

**FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS
ESCOLA DE DIREITO DO RIO DE JANEIRO
FGV DIREITO RIO**

RENATO FERREIRA DOS SANTOS

**O PAPEL DO ESTADO COMO ACIONISTA CONTROLADOR
DE SOCIEDADES DE ECONOMIA MISTA:
LIMITES E RESTRIÇÕES À PERSEGUIÇÃO
DO INTERESSE PÚBLICO**

**RIO DE JANEIRO
2017**

**FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS
ESCOLA DE DIREITO DO RIO DE JANEIRO
FGV DIREITO RIO**

Mestrado em Direito da Regulação

RENATO FERREIRA DOS SANTOS

**O PAPEL DO ESTADO COMO ACIONISTA CONTROLADOR
DE SOCIEDADES DE ECONOMIA MISTA:
LIMITES E RESTRIÇÕES À PERSEGUIÇÃO
DO INTERESSE PÚBLICO**

Dissertação para obtenção de grau de mestre apresentada
à Escola de Direito do Rio de Janeiro da Fundação
Getúlio Vargas

Área de concentração: Direito da Regulação

Orientador: Antonio José Maristrello Porto

RIO DE JANEIRO
2017

Santos, Renato Ferreira dos

O papel do Estado como acionista controlador de sociedades de economia mista : limites e restrições à perseguição do interesse público / Renato Ferreira dos Santos. – 2017.

127 f.

Dissertação (mestrado) - Escola de Direito do Rio de Janeiro da Fundação Getulio Vargas.

Orientadora: Antonio José Maristrello Porto.

Inclui bibliografia.

1. Direito regulatório. 2. Direito administrativo. 3. Sociedades de economia mista.
4. Empresas públicas. I. Porto, Antonio José Maristrello. II. Escola de Direito do Rio de Janeiro da Fundação Getulio Vargas. III. Título.

CDD - 341.32261

RENATO FERREIRA DOS SANTOS

"O PAPEL DO ESTADO COMO ACIONISTA CONTROLADOR DE SOCIEDADES DE ECONOMIA MISTA: LIMITES E RESTRIÇÕES À PERSEGUIÇÃO DO INTERESSE PÚBLICO".

dissertação apresentado(a) ao Curso de Mestrado Acadêmico em Direito da Regulação do(a) Escola de Direito do Rio de Janeiro para obtenção do grau de Mestre(a) em Direito da Regulação.

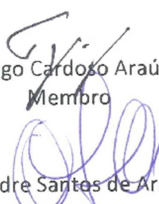
Data da defesa: 05/02/2018

ASSINATURA DOS MEMBROS DA BANCA EXAMINADORA



Antônio José Marins Mello Porto
Orientador(a)

Sérgio Antônio Silva Guerra
Membro



Thiago Cardoso Araújo
Membro

Alexandre Santos de Aragão
Membro

Aos meus pais, Nancy e Paulo Roberto, que
me deram o direito de sonhar.

AGRADECIMENTOS

Primeiramente, aos meus pais, Paulo Roberto e Nancy, pelo amor incondicional, apoio e investimento na minha formação pessoal e acadêmica, desde meus primeiros passos no Colégio de São Bento até os dias atuais. Todos os agradecimentos não seriam suficientes para compensar tudo isso.

Aos meus familiares e à minha namorada, Vivian, pela compreensão nos momentos de ausência e por me acompanhar ao longo da minha trajetória acadêmica e profissional (permito-me incluir o Thor, companheiro de muitas horas de trabalho).

A todos os amigos e colegas que de alguma forma contribuíram para a elaboração desse trabalho, seja com sugestões que enriqueceram o seu resultado final, seja com a sua inspiradora convivência.

Um agradecimento especial ao meu orientador, Antonio José Maristrello Porto, que contribuiu decisivamente para o resultado final deste trabalho, por todo o apoio e verdadeira orientação, na melhor acepção da palavra, ao longo de todo o programa de Mestrado.

E aos Profs. Sérgio Guerra e Thiago Cardoso Araújo, pelas valiosas sugestões e críticas apresentadas na banca de qualificação.

*"O que você faria se soubesse que não iria
falhar?"*

(Robert Schuller)

RESUMO

O presente trabalho tem por objetivo examinar os limites e restrições à atuação do Estado como acionista controlador de sociedades de economia mista, nas hipóteses em que se admite a atenuação ou o sacrifício da lucratividade de tais companhias com o objetivo de realizar o interesse público que justificou a sua criação. Para esse fim, o estudo analisará as bases constitucionais para a criação de tais sociedades, bem como as finalidades social e econômica com que são constituídas as sociedades de economia mista. Em seguida, esta dissertação discutirá os limites impostos pelo art. 238 da Lei nº 6.404/76 e pelas novas disposições aplicáveis da Lei nº 13.303/16, bem como a possibilidade, à luz do regramento legal, de utilização de tais companhias para objetivos macroeconômicos e para a promoção de políticas públicas. Ao longo do presente trabalho, será analisado, ainda, o conflito de interesses que decorre do duplo papel do Estado em relação às sociedades de economia mista, atuando, a um só tempo, como regulador e controlador. Será examinada, ainda, a possibilidade de compensação da companhia e/ou dos acionistas privados por prejuízos suportados com a execução de operações deficitárias com vistas a realizar o interesse público que justificou a criação da sociedade. Ao final, o trabalho apresentará as principais formas de controle das sociedades de economia mista, em especial o seu controle pelo Poder Executivo e o seu controle societário, na perspectiva do acionista controlador, assim como uma crítica a decisões relevantes recentemente proferidas a propósito do tema deste trabalho.

