXXIII¹⁷⁹, da Constituição da República e do artigo 1º, §1º, da Lei nº 4.717/65¹⁸⁰ é assegurado a qualquer cidadão questionar atos lesivos ao patrimônio público, à moralidade administrativa, ao meio ambiente e ao patrimônio histórico e cultural.

Assim, na hipótese de ser proposta uma ação popular para se reconhecer a nulidade do ato administrativo eivado de vício de motivação, pode se concluir que o autor popular não seria a pessoa lesada diretamente por tal abusividade, sendo que sua atuação seria de verdadeiro

Parágrafo único. A motivação demonstrará a necessidade e a adequação da medida imposta ou da invalidação de ato, contrato, ajuste, processo ou norma administrativa, inclusive em face das possíveis alternativas.

¹⁷⁹ LXXIII - qualquer cidadão é parte legítima para propor ação popular que vise a anular ato lesivo ao patrimônio público ou de entidade de que o Estado participe, à moralidade administrativa, ao meio ambiente e ao patrimônio histórico e cultural, ficando o autor, salvo comprovada má-fé, isento de custas judiciais e do ônus da sucumbência;

¹⁸⁰ Art. 1º Qualquer cidadão será parte legítima para pleitear a anulação ou a declaração de nulidade de atos lesivos ao patrimônio da União, do Distrito Federal, dos Estados, dos Municípios, de entidades autárquicas, de sociedades de economia mista ([Constituição, art. 141, § 38](#)), de sociedades mútuas de seguro nas quais a União represente os segurados ausentes, de empresas públicas, de serviços sociais autônomos, de instituições ou fundações para cuja criação ou custeio o tesouro público haja concorrido ou concorra com mais de cinquenta por cento do patrimônio ou da receita anual, de empresas incorporadas ao patrimônio da União, do Distrito Federal, dos Estados e dos Municípios, e de quaisquer pessoas jurídicas ou entidades subvencionadas pelos cofres públicos.

§1º - Consideram-se patrimônio público para os fins referidos neste artigo, os bens e direitos de valor econômico, artístico, estético, histórico ou turístico.

controle da atuação do Poder Público quanto aos princípios do direito administrativo (moralidade, legalidade, transparência e publicidade).

Desta forma, a ação popular é um importante instrumento de controle social e judicial sobre os atos administrativos, incluindo aqueles relacionados ao exercício das prerrogativas das *golden shares*, assegurando que a atuação Poder Público seja adstrita à constitucionalidade e legalidade.

Outra possibilidade de impugnação de ato administrativo eivado de vício de motivação quanto ao exercício dos poderes da ação de classe especial de titularidade do ente público é o ajuizamento de ação civil pública, conforme previsto na Lei nº 7.347/85.

Como sabido, a ação civil pública é destinada à proteção de direitos difusos, coletivos e individuais homogêneos, nos termos do artigo 1º incisos III e IV da Lei nº 7.347/85, cujo objeto seja o meio ambiente, o consumidor, bens e direitos de valor artístico, estético, histórico, turístico e paisagístico, e qualquer outro interesse difuso ou coletivo.

Especificamente no caso do exercício abusivo do direito de veto ou voto com fundamento nas *golden shares*, a questão central é se esse abuso afeta interesses difusos ou coletivos. Se o abuso no exercício das prerrogativas das *golden shares* causar danos ao patrimônio público ou comprometer a moralidade administrativa, poderá se fundamentar a pretensão inicial com fulcro na violação de direitos coletivos, justificando a propositura da ação civil pública. No entanto, se o impacto for restrito a questões internas da atividade empresarial e não afetar diretamente a coletividade, a ação civil pública não será o instrumento para tanto.

Com isso, o mais apropriado seria ajuizar ação popular que possui uma abrangência maior para se impugnar ato administrativo violador da moralidade administrativa ou até lesivo ao patrimônio público.

Portanto, a ação civil pública pode ser utilizada em determinados casos, desde que se tenha violação direta a direito difuso, coletivo ou individual homogêneo decorrente de abuso no exercício das prerrogativas asseguradas pelas *golden shares*, especialmente quando se trata da proteção do patrimônio público e a moralidade administrativa.

Da mesma forma, é a legitimidade ativa do Ministério Público para questionar judicialmente eventual abusividade no exercício dos direitos assegurados pelas *golden shares*, desde que se tenha violação a direitos difusos, coletivos e individuais homogêneos, ou seja, sua legitimidade é mais restrita não se tendo o amplo espectro de uma ação popular que poderá ser proposta por qualquer cidadão.

Contudo, a despeito de se ter uma abrangente gama de possibilidades de se impugnar judicialmente decisões assembleares, nos casos em que foram instituídas ações de classe

especial no âmbito federal não se apurou na presente investigação qualquer questionamento judicial acerca das manifestações e intervenções da União em Assembleia Geral.

6. CONCLUSÕES

Sem prejuízo das demais conclusões parciais expostas ao longo do trabalho, procuraremos consolidar os principais resultados que nos parecem mais relevantes para, em seguida, apresentar-se o fechamento do trabalho.