Palavras-chave: Empresa Estatal. Sociedade de economia mista. Finalidade social. Finalidade econômica. Acionista controlador. Poder de controle. Interesse público. Conflito de interesses. Abuso de poder de controle. Compensação.

ABSTRACT

The purpose of this dissertation is to examine the limits and restrictions imposed to the State as controlling shareholder of mixed-ownership companies (*sociedades de economía mista*), when it sacrifices the profitability of such companies to pursue the public interest that justified the incorporation of the company. The study shall analyze the constitutional basis for the incorporation of this kind of companies, as well as its social and economic purposes. Afterwards, this dissertation shall discuss the restrictions imposed by Article 238 of Law No. 6,404/76 and by the new provisions of Law No. 13,303/16, as well as the feasibility of the use of such companies to achieve macroeconomic goals and to put into practice public policies. Throughout this work, it will also be discussed the conflict of interests arising from the dual role of State vis-à-vis the state-owned entities, acting as controlling shareholder and regulator at the same time. In addition, this dissertation shall assess whether the company and/or its private shareholders should be entitled to receive a compensation for any losses incurred by the company as a result of the execution of loss-making transactions carried out with the purpose to pursue the public interest that justified the incorporation of the company. Finally, the work shall present the main types of control to which the mixed-ownership companies are subject, under the perspective of the controlling shareholder, as well as a critical judgement to certain relevant decisions recently issued in connection with the subject matter of this dissertation.

Keywords: State-owned entities. Mixed-ownership companies. Controlling shareholder. Social purpose. Economic purpose. Public interest. Conflict of interests. Abusive behavior of the State as controlling shareholder.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	10
1. BASE CONSTITUCIONAL: AS SEMs COMO MECANISMO DE INTERVENÇÃO DO ESTADO NO DOMÍNIO ECONÔMICO	21
1.1 Finalidade social.....	29
1.2 Finalidade econômica.....	33
2. A ATUAÇÃO DO ESTADO COMO ACIONISTA CONTROLADOR DAS SOCIEDADES DE ECONOMIA MISTA.....	44
2.1 A atuação estatal como risco concreto ao acionista minoritário: previsibilidade necessária	44
2.2 O art. 238 da LSA e o sacrifício da lucratividade	46
2.3 As novas disposições da Lei nº 13.303/2016	64
2.4 A utilização das SEMs como instrumento de regulação	67
2.5 O conflito entre as posições de regulador e de controlador do Estado.....	74
2.6 Compensação nas hipóteses de sacrifício da lucratividade da companhia.....	80
3. FORMAS DE CONTROLE DA SOCIEDADE DE ECONOMIA MISTA	89
3.1 Controle pelo Poder Executivo	91
3.2 O efetivo exercício do controle societário.....	95
4. ANÁLISE DE DECISÕES RECENTES SOBRE A MATÉRIA	99
4.1 Caso Petroquisa	100
4.2 Caso Eletrobras	104
CONCLUSÃO	111
REFERÊNCIAS.....	122

INTRODUÇÃO

A política econômica brasileira foi, em diversos momentos, fortemente influenciada por um viés intervencionista, com importante ingerência do Estado na economia. Historicamente, o país optou, em diversos momentos, por adotar o modelo econômico desenvolvimentista^{1,2}, baseado na participação ativa do Estado como propulsor do crescimento da produção industrial e do investimento em infraestrutura, como forma de impulsionar o crescimento econômico.

Essa intervenção ocorreu mais frequentemente sob duas formas: (i) a primeira, pela atuação direta do Estado em diversos setores da economia (tais como os setores de infraestrutura, como energia e óleo e gás, e setor bancário) através de empresas estatais — notadamente as empresas públicas, nas quais o Estado é o único titular de ações³, e sociedades de economia mista (que serão referidas como “SEMs” no decorrer deste trabalho), em que o

¹ Luiz Carlos Bresser Pereira assim sintetiza a corrente do desenvolvimentismo: “Como o Brasil ou o México eram países periféricos ou dependentes, cuja revolução industrial estava ocorrendo 150 anos após a da Grã-Bretanha e mais de 100 anos após a dos Estados Unidos, seu notável desenvolvimento entre os anos 1930 e 1970 só foi possível na medida em que esses países foram capazes de usar o Estado como instrumento para definir e implementar uma estratégia nacional de desenvolvimento. O papel do Estado não era o de substituir o mercado pelo Estado mas, ao contrário, de fortalecê-lo, a fim de permitir que ele criasse as condições necessárias para que as empresas pudessem investir e inovar. Todos os países, começando pela própria Grã-Bretanha, precisaram de uma estratégia nacional de desenvolvimento para realizar suas revoluções industriais e para continuar a se desenvolver. O uso de uma estratégia nacional de desenvolvimento foi particularmente evidente entre os países de desenvolvimento tardio como a Alemanha e o Japão, que nunca se caracterizaram pela dependência. Os países periféricos, por outro lado, como o Brasil e outros países latino-americanos que passaram pela experiência colonial, continuaram ideologicamente dependentes do centro após sua independência formal. Tanto os países centrais de desenvolvimento tardio como as antigas colônias precisaram formular estratégias nacionais de desenvolvimento, mas a tarefa foi mais fácil para os primeiros. No caso dos países periféricos, houve o obstáculo adicional de enfrentar sua própria ‘dependência’, ou seja, a submissão das elites locais às dos países centrais, que estavam interessadas apenas em seu próprio desenvolvimento. O desenvolvimentismo era nacionalista porque, para se tornarem industriais, esses países precisaram constituir seus estados nacionais. *O nacionalismo presente no desenvolvimentismo era a ideologia para formar um estado nacional; era a afirmação de que, para se desenvolver, os países precisavam definir suas próprias políticas e instituições.* Países centrais tardios também usaram estratégias desenvolvimentistas, embora não fossem assim denominadas, exceto no caso do Japão, que Chalmers Johnson (1982), em seu clássico estudo do MITI, chamou de ‘estado desenvolvimentista’. Como eram nacionalistas, eles sempre seguiram seus próprios critérios e não os critérios de seus concorrentes na formulação de políticas, e usaram deliberadamente seus Estados para promover o desenvolvimento.” (**Globalização e Competição**. Rio de Janeiro: Elsevier-Campus, 2009, p. 76)

² Na linha da perspectiva desenvolvimentista de que se tratou anteriormente, vale mencionar o teor do art. 7º do Decreto-lei nº 200/67, segundo o qual: “A ação governamental obedecerá a planejamento que vise a promover o desenvolvimento econômico-social do País e a segurança nacional, norteando-se segundo planos e programas elaborados (...)”.

³ Conforme a definição do art. 3º da Lei nº 13.303/16, empresa pública é “a entidade dotada de personalidade jurídica de direito privado, com criação autorizada por lei e com patrimônio próprio, cujo capital social é integralmente detido pela União, pelos Estados, pelo Distrito Federal ou pelos Municípios.”

Estado participa do capital social juntamente com investidores privados⁴ — criadas para desenvolver atividades econômicas (aqui referidas em sentido lato, como gênero do qual são espécies as atividades econômicas em sentido estrito e os serviços públicos⁵) consideradas relevantes ou estratégicas; (ii) a segunda, mediante a imposição de rigorosas exigências legais a agentes econômicos privados (exigências essas que costumam variar, em termos de intensidade, de acordo com o período histórico ou a orientação dos governantes eleitos).

Nesse sentido, conquanto a orientação da economia brasileira, em termos ideológicos, tenha certamente variado ao longo do tempo, é correto afirmar que o Brasil jamais viveu uma experiência verdadeiramente liberal, na medida em que a participação estatal no campo econômico, embora reduzida em alguns momentos (como, por exemplo, na década de 1990, com a criação do Programa Nacional de Desestatização, instituído pela Lei nº 8.031/90, com o objetivo declarado de reordenar a posição estratégica do Estado na economia, transferindo a realização de certas atividades à iniciativa privada), jamais foi insignificante.

De fato, diz-se que a política econômica nacional jamais teve viés liberal porque o Estado Brasileiro, desde o início do século XX, notabilizou-se por sua incisiva atuação no campo econômico, inclusive através das empresas estatais. Fato é que, mesmo após algumas reformas ditas liberalizantes no ambiente econômico brasileiro, como a adoção do modelo de agências reguladoras e a redução da participação direta do Estado em empresas que desenvolvem atividades econômicas consideradas relevantes (no âmbito das privatizações levadas a efeito na década de 1990) — movimento conhecido na doutrina administrativista como a passagem de um Estado intervencionista para um Estado regulador⁶ —, não se pode dizer que o modelo capitalista brasileiro tenha se desvinculado da influência significativa do Estado, que continua sendo o controlador de algumas das principais companhias brasileiras (por exemplo, Petrobras, Banco do Brasil e Eletrobras), além de deter participação indireta

⁴ O art. 4º da mesma Lei nº 13.303/16 define sociedade de economia mista como “a entidade dotada de personalidade jurídica de direito privado, com criação autorizada por lei, sob a forma de sociedade anônima, cujas ações com direito a voto pertençam em sua maioria à União, aos Estados, ao Distrito Federal, aos Municípios ou a entidade da administração indireta.”

⁵ Para uma melhor exposição da dicotomia entre atividades econômicas em sentido estrito e serviços públicos, assunto que foge ao escopo do trabalho, ver: GRAU, Eros Roberto. **A ordem econômica na constituição de 1988**. 15. ed. São Paulo: Malheiros, 2006.

⁶ Segundo Domenico Majone: “O novo modelo, que começou a surgir no fim dos anos 70, inclui a privatização, a liberalização, a reforma dos esquemas de bem-estar e também a desregulação.” (**Do estado positivo ao estado regulador**. In: MATTOS, Paulo Todescan Lessa (Coord.). *Regulação Econômica e Democracia: o debate europeu*. São Paulo: Singular, 2006.