A atuação do Estado no mercado é realizada de forma excepcional e subsidiária, intervindo em setores essenciais para sanar lacunas não supridas pelo setor privado, visando o bem-estar social. Essa atuação estatal é efetivada em ocasiões em que são identificadas a necessidade de tutela de relevantes interesses coletivos ou imperativos de segurança nacional, podendo se dar de diversas formas: criação de empresas públicas, participações minoritárias em empresas privadas, subvenções, incentivos e investimentos em pesquisa e tecnologia.

Com a promulgação do Estatuto Jurídico das Estatais (Lei nº 13.303/16) se teve a positivação da busca do equilíbrio entre os interesses dos acionistas públicos e privados, promovendo maior profissionalismo na gestão das estatais e reduzindo a intervenção político-estatal. Oportuno ressaltar que a atuação do Estado como investidor minoritário visa a fomentar negócios e impulsionar setores estratégicos, com poderes limitados de ingerência.

Em determinadas ocasiões, o Estado reputando necessária a alienação de seu controle em sociedades de economia mista, adota políticas de desestatização se valendo de *golden shares* com a finalidade de assegurar prerrogativas de veto e, eventualmente, de voto em deliberações estratégicas da sociedade privatizada sem impor a priorização do interesse público sobre o particular.

Constatou-se no presente estudo que o ente desestatizante titular de *golden shares* não tem capacidade decisória para impor à sociedade privatizada a consecução de objetivos públicos, o qual é característico de empresas públicas. A classe especial de ações não significa compartilhamento de controle societário entre o público e o privado, muito ao reverso cria-se situação de polarização e divisão interna de poderes. Isso porque, a possibilidade de se ter uma intervenção estatal em decisões assembleares de modo a se sobrepor ao interesse do particular traz situação de inegável conflito de interesses ente público e privado.

Como corolário da pesquisa realizada, se tem a *golden share* como expressão do interesse público subjacente na atividade estatal transferida ao particular, sendo que o balizador de sua instituição está ligado às razões expostas pelo legislador para autorizar a criação da sociedade de economia mista ou da empresa pública então desinvestida.

Todavia, ao Estado titular da *golden share* não é facultado, sob o pretexto de defesa do interesse público, a intervenção indiscriminada a empresa desinvestida. Muito pelo contrário, o interesse público tutelado por meio da *golden share* de titularidade do ente público encontra limites nas hipóteses exaustivamente inseridas no estatuto social, ou seja, o interesse público é predeterminado quando da instituição da ação de classe especial, sendo vedada a atuação estatal fora dos limites estabelecidos no instrumento estatutário.

Nesse estudo foram analisados os casos em que houve a instituição de *golden shares* pela União em processo de desestatização de estatais federais, apontando-se as prerrogativas, sua forma de utilização e abrangência de decisões do ente público.

Ao fim do longo caminho percorrido pela presente investigação, restou confirmada a hipótese de que esse instituto assecuratório do interesse público remanescente na atividade da estatal cujo controle foi alienado se mostra atual e útil.

Como demonstrado no curso desse estudo, as prerrogativas garantidas pelas *golden shares* à União são utilizadas em sua plenitude, notadamente, no que diz respeito ao direito de voto, sendo que o fato de não se ter dado efeito ao direito de veto a decisões assembleares tomadas de acordo com o princípio majoritário apontam que o ente público é extremamente cuidadoso e criterioso para se valer de tamanho poder, o qual tem capacidade de gerar drásticas consequências à gestão da companhia e até impactar o valor de mercado de suas ações negociadas em bolsa.

Apurou-se que o acionista minoritário é titular de relevante posição numa sociedade por ações, devendo se pautar pelos mesmos deveres fiduciários que são exigidos do controlador. A União enquanto titular das *golden shares* efetivamente não se valeu dos poderes conferidos para atuar de forma abusiva, muito ao reverso, em todos os documentos analisados, apurou-se que sua conduta foi pautada de lisura, transparência e cautela. Em caso de extrapolação de seus poderes, o que não restou identificado, se mostra viável a decretação de ineficácia do ato administrativo pela via judicial, obstando a indevida intervenção do Estado na atividade econômica, sendo, inclusive, passível de reparação civil se comprovado dano.

Em resposta à pergunta-problema da presente investigação aferiu-se que as ações de classe especial desempenham papel de proteção de interesses estratégicos do país sendo instrumento eficaz para salvaguarda do interesse público remanescente naquela sociedade desinvestida, não se descurando da necessária reanálise quanto a sua adequação ao estágio de desenvolvimento socioeconômico do país para, eventualmente, se implementar adaptação às circunstâncias atuais e concretas do ordenamento pátrio.

Não se pode olvidar da experiência inovadora da Itália, difundida para União Europeia, que é o instituto do *golden power* que se trata de um substitutivo à *golden share*, por meio de uma previsão legal que possibilita ao Estado intervir na gestão de sociedades empresárias que atuam em segmentos estratégicos em defesa do interesse público, independente de se ter ou não desestatização.

Assim, o instituto do *golden power* nos parece como um risco maior ao particular por dar ao Estado um potencial de utilização ainda maior do que as *golden shares*, haja vista que não estão limitadas a atividades empresárias desestatizadas, ou seja, surge mais questionamentos acerca do recrudescimento da potência intervencionista estatal, se isso significa uma evolução ou aprimoramento do instituto que busca salvaguardar o interesse público.

Como se sabe, o Direito Comercial é dinâmico, e como no ordenamento jurídico brasileiro não se tem figura semelhante ao *golden power*, oportuno que a academia aprofunde estudos e discussões acerca do novo instituto para que se alcance o legislador subsidiando a análise da viabilidade de se introduzir o *golden power* ou figura correlata, mesmo que demande adaptações em sua amplitude, no sistema brasileiro. Isso porque, de acordo com a legislação vigente as *golden shares* podem conferir direito a indicação de representantes no Conselho de Administração e Conselho Fiscal, não tendo se apurado essa possibilidade no novo modelo italiano.

Enquanto não se tem uma alteração¹⁸¹ na sistemática da intervenção estatal em atividades estratégicas à soberania nacional em atividades desestatizadas ou não, a ação de classe especial latente no que tange ao direito de veto permanece como uma efetiva advertência ao particular de que o interesse público não pode ser negligenciado por sociedades empresárias que disponham dessa classe acionária. Apontando que a intervenção estatal para vetar uma decisão assemblear é medida tão drástica que, mesmo enquanto potência, pode ter efetividade para salvaguardar interesses estratégicos nacionais.

Concluimos a presente investigação, na expectativa de que o tema ora desenvolvido estimule mais pesquisadores a dar continuidade no desenvolvimento do tema, aperfeiçoando e sanando lacunas que a abordagem ora adotada possa ter deixado.

¹⁸¹ Optou-se por não utilizar a palavra *evolução* por não termos elementos suficientes para afirmar que o *golden power* seja efetivamente uma evolução no instituto que busca assegurar a proteção dos interesses estratégicos nacionais.

7. REFERÊNCIAS

- ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Abuso de minoria em direito societário: abuso das posições subjetivas minoritárias*. 2010. Tese de Doutorado em Direito Comercial - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2010. doi:10.11606/T.2.2010.tde-02082011-142051. Acesso em: 07/05/2024.
- ALMEIDA, Amador Paes de. *Curso de Falência e Recuperação de Empresa*. 25ª ed. São Paulo: Saraiva, 2009.
- ALESSI, Renato. *Sistema Institutionale Del Diritto Amministrativo italiano*. Milano: Dott Antonio Giuffrè Editore. 1960.
- ALEXY, Robert. *Vícios no Exercício do Poder Discricionário*. Doutrinas Essenciais de Direito Administrativo. v. 2, p. 1213 – 1261. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2012.
- ANDRADE DE SÁ, Rafael Vieira de. *O entire fairness test no Direito Norte-Americano: The entire fairness test in American law*. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, v. 79, p. 99-125, São Paulo: 2018.
- ARAGÃO, Alexandre Santos de. *Empresa Público-Privada*. São Paulo: Revista dos Tribunais. vol. 890, dez. 2009.
- _____. *Direito Administrativo Societário – Uma Introdução*. Revista dos Tribunais, v. 974, p. 201-222, São Paulo: RT impresso, 2016.
- ARESU, *Golden power e interesse nazionale: tra geodiritto e geotecnologia*. in *Golden Power*, Dipartimento delle informazioni per la sicurezza, 2019, 116 ss. Disponível em: <<https://www.sicurezzanazionale.gov.it/sisr.nsf/archivio-notizie/il-punto-sul-golden-power-in-un-volume-di-gnosis.html>> acesso em 25/11/2023.
- BARROSO, Luís Roberto. *Neoconstitucionalismo e constitucionalização do Direito (O triunfo tardio do direito constitucional no Brasil)*. Revista De Direito Administrativo, 240, 1–42, 2005. Disponível em: <<https://doi.org/10.12660/rda.v240.2005.43618>> acesso em 15/08/2023.
- _____. *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. Rio de Janeiro: Renovar, 2003. p. 389-434.
- _____. *Curso de Direito Constitucional Contemporâneo: os conceitos fundamentais e a construção novo modelo*. São Paulo, 2ª edição, Saraiva, 2010.
- BASSAN; Fabio. *Dalla golden share al golden power: il cambio di paradigma europeo nell'intervento dello Stato sull'economia a mudança de paradigma*. In *Studi sull'integrazione Europea*, numero 1, anno IX, 2014. p. 57-80. Disponível em: <<https://www.studisullintegrazioneeuropea.eu/Scarico/Rivista%20Studi%200114.pdf>> acesso em 20/11/2023.
- BAUMAN, Zygmunt. *Modernidade Líquida*. Tradução: Plínio Dentzien. Rio de Janeiro: Jorge Zahar, 2001.

BERLE, Adolf A.; MEANS, Gardiner C. *A moderna sociedade anônima e a propriedade privada*. Trad. Dinah de Abreu Azevedo. 2. Ed. São Paulo: Nova Cultural, 1987.