(e.g., por meio de fundos de pensão) em diversas outras (sendo a Vale um dos exemplos mais emblemáticos)⁷.

Como observa Sérgio G. Lazzarini:

A influência do governo também se observa, indiretamente, pela ascendente centralidade dos fundos de pensão estatais. A diretoria desses fundos é, em geral, composta por representantes eleitos dos funcionários (contribuintes) e executivos indicados pelas empresas patrocinadoras (estatais). Como o alto escalão das estatais normalmente envolve ‘pessoas de confiança’ (leia-se: integrantes da coalizão política reinante), o canal de influência do governo sobre os fundos é facilmente estabelecido.⁸

Como se disse, um dos veículos mais frequentemente utilizados na experiência brasileira para consumir essa participação do Estado no domínio econômico foi a criação de empresas estatais, que têm peso decisivo na economia brasileira.

Antes de se tratar dos problemas atualmente vivenciados pelas sociedades de economia mista — e até para que se possa melhor compreender como se chegou ao momento atual de tais companhias —, convém recordar brevemente a evolução histórica de tais sociedades no Brasil, verificando quando e com que finalidade esse tipo de companhia foi criada ao longo dos últimos séculos, sem perder de perspectiva o momento pelo qual passava o país, em termos de condução de política econômica.

Inicia-se com a recordação de que o processo brasileiro de industrialização foi pautado por expressivos investimentos e intensa participação estatal, inspirado pelo desenvolvimentismo econômico, ideologia que predominou ao longo de grande parte do século XX nas diversas esferas governamentais brasileiras.

De acordo com essa corrente, tendo iniciado tardiamente o seu processo de industrialização, o Brasil não poderia prescindir da participação decisiva e direta do Estado na economia, tanto para a prestação direta de serviços e atividades como para o seu financiamento, quando tais atividades eram prestadas por particulares. Isso porque não haveria no país, à época (leia-se, as primeiras décadas do século XX), um mercado de capitais estruturado, nem tampouco uma indústria devidamente equipada, que pudesse assumir o papel

⁷ Note-se que, mesmo após os escândalos de corrupção denunciados no País nos últimos anos, Petrobras, Banco do Brasil e Vale continuam a figurar no ranking das 25 companhias nacionais com maior valor de mercado na BM&FBOVESPA (atual B3, após a fusão com a CETIP), o que demonstra a sua relevância para a economia brasileira. Vide: As 25 maiores empresas em valor de mercado no Brasil. **Exame**. São Paulo, 13 set. 2016. Disponível em <<https://exame.abril.com.br/mercados/as-25-maiores-empresas-brasileiras-em-valor-de-mercado/>>. Acesso em: 08 dez. 2017.

⁸ LAZZARINI, Sérgio G. **Capitalismo de laços** [recurso eletrônico – versão Kindle]: os donos do Brasil e suas conexões. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011, posição 1.044.

de protagonismo necessário a conduzir o processo de industrialização. Assim sendo, caberia ao Estado desempenhar esse papel, sob pena de tornar inviável a industrialização brasileira.

É o que defende Mário Engler Pinto Junior, para quem:

As circunstâncias então vigentes no Brasil na primeira metade do século XX acabaram exigindo a participação direta do Estado na economia, seja para deflagrar o processo inicial de desenvolvimento industrial, seja para superar crises agudas e reorganizar determinados setores. Havia ainda restrições de natureza política à expansão do capital estrangeiro em setores considerados estratégicos, com vistas a preencher a lacuna deixada pelo empresariado local. Caso fosse deixada exclusivamente aos cuidados da iniciativa privada, a industrialização do Brasil não teria ocorrido com a mesma rapidez e extensão. A opção pela estatização originária do parque produtivo serviu de atalho para elevar o patamar industrial do país.⁹

Foi com base nessas premissas que, especialmente a partir dos governos de Getúlio Vargas (que governou o País no período compreendido entre os anos de 1930 e 1945 e entre 1951 e 1954), foram criadas diversas empresas estatais para atuarem em setores considerados estratégicos, do que são exemplos a criação: (i) da Companhia Siderúrgica Nacional (CSN), no setor siderúrgico, em 1941; (ii) da Companhia Vale do Rio Doce (CVRD), no setor de mineração, em 1942; (iii) da Petrobras, no setor petrolífero, em 1953; e (iv) da Eletrobras, no setor elétrico, em 1962. Um pouco mais tarde, em uma tentativa de ampliar a base tecnológica nacional e desenvolver setores com bens de maior valor agregado, foram criadas, dentre outras, a Empresa Brasileira de Aeronáutica S.A. – Embraer (em 1969) e a Computadores Brasileiros S.A. – Cobra (em 1974).

Nessa esteira, o Decreto-lei nº 200/67 também contribuiu com a “cultura” do Estado-empresário, ao estabelecer diretrizes para a reforma administrativa da estrutura estatal e disciplinar as empresas estatais, como as sociedades de economia mista e as empresas públicas.