BEVILÁQUA, Clóvis. *Teoria geral do direito civil*. 7. ed. atual. por Achilles Beviláqua e Isaías Beviláqua. Rio de Janeiro: Editora Paulo de Azevedo, 1955.

BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito Societário*. 10ª ed. rev., aum. e atual., Rio de Janeiro: Renovar, 2007.

BRASIL. Constituição (1988). Constituição da República Federativa do Brasil. Brasília, DF: Senado, 1988.

_____. Decreto-lei nº 7.661, de 21 de junho 1945. Lei de Falências. Diário Oficial da União. Brasília, DF, 31 jul. 1945.

_____. Decreto-lei nº 200, de 25 de fevereiro 1967. Dispõe sobre a organização da Administração Federal, estabelece diretrizes para a Reforma Administrativa e dá outras providências. Diário Oficial da União. Brasília, DF, 25 fev. 1967.

_____. Lei nº 11.101, de 09 de fevereiro de 2005. Regula a recuperação judicial, a extrajudicial e a falência do empresário e da sociedade empresária. Diário Oficial da União. Brasília, DF, 09 fev. 2005.

_____. Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Institui o Código Civil. Diário Oficial da União. Brasília, DF, 11 jan. 2002.

_____. Lei nº 13.303, de 10 de janeiro de 2002. Dispõe sobre o estatuto jurídico da empresa pública, da sociedade de economia mista e de suas subsidiárias, no âmbito da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios. Diário Oficial da União. Brasília, DF, 30 jun. 2016.

_____. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial nº 729779 / RJ, da 3ª Turma, Brasília, DF, 16 de fevereiro de 2006.

_____. Supremo Tribunal Federal. Ação Direta de Inconstitucionalidade nº 1.491/DF MC, da Tribunal Pleno, Brasília, DF, 29 de outubro de 2014.

BOBBIO, Norberto. *Teoria do ordenamento jurídico*. 6ª ed, Brasília: Editora UNB, 1995.

BORBA, Gustavo Tavares. *Conflito de interesses no ambiente societário*. São Paulo: Quartier Latin. 2023.

BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito Societário*. 10ª ed. rev., aum. e atual., Rio de Janeiro: Renovar, 2007.

BRESSER-PEREIRA, L. C. *Da administração pública burocrática à gerencial*. Revista do Serviço Público, v. 120, n. 1, 1996.

BULGARELLI, Waldírio. *Regime jurídico da proteção às minorias nas S/A: de acordo com a*

reforma da Lei nº 6404/76. Rio de Janeiro: Renovar, 1998.

CARDOSO, André Guskow. *Governança corporativa, transparência e compliance nas empresas estatais: o regime instituído pela Lei 13.303/2016.* In: JUSTEN FILHO, Marçal (organizador). *Estatuto jurídico das empresas estatais: Lei 13.303/2016.* São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2016, p. 95-119.

CARVALHO FILHO, José dos Santos. *Manual de direito administrativo.* Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2014. 28ª ed.

CAMPINHO, Sérgio. *Falência e Recuperação de Empresa.* 5ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2010.

CANOTILHO, J.J. Gomes. *Direito Constitucional e Teoria da Constituição,* 7ª ed. Coimbra: 2003.

CARREAU, Dominique; TREUHOLD, Robert. *Privatisations, droit boursier et pratiques des marchés.* Revue des sociétés, nº 112. Paris, 1994.

CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas.* 6ª ed. v. 4, tomo 1: arts. 206 a 242a, São Paulo: Saraiva, 2014.

_____. *Comentários à lei de sociedades anônimas.* 5ª ed. v 4. tomo 2. b, São Paulo: Saraiva. 2014.

_____. *Comentários à lei de sociedades anônimas.* 7ª ed. v 1: arts. 1º a 74, São Paulo: Saraiva, 2013.

_____. *Comentários à lei de sociedades anônimas.* 6ª ed. v. 2, arts. 75 a 137. São Paulo: Saraiva, 2014.

CHANG, Ha-Joon. *Kicking away the ladder: development strategy in historical perspective.* Londres: Anthem Press, 2002.

COFFEE JR., John C. *GATEKEEPERS: The Professional and Corporate Governance.* New York: Oxford University Press. 2006.

COELHO, Fábio Ulhôa. *Comentários à nova lei de falência e recuperação de empresas.* São Paulo: Atlas, 2005.

_____. *Curso de Direito Comercial.* São Paulo: Saraiva. 15ª ed. v. 2, 2011.

_____. *Curso de Direito Comercial.* São Paulo: Saraiva. 12ª ed. v. 3, 2011.

COMPARATO, Fabio Konder. *Estado, empresa e função social.* Revista dos Tribunais, São Paulo, v. 85, nº 732, p. 41, out 1996.

_____. *Direito empresarial: estudos e pareceres.* São Paulo: Saraiva, 1995.

_____. *A reforma da empresa*. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, São Paulo, no 50, p. 60, abr./jun. 1983.