Em todos os casos, o controle societário de tais companhias — que, como se vê, há quase um século se notabilizam como figuras centrais na economia brasileira — ficou a cargo da União Federal (ou do Tesouro Nacional, conforme o caso), que sempre orientou tais companhias — mesmo nas hipóteses de participação minoritária de acionistas privados — tendo como referência o interesse político e econômico do Estado. Tratava-se, em outras palavras, da condução de tais sociedades de economia mista, e dos respectivos setores nos quais elas operavam — em muitos casos em regime de monopólio —, com base

⁹ PINTO JUNIOR, Mario Engler. **Empresa estatal: função econômica e dilemas societários**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2013, p. 40.

exclusivamente nos interesses do acionista controlador, com pouco ou nenhum apreço pelos interesses dos minoritários. Afinal, o que se tinha era o Estado buscando impulsionar, a todo custo, os setores industriais escolhidos. Daí a conclusão de que a desconsideração dos interesses de acionistas minoritários de empresas estatais é um hábito tão antigo quanto indesejável na tradição brasileira de participação direta do Estado na economia.

A partir da década de 1970, a percepção, obtida mundo afora, da insustentabilidade de modelos progressistas dos quais se originara o desenvolvimentismo (em especial, o keynesianismo adotado a partir da década de 1930 como alternativa pós-crise de 1929 nos EUA) levou a uma verdadeira onda de privatizações e à redução do tamanho e do papel do Estado na economia, com vistas a reduzir gastos, ampliar competitividade e transferir à iniciativa privada muitas das atividades até então prestadas por empresas estatais.

No Brasil, esse movimento se fez realmente presente a partir da década de 1990, com a adoção do Programa Nacional de Desestatização por meio da Lei nº 8.031/90, posteriormente revogada pela Lei nº 9.491/97¹⁰. Isso se deveu, em boa medida, aos ideais mais liberais que resultaram do Consenso de Washington, de 1989, que contavam com apoio de muitas das mais relevantes instituições econômicas internacionais, como o Banco Mundial, o Fundo Monetário Internacional (FMI) e a Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE). Como muitos países subdesenvolvidos eram frequentemente obrigados a recorrer a tais instituições para solicitar empréstimos e reestruturações de dívida, o alinhamento, ainda que parcial, de suas políticas econômicas com os preceitos defendidos por tais instituições — aí incluído não só o incentivo às privatizações, mas também outros aspectos da economia nacional, como a adoção do modelo de agências reguladoras — foi impulsionado, como requisito para o avanço de diálogos futuros com tais instituições.

Nesse contexto, a União Federal, a partir da década de 1990, alienou o controle de várias empresas estatais, como a CVRD, hoje Vale, a Telebrás, a CSN e a Embraer, “abrindo”

¹⁰ Que, em seu art. 1º, aponta como objetivos fundamentais: (i) reordenar a posição estratégica do Estado na economia, transferindo à iniciativa privada atividades indevidamente exploradas pelo setor público; (ii) contribuir para a reestruturação econômica do setor público, especialmente através da melhoria do perfil e da redução da dívida pública líquida; (iii) permitir a retomada de investimentos nas empresas e atividades que vierem a ser transferidas à iniciativa privada; (iv) contribuir para a reestruturação econômica do setor privado, especialmente para a modernização da infraestrutura e do parque industrial do País, ampliando sua competitividade e reforçando a capacidade empresarial nos diversos setores da economia, inclusive através da concessão de crédito; (v) permitir que a Administração Pública concentre seus esforços nas atividades em que a presença do Estado seja fundamental para a consecução das prioridades nacionais; e (vi) contribuir para o fortalecimento do mercado de capitais, através do acréscimo da oferta de valores mobiliários e da democratização da propriedade do capital das empresas que integrem o Programa.

a economia brasileira ao capital privado, nacional e internacional¹¹. Na mesma linha, foram criadas novas agências reguladoras em setores específicos, autarquias em regime especial que se propunham a ser órgãos da Administração indireta com maior autonomia (financeira e organizacional), insulados da esfera de influência dos políticos (com seus diretores dotados de mandatos fixos e escolhidos com base em critérios técnicos, e não políticos), tudo com a finalidade de atribuir maior segurança aos investidores — sobretudo estrangeiros — que o País pretendia atrair com as privatizações.

A partir de meados da primeira década do século XXI, porém, o pêndulo da economia voltou a movimentar para o lado oposto e assistimos a um novo momento de estatização da economia brasileira, com a criação de grande número de empresas estatais¹² e a alteração de marcos regulatórios de setores estratégicos para aumentar o alcance da atuação estatal, seja como explorador direto de atividades (a exemplo da Petrobras), seja como regulador forte¹³. A literatura nacional e estrangeira dá a esse fenômeno — que ganhou força após a crise do mercado financeiro de 2008 — o nome de “capitalismo de Estado”,¹⁴ atribuindo a tal modelo ares de modernidade e de mescla dos modelos estatizante e liberal.

Viu-se, assim, o aumento da participação estatal na economia, tanto pela criação de novas empresas estatais, como, em alguns países, pela aquisição, pelo Estado, de participação em empresas privadas, geralmente em dificuldades financeiras¹⁵. Em regra, essas empresas, embora contem com a participação societária do Estado, atuam no mercado em regime de concorrência, observando regras tradicionais do capitalismo.