CORRÊA-LIMA, Osmar Brina; CORRÊA-LIMA, Sérgio Mourão (coordenação). *Comentários à nova lei de falência e recuperação de empresas: Lei nº 11.101, de 09 de fevereiro de 2005*. Rio de Janeiro: Forense, 2009.

_____. *O acionista minoritário no direito brasileiro*. Rio de Janeiro: Forense, 1994.

COSTA, Pietro; e ZOLO, Danilo. *O Estado de Direito: história, teoria e crítica*. Tradução de Carlos Alberto Dastoli. São Paulo: Martins Fontes, 2006,

CUNHA, Leonardo Carneiro da. *Controle Judicial do Poder Discricionário*. Doutrinas Essenciais de Direito Administrativo. v. 3, p. 291 – 308. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2012.

DALLARI, Adilson Abreu. *Empresa estatal prestadora de serviços públicos Natureza jurídica - repercussões tributárias*. Revista de Direito Público RDP, ano 23, n. 94, p. 94-108, abr./jun. 1990.

DAVID, René. *Os Grandes Sistemas do Direito Contemporâneo*. 4. ed., São Paulo: Martins Fontes, 2002.

DELLEY, Jean-Daniel; FLÜCKIGER, Alexandre. *A elaboração racional do direito privado: da codificação à legística*. Cadernos da Escola do Legislativo, Belo Horizonte, v.9, n.14, jan./dez. 2007.

DE LUCCA, Newton. *O regime jurídico da empresa estatal no Brasil*. Tese (livre-docência em Direito). Universidade de São Paulo, São Paulo, 1986.

_____. *Abuso do direito de voto de credor na assembleia geral de credores prevista nos arts. 35 a 46 da Lei 11.101/2005*. In: FRANÇA, Erasmo Valladão e Novaes. Liber Amicorum. ADAMEK, Marcelo Vieira von (coord.). *Temas de direito societário e empresarial contemporâneos*. São Paulo: Malheiros, 2011.

_____; DOMINGUES, Alessandra de Azevedo; LEONARDI ANTONIO, Nilva M. (coord.) – *Direito Recuperacional -Aspectos Teóricos e Práticos*. Vol. 2, São Paulo: Quartier Latin, 2012.

_____. In: CORRÊA-LIMA, Osmar Brina; CORRÊA-LIMA, Sérgio Mourão (coordenação). *Comentários à nova lei de falência e recuperação de empresas: Lei nº 11.101, de 09 de fevereiro de 2005*. Rio de Janeiro: Forense, 2009.

DI PIETRO, Maria Sylvia Zanella. *Direito Administrativo*. 36ª. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2023.

DINIZ, Maria Helena. *Curso de direito civil brasileiro*. 18ª. ed. São Paulo: Saraiva, 2002. v 1.

DWORKIN, Ronald. *Levando os Direitos a Sério*. São Paulo: Martins Fontes, 2002.

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

_____. GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de Capitais – regime jurídico*. 3. Ed revista e ampliada. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

ENTERRÍA, Eduardo García de. *Democracia, jueces y control de la administración*. 3. Ed. ampl. Madrid: Civitas, 1997.

FARIA, Yasmin Anna Paula Renzo. *As golden shares detidas pela União no capital da Embraer S.A. e Vale S.A.* Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, vol. 69. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2015, p. 277 - 295.

FARIAS, Cristiano Chaves de; e ROSENVALD, Nelson. *Direito Civil - Teoria Geral*. 8ª ed. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2010.

FAZZIO JUNIOR, Waldo. *Manual de Direito Comercial*. 7 ed. São Paulo: Atlas, 2006.

FEDERICO, Andrea. *Autonomia Negoziiale e Discrezionalità Amministrativa: gli “accordi” tra privati e pubbliche amministrazioni*. Edizioni Scientifiche Italiane, Napoli. 1999.

FÉRES, Marcelo Andrade. *O estado empresário: reflexões sobre a eficiência do regime jurídico das sociedades de economia mista na atualidade*. Revista de Direito do Estado, Rio de Janeiro: Renovar, nº 6, 2007. Disponível em:

<<https://bd.tjdft.jus.br/jspui/bitstream/tjdft/10526/1/O%20Estado%20Empres%20c3%a1rio.pdf>> acesso em: 17/01/2024.

FERRARI, Erminio. *La Società “Pubblica”*. In: DOMENICHELLI, Vittorio (coord.). *La Società “Pubblica” tra Diritto Privato e Diritto Amministrativo*. Padova: CEDAM, 2008. p. 173-175.

FERRARINI, Guido A. *One Share – One Vote: A European Rule?* (January 2006). ECGI – Law Working Paper nº 58/2006. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.875620>>. Acesso em: 16/03/2024.

FERRAZ, Luciano. Além da sociedade de economia mista. *Revista de Direito Administrativo*, [S. l.], v. 266, p. 48–68, 2014. DOI: 10.12660/rda.v266.2014.32140. Disponível em: <<https://periodicos.fgv.br/rda/article/view/32140>>. Acesso em: 14/04/2025.

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Conflitos de interesses nas assembleias de S.A.* São Paulo: Malheiros, 1993.