A bem da verdade, a forte participação estatal no cenário econômico é uma realidade em grande parte dos países em desenvolvimento. Ao divulgar o seu “Programa de Destaque em Governança de Estatais”, a BM&FBOVESPA ressaltou que:

¹¹ Vale ressaltar que, embora boa parte das participações alienadas tenham sido adquiridas por empresas privadas, os fundos de pensão de empresas públicas também se tornaram importantes agentes econômicos, tendo adquirido parcela relevante dos ativos desinvestidos pelo Estado, o que manteve, de certa forma, a influência do Estado nas empresas mesmo após o movimento de privatizações.

¹² Confira-se, a esse respeito, matéria publicada no Jornal O Globo em 30 de maio de 2010, intitulada “O Estado é o sócio”, com levantamento do crescimento da participação do Estado em diversas empresas, inclusive privadas.

¹³ Ao que parece, esse movimento será novamente revertido em vista das anunciadas intenções do atual governo do Presidente Michel Temer de reduzir a participação estatal na economia.

¹⁴ Sobre a mecânica e o surgimento do termo “capitalismo de Estado”, ver: FIDALGO, Carolina Barros. **Notas sobre a ineficiência das empresas estatais e suas causas**. In: ARAGÃO, Alexandre Santos de (Org.). *Empresas públicas e sociedades de economia mista*. 1. ed. Belo Horizonte: Fórum. 2015. p. 149-151.

¹⁵ O principal exemplo se deu nos EUA, onde o governo federal injetou trilhões de dólares em empresas em dificuldade financeira após a eclosão da crise de 2008, algumas das quais eram instituições financeiras de grande porte, como Citigroup, Goldman Sachs, Morgan Stanley e Merrill Lynch. Após a estabilização da situação financeira de tais empresas, em muitos casos o governo acabou por promover desinvestimentos, deixando de figurar no quadro societário das empresas.

Em 31/08/2015, havia 30 Estatais listadas na BM&FBOVESPA, das esferas federal, estadual e municipal, atuantes em 6 setores da economia e responsáveis por 14,23% da capitalização de mercado (equivalente a R\$ 300 bilhões). Essas companhias foram responsáveis, no período de setembro de 2014 a Agosto de 2015, por 21,9% do Volume Médio Diário Negociado (equivalente a R\$ 1,5 bilhão). Dessas Estatais, 8 são integrantes do Ibovespa e 10 são integrantes do IBRX -100. Em relação à participação de pessoas físicas, merecem destaque Banco do Brasil (324 mil CPFs), Petrobras (323 mil CPFs) e CEMIG (123 mil CPFs).¹⁶

Por sua vez, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), em recente estudo sobre a governança de empresas estatais, afirmou que:

Algumas SEMs, especialmente Petrobras, Sabesp e Banco do Brasil, são grandes players no mercado, contam com boa liquidez e são integrantes do principal índice de mercado (Ibovespa). Assim, apesar de perfazerem apenas 7% das empresas listadas e negociadas, as SEMs representaram 17,9% da capitalização total de mercado em 2016. Isso indica a relevância das SEMs, sobretudo daquelas que possuem grande volume de receitas e significativa capitalização de mercado na bolsa.¹⁷

Vale dizer que os percentuais mencionados nos estudos acima referidos (14% pela BM&FBOVESPA e pouco menos de 18% pelo IBGC) já foram inclusive superiores, haja vista a acentuada perda de valor de mercado que algumas companhias estatais sofreram nos últimos anos¹⁸. A queda verificada, na realidade, não se deve a uma diminuição da importância das estatais no cenário econômico, mas antes à redução de seu valor de mercado, devido aos problemas vivenciados por algumas das mais relevantes companhias estatais nos últimos anos.

O Banco Mundial, em outro estudo dedicado a sociedades controladas pelo Estado que será igualmente abordado neste trabalho, destaca a relevância de tais sociedades, ao expor dados e números bastante expressivos envolvendo empresas estatais constituídas em diversos países considerados emergentes, como, por exemplo, (i) a presença de 4 sociedades controladas pelo Estado entre as 25 maiores empresas do mundo em ranking divulgado pela

¹⁶ B3 – BRASIL, BOLSA, BALCÃO. **Programa de Destaque em Governança de Estatais**. São Paulo: B3, 2017. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/governanca-de-estatais/> Acesso em: 08 dez. 2017.

¹⁷ INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Governança Corporativa em Empresas Estatais listadas no Brasil**. São Paulo: IBGC, 2017. Disponível em: <http://www.ibgc.org.br/userfiles/files/Publicacoes/IBGC_Pesquisa/Publicacao-IBGCPesquisa-GC_SEMs-2017.pdf>. Acesso em: 08 dez. 2017.

¹⁸ Veja-se, por exemplo, o caso da Petrobras: Petrobras encolheu 85% em valor de mercado desde pico de 2008. **Portal G1**. São Paulo, 19 jan. 2016. Disponível em: <<http://g1.globo.com/economia/noticia/2016/01/petrobras-encolheu-85-em-valor-de-mercado-desde-pico-de-2008.html>>. Acesso em: 03 dez. 2017.