FRAZÃO, Ana. O abuso do poder de controle na Lei das Estatais. In NORONHA, João Otávio de; Frazão, Ana; MESQUITA, DANIEL AUGUSTO (Coord.). *Estatuto Jurídico das Estatais: análise da Lei n. 13.303/2016*. Belo Horizonte: Fórum, 2017. P. 107-140.

GABARDO, Emerson; e REZENDE, Maurício Corrêa de Moura. *O conceito de interesse público no direito administrativo brasileiro*. Revista Brasileira de Estudos Políticos, Belo Horizonte, n. 115, p. 267 – 318. 2017. Disponível em: <<https://pos.direito.ufmg.br/rbep/index.php/rbep/article/view/516/435>> acesso em 09/05/2024.

GASPARINI, Diogenes. *Direito Administrativo*. 11. ed. São Paulo: Saraiva, 2006.

GIANNINI, Massimo Severo. *Il Potere Discrizionale dela Pubblica Amministrazione*. Milano, 1939, 72 ss. In *Direito Amministrativo*. Milano, 1988.

GRAU, Eros Roberto. *A Ordem Econômica na Constituição de 1988*. 14ª ed., São Paulo: Malheiros, 2010.

_____. *Elementos de direito econômico*, São Paulo, Editora Revista dos Tribunais, 1981.

_____. *Lucratividade e função social nas empresas sob controle do Estado*. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, São Paulo, nº 55, p. 35-59, jul./set. 1984.

GUSTIN, Miracy B. S., DIAS, Maria Tereza Fonseca. *(Re) pensando a pesquisa jurídica: teoria e prática*. 2. ed. Belo Horizonte: Del Rey, 2006.

HABERMAS, Jürgen. *Direito e democracia: entre facticidade e validade*. Flávio Beno Siebeneichler (Trad.). Rio de Janeiro: Tempo Brasileiro, 2003. 2. v. 352 p.

_____. *A inclusão do outro*. Tradução de George Sperber e Paulo Astor Soethe. São Paulo: Edições Loyola, 2002.

IBGC. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. *Código das melhores práticas de governança corporativa*. 5. ed. São Paulo: IBGC, 2015.

JAEGER, Pier Giusto. *O Interesse Social*. José Estevam de Almeida Prado (Tradução). São Paulo: Quartier Latin, 2022.

JUSTEN FILHO, Marçal. *Curso de Direito Administrativo*. 12 ed. São Paulo: Ed. RT, 2016.

_____. (organizador) *Estatuto jurídico das empresas estatais: Lei 13.303/2016*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2016.

KRAAKMAN, Reinier R.; DAVIES, Paul; HANSMANN, Henry; HERTIG, Gérard; KANDA, Hideki e ROCK, Edward B. *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*. Oxford, Oxford University Press, 2017.

_____. *A Anatomia do Direito Societário: Uma abordagem Comparada e Funcional*. Trad. Mariana Pargendler. São Paulo: Editora Singular, 2018.

KRELL, Andreas J. *Interesse Público (primário) e Interesses Difusos no Direito Ambiental. O aspecto político de sua concretização*. Revista de Direito Ambiental, v. 63, p. 11 – 48. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011.

LAMY FILHO, Alfredo; e BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (coordenação). *Direito das Companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009.

LEAL, Victor Nunes. *Poder discricionário e ação arbitrária da Administração*. In: LEAL, Victor Nunes. (Org.). *Problemas de Direito Público e outros problemas*. Brasília: Ministério da Justiça, 1997.

LIPANI, Damiani; MAZZONCINI, Luigi. *Italy*, in *Foreign Direct Investment Regulation Guide*, I, Law Business Research Ltd, London, 2021.

LUHMANN, Niklas. *Sociologia do direito I*. Gustavo Bayer (Trad.). Rio de Janeiro: Tempo Brasileiro, 1983.

MAMEDE, Gladston. *Direito empresarial brasileiro*. São Paulo: Atlas 2008.

MARINELA, Fernanda. *Direito Administrativo*. 5ª ed. Niterói: Impetus, 2011.

MARTINS, Fran. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. Revista e atualizada por Roberto Papini. 4ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2010.

MATOS FILHO, José C. e OLIVEIRA, Carlos W. A.. *O Processo de Privatização das Empresas Brasileiras*. IPEA, Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada, maio de 1996. Disponível em: <https://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/1836/1/td_0422.pdf> acesso em 30/01/2024.

MARCATUONO, Cosimo. *Il Golden Power ed il foreign Direct Investment Screening in Italia ed Europa*. 2021/2022. Tesi di *Cattedra di European Business Law - Dipartimento di Giurisprudenza* da faculdade Luiss Guido Carli University, Roma, 2022. Disponível em: <https://tesi.luiss.it/34651/1/153363_MARCANTUONO_COSIMO.pdf> acesso em 18/02/2025.

MAXIMILIANO, Carlos. *Hermenêutica e Aplicação do Direito*. 21ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

_____. *Hermenêutica e Aplicação do Direito*. 21ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017. *apud* BAUDRY-LACANTINERIE, Gabriel; HOUSQUES-FOURCADE, Maurice. *Traité Théorique et Pratique de Droit Civil, Des Personnes*. 2ª ed., vol. I, nº 123. Paris: Librairie de la société du recueil général des lois et des arrêts. 1902.