Forbes em 2009¹⁹, (ii) o fato de as 13 maiores companhias de óleo e gás do mundo, responsáveis por 75% das reservas e da produção mundial de petróleo, serem de controle estatal e (iii) o crescimento da oferta de crédito por bancos estatais (especialmente bancos de desenvolvimento econômico, como o BNDES) após a crise econômica de 2008, dadas as dificuldades financeiras enfrentadas por muitos bancos privados durante o período.

Portanto, sem que se discuta, neste momento, qual seria a melhor forma de conciliar a atuação do Estado na economia com a busca por desenvolvimento econômico — aqui entendido como crescimento econômico, mediante capacitação da mão de obra, incentivo a investimentos, aprimoramento da produção e competitividade das empresas nacionais, dentre outros fatores —, que é a finalidade última de toda e qualquer nação, não há como se ignorar a marcante presença do Estado na economia brasileira e mesmo mundial.

Empresas estatais, em geral, sempre foram terreno fértil para debates doutrinários e jurisprudenciais sobre questões das mais diversas naturezas — de direito societário, administrativo, constitucional, tributário etc.²⁰

Por sua natureza híbrida — *i.e.*, por congregar em seu capital social a participação do ente público que figura como controlador e de acionistas privados, agentes que, não raro, têm interesses conflitantes —, as sociedades de economia mista se revelam ainda mais complexas, não só pela divergência entre os interesses do acionista controlador (e até mesmo da coletividade) e dos minoritários, mas também pelo inescapável conflito de interesses que se origina da dupla função do Estado como controlador e como regulador das sociedades de economia mista (e empresas estatais, de modo geral).

Para os fins deste trabalho, voltaremos especialmente a tais sociedades — as de economia mista —, nas quais não só convivem os capitais público e privado, mas também — e por consequência direta — coexistem a sua finalidade social e a sua finalidade econômica.

Em resumo, pode-se dizer que, nos termos do art. 173 da Constituição Federal c/c art. 27 da Lei nº 13.303/16, a finalidade social da sociedade de economia mista é aquela que justifica a sua criação, *i.e.*, o motivo de segurança nacional ou o relevante interesse coletivo em razão do qual a intervenção estatal através da criação da companhia é admissível. Como tal, a finalidade social da sociedade de economia mista deve ser detalhadamente exposta quando da constituição de tal sociedade.

¹⁹ The Global 2000. **Forbes.com**. 04 ago. 2009. Disponível em: <https://www.forbes.com/lists/2009/18/global-09_The-Global-2000_Rank.html>. Acesso em: 08 dez. 2017.

²⁰ Exemplo dessas controvérsias — muitas já pacificadas na doutrina e jurisprudência — são a submissão de tais companhias aos procedimentos de licitação para o Poder Público e a sua sujeição ao regime falimentar.

De outro lado, a finalidade econômica da sociedade de economia mista decorre da existência de investidores privados no quadro de acionistas da companhia. Embora tenham participação minoritária na companhia, tais acionistas aportam recursos na empresa com a legítima expectativa de obter retorno financeiro pelo seu investimento, seja na forma de distribuição de lucros e dividendos, seja com a valorização de suas ações para venda futura. Assim é que a companhia deve perseguir lucro,²¹ a fim de ressarcir seus acionistas minoritários pelo investimento realizado.

Em que pese a relevância — econômica, política e social — das sociedades de economia mista para o Brasil, pouco se tem estudado a respeito de alguns importantes aspectos econômicos, societários e regulatórios de tais companhias²², o que abre verdadeira lacuna doutrinária para se avançar em temas que serão examinados no presente trabalho.

O tema se mantém atual — mais do que isso, os debates sobre os deveres e responsabilidade do Estado como acionista controlador ganharam força nos últimos anos — pois o Brasil acaba de vivenciar episódios de flagrante desrespeito pelo Estado dos direitos de acionistas minoritários de SEMs.

Os exemplos mais notórios, embora não sejam os únicos que serão examinados, são: (i) o caso Eletrobras, em que a União Federal, titular de ações que lhe garantem maioria de votos, participou da deliberação e fez aprovar, em manifesto conflito de interesses (o que lhe rendeu inclusive condenação na CVM ao pagamento de multa no valor máximo aplicada pela autarquia, decisão que veio a ser posteriormente reformada pelo Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional), a renovação de concessões outorgadas à companhia, em condições altamente desfavoráveis (e que efetivamente vieram a gerar prejuízos expressivos) à Eletrobras e mediante a renúncia a valores de indenização que lhe seriam garantidos pelos critérios vigentes antes da adesão às condições para a renovação; e (ii) o caso Petrobras, que foi utilizada como *longa manus* pela União Federal para represar os preços de combustíveis, como artifício para controle da inflação, igualmente suportando prejuízos significativos ao longo de anos²³.

Essa indevida interferência estatal na administração de tais companhias, somada, em larga medida, aos escândalos de corrupção envolvendo membros de alto escalão da própria

²¹ Não se desconhece a existência de controvérsia a respeito do assunto, da qual se tratará mais adiante neste trabalho.

²² Há que se reconhecer que, após a entrada em vigor da Lei nº 13.303/16, vem crescendo o número de trabalhos destinados a examinar questões afetas às empresas estatais.