MAZZUCATO, Mariana. *O estado empreendedor: desmascarando o mito do setor público vs. Setor privado*. Tradução Elvira Serapicos. 1ª ed. São Paulo: Portifólio-Penguin, 2014.

MEDAUAR, Odete. *Direito administrativo moderno*. 18ª ed. rev. e atual. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2014.

MELLO, Celso Antônio Bandeira de. *Curso de Direito Administrativo*. 22ª ed. rev. e atual. São Paulo: Malheiros, 2006.

_____. *Curso de Direito Administrativo*. 30ª ed. rev. e atual. São Paulo: Malheiros, 2013.

_____. *Discrecionalidade e controle jurisdicional*. 2. ed. São Paulo: Malheiros, 2000.

MINERVINI, Vittorio. *Il ritorno dello Stato salvatore. Nuovi paradigmi (post Covid) nel rapporto fra Stato e mercato?*, in *Mercato Concorrenza Regole*, 2020.

MONTEIRO, Washington de Barros. *Curso de direito civil*, v. I. São Paulo: Saraiva, 1976.

MOSCOGLIOTO, Marcelo. *A sociedade de economia mista tem imunidade falimentar?* In: CONRADO, Paulo César (coordenação). *Direito Público Atual*, 1ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2003.

MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Transferência de controle nas companhias sem controlador majoritário*. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; MOURA AZEVEDO, Luís André N. de (coord.). *Poder de controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2010. p. 289.

_____. *Empresa contemporânea e o direito societário*. São Paulo: Juarez de Oliveira, 2002.

MUSACCHIO, Aldo; LAZZARINI, Sergio. *Reinventando o capitalismo de Estado: o Leviatã nos negócios: Brasil e outros países*. Tradução de Afonso Celso da Cunha Serra. 1. ed. São Paulo: Portfolio-Penguin, 2015.

NAPOLITANO, Giulio. *L'irresistibile ascesa del golden power e la rinascita dello Stato doganiere*, in *Giornale di diritto amministrativo*, v. 5, 2019, p. 549 ss.

NESTER, Alexandre Wagner. *O exercício do poder de controle nas empresas estatais*. In: JUSTEN FILHO, Marçal (organizador). *Estatuto jurídico das empresas estatais: Lei 13.303/2016*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2016, p. 121-138.

OLIVEIRA, Fernão Justen de. *Os administradores das empresas estatais*. In: JUSTEN FILHO, Marçal (organizador). *Estatuto jurídico das empresas estatais: Lei 13.303/2016*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2016, p. 141-167.

_____. *O conselho de Administração nas empresas estatais*. In: JUSTEN FILHO, Marçal (organizador). *Estatuto jurídico das empresas estatais: Lei 13.303/2016*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2016, p. 171-182.

PACHECO, José da Silva. *Processo de Recuperação Judicial, Extrajudicial e Falência*. 3ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2009.

PELA, Juliana Krueger. *As golden shares no direito societário brasileiro*. 1. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2012. v. 1.

_____. *Origem e desenvolvimento das golden shares*. Revista da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, v. 103, p. 187-238, 2008. Disponível em <https://www.revistas.usp.br/rfdusp/article/view/67803/70411> acesso em 17/09/2023.

PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de direito civil: introdução ao direito civil, teoria geral de direito civil*. 23. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2007. p. 54-56.

PINTO JUNIOR, Mário Engler. *Empresa Estatal: Funções Econômicas e Dilemas Societários*. 2ª Ed. São Paulo: Atlas, 2014.

RADBRUCH, Gustav. *Introdução à Filosofia do Direito*. (Jacy de Souza Mendonça trad.). São Paulo. Martins Fontes, 2010.

RATHENAU, Walther. *La realtà delle società per azioni: riflessioni suggerite dall'esperienza degli affari*. Rivista delle Società, anno 5, p. 913-947, Milão: A. Giuffrè, 1960. Disponível em <https://www.academia.edu/41411958/Walther_Rathenau_La_realt%C3%A0_della_societ%C3%A0_per_azioni_Riflessioni_suggerite_dall_esperienza_degli_affari_1960?sm=b>, acesso em: 06/05/2024.

REALE, Miguel. *Lições Preliminares de Direito*. 25. ed., São Paulo: Saraiva, 2001.

RESENDE, MARIA LETÍCIA RODRIGUES GUIMARÃES ARAÚJO. *Limites à aplicação da teoria dos motivos determinantes do ato administrativo*. Belo Horizonte: UFMG (dissertação de mestrado), 2016. Disponível em: <https://repositorio.ufmg.br/bitstream/1843/BUBD-AYFMZ6/1/v.f._disserta_o_03.05_v._f._deposito.pdf> acesso em 26/06/2024.