²³ Dando ensejo, inclusive, à propositura de ação pelo Ministério Público Federal (em dezembro de 2017) contra os então administradores da companhia e contra a União Federal, requerendo, com relação a esta última, a sua responsabilização por abuso de poder de controle, com base na violação do art. 238 da LSA.

Petrobras e de outras empresas estatais brasileiras que vieram a público nos últimos anos, acirraram as discussões sobre a necessidade de aprimoramento das práticas de governança corporativa em sociedades controladas pelo Estado.

Na esteira de tais acontecimentos, imediatamente após a posse do Presidente Michel Temer, foi publicada a Lei Federal nº 13.303/16, que ganhou as manchetes como “Lei de Responsabilidade das Estatais”. Referida norma, que se propõe a ser o estatuto jurídico das empresas estatais, traz nova disciplina aplicável a tais companhias, com reflexo em diversas práticas de governança corporativa, tais como o papel do Estado como acionista controlador, regras para nomeação de administradores de empresas estatais (e vedações a nomeações políticas e segundo outros critérios), participação em licitações, transparência, dentre outras.

Tendo sido publicada em meados de 2016, a Lei nº 13.303/16 apenas recentemente começou a ser comentada ou interpretada com maior profundidade e intensidade, o que reforça, também sob essa perspectiva, a necessidade de se pensar o assunto.

Nesse contexto, o presente trabalho pretende examinar os deveres e responsabilidades do Estado como acionista controlador de sociedades de economia mista, à luz das disposições aplicáveis tanto da Lei nº 6.404/76 (LSA) como da nova Lei nº 13.303/16, especificamente no que toca aos limites qualitativos e quantitativos à atuação do controlador quando se desvia da finalidade lucrativa inerente às SEMs, para perseguir o interesse público que justificou a sua criação.

Para tanto, inicialmente investigaremos a dupla finalidade das sociedades de economia mista: a finalidade social e a finalidade econômica. Para esse fim, primeiramente, pretende-se descrever a base constitucional para a constituição e funcionamento de tais companhias, bem como o regime legal a elas aplicáveis por força do texto constitucional. Em seguida, apresentaremos as duas finalidades precípua da sociedade de economia mista: a finalidade social (atender determinado interesse público, qual seja, aquele específico que motivou a sua criação), que justifica, nos termos da Constituição Federal, a sua criação, e a finalidade econômica, haja vista a sua natureza societária e estrutura de capital misto, isto é, reunindo capital público (majoritário) e privado²⁴.

O argumento central do trabalho será desenvolvido por meio da análise do art. 238 da LSA., que trata dos deveres do acionista controlador da sociedade de economia mista, em

²⁴ Vale dizer, desde logo, que a finalidade econômica da sociedade de economia mista é decorrência direta do modelo adotado pelo Estado para a atuação no cenário econômico (com o recurso a capitais privados) e, dessa forma, vincula o acionista controlador em sua atuação.

conjunto com os demais dispositivos pertinentes da Lei nº 13.303/16 (notadamente, os arts. 4º, §1º, e 27 da referida norma).

Nesse sentido, pretendemos examinar, à luz da legislação aplicável:

- (i) em que situações (e até que limite quantitativo) será admissível ao Estado atenuar a finalidade lucrativa da SEM para observar a sua finalidade social;
- (ii) se, em vista da resposta ao ponto (i) acima, é razoável admitir o uso de SEMs para a consecução de objetivos macroeconômicos e como instrumento de regulação;
- (iii) se o conflito de interesses decorrente da dupla função do Estado, como regulador e controlador das SEMs, pode influenciar o exercício de seu controle acionário; bem como
- (iv) se, mesmo nas hipóteses em que for admissível a perseguição à finalidade social em detrimento da finalidade lucrativa da companhia, será devida alguma forma de compensação à sociedade e/ou a seus acionistas pelos prejuízos suportados em tais operações (e, em caso afirmativo, como deverá ser apurado tal reparação).

Ao final, além de sintetizarmos os argumentos expostos, pretendemos, ainda, apresentar propostas para implementação das medidas e dos entendimentos debatidos ao longo do trabalho, a fim de aperfeiçoar o arcabouço regulatório vigente e aprimorar as práticas de governança das sociedades de economia mista no que diz respeito aos aspectos examinados.

1. BASE CONSTITUCIONAL: AS SEMs COMO MECANISMO DE INTERVENÇÃO DO ESTADO NO DOMÍNIO ECONÔMICO

Para que se possa adequadamente analisar as bases constitucionais para a criação de empresas estatais, há que se enfatizar que tais companhias, como se disse anteriormente, caracterizam uma forma de intervenção do Estado na economia, isto é, um meio de se afastar a prestação de determinada atividade econômica (em sentido amplo) única ou primordialmente por parte dos agentes particulares do mercado. De fato, ao constituir uma empresa estatal, o Estado estará tomando a decisão consciente de atuar na esfera econômica, mediante a prestação daquela atividade que constituir o objeto social.

Sendo assim, como não poderia ser diferente, a intervenção estatal nesse formato — e a prestação da respectiva atividade — deve respeitar a ordem econômica positivada na Constituição Federal, nos arts. 170 e seguintes.

É fato incontestável que, conforme enuncia o *caput* do art. 170 da CF, a ordem econômica constitucional tem como um de seus fundamentos