RIBEIRO, Márcia Carla Pereira; ALVES, Rosângela do Socorro. *Por um estatuto jurídico para as sociedades estatais que atuam no mercado*. 58 f. IV Prêmio DEST Monografias: Empresas estatais. Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão. Brasília, 2009. Disponível em <http://www.planejamento.gov.br/secretarias/upload/Arquivos/dest/premio_dest> acesso em: 17/10/2017.

RIVERO, Jean. *Direito Administrativo*. Coimbra: Almedina, 1981.

RODRIGUES, Nuno Cunha. *Golden-shares: as empresas participadas e os privilégios do Estado enquanto accionista minoritário*. Coimbra: Coimbra, 2004.

SANDULLI, Aldo. *Le relazioni fra Stato e Unione Europea nella pandemia, con particolare riferimento al golden power*, in *Diritto pubblico*, 2020, p. 405-420. Disponível em <<https://www.rivisteweb.it/doi/10.1438/98079>>, acesso em 13/11/2023.

SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Novo Direito Societário*. 3ª ed. São Paulo: Malheiros, 2006.

SARFERT, Thereza Maria. *Técnicas de Privatização. A experiência brasileira*. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro v. 117, São Paulo: Malheiros, 2000. p. 182-278.

SCALZILLI, João Pedro, SPINELLI, Luis Felipe, TELLECHEA, Rodrigo. *Recuperação de empresas e falência – Teoria e Prática na lei 11.101/2005*. São Paulo: Almedina, 2016.

SCHWIND, Rafael Wallbach. *O Estado Acionista: Empresas Estatais e Empresas Privadas com Participação Estatal*. São Paulo: Almedina, 2017.

SEINCMAN; Ana Gabriela. *A Oferta Pública de Aquisição de ações por alienação de controle (minoritário)*. In Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais. v. 80, São Paulo: Revista dos Tribunais, 2018, p. 159 – 191.

SERAFIN, Giulia. *Golden power: vecchi problemi e nuovi temi societari*. Rivista Orizzonti del Diritto Commerciale Fascicolo 2, 2021, p. 1007-1056. Disponível em: <http://www.rivistaodc.eu/Tool/NewsletterArchive/Detail/view_html?id_newsletter=28&anno_rivista=2021> acesso em 03/01/2024.

SILVA, Danielle Souza de Andrade. Interesse público: necessidade e possibilidade de sua definição no direito administrativo. *Estudantes Caderno Acadêmico*, Recife/PE, v. 6, n.6, p. 129-145, 2000. Disponível em:

<https://www.jfpe.jus.br/images/stories/docs_pdf/biblioteca/artigos_periodicos/DanielleSouza deAndrade/InteressepubliconecessidadeepossibilidadeEstudantescadernoacademicon62000.pdf> Acesso em: 17/01/2024

SIMIONATO, Frederico Augusto Monte. *Tratado De Direito Falimentar*. 1ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2008.

_____. *Tratado de Direito Societário*, vol.1. 1ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2009.

SCHREIBER, Anderson. *O princípio da função social do contrato no Código Civil de 2002*. *Revista de Direito Privado*, São Paulo, v. 6, n. 22, p. 9-32, abr./jun. 2005.

STIGLITZ, Joseph E. *Povo, Poder e Lucro: capitalismo progressista para uma era de descontentamento*. Tradução Alessandra Bonrruquer. 4ª ed. Rio de Janeiro: Record, 2022.

SUNDFELD, Carlos Ari. *Discrecionariade e revogação do ato administrativo*. *Revista de Direito Administrativo*, São Paulo, v. 6/2018, p. 379-390, jul./set 2018.

THOMAS, Naveen. *Golden Shares and Social Enterprise*. *Harvard Business Law Review* 201. 2022. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=3810992>> acesso em 08/05/2024.

TONIN, Mayara Gasparoto. *Sociedade de economia mista: a importância da observância do interesse privado na consecução do interesse público*. *Informativo Eletrônico Justen*, Pereira, Oliveira e Talamini, Curitiba, n 94, dezembro de 2014, disponível em <www.justen.com.br/informativo>, acesso em 22/09/2017.

VALVERDE, Trajano de Miranda. *Comentários à Lei de Falências*. 3ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 1962.

VAN BEKKUM, Jaron. *Golden Shares: A New Approach*. *European Company Law*, v. 7, nº 1, 2010. Disponível em <<https://ssrn.com/abstract=1684030>> acesso em 08/05/2024.

VERÇOSA, Haroldo Malheiros Dulclerc. *Direito Comercial – Sociedades Por Ações*. Vol. 3. São Paulo: Revista dos Tribunais. 2014.

VILLATA, Ricardo. *Il Provvedimento Amministrativo italiano*. Torino: G. Giappichelli Editore, 2000.

WALD, Arnoldo. *As sociedades de economia mista e as empresas públicas no direito comparado*. *Revista Forense*, Rio de Janeiro, v. 152, p. 510 - 523, mar./abr. 1954.

WILLIAMSON; Oliver E. *Corporate Finance and Corporate Governance*. *The Journal of Finance*, vol. 43. n. 3. Chicago, 1988. Disponível em: <https://www.researchgate.net/publication/4912426_Corporate_Finance_and_Corporate_Governance> acesso em 17/02/2025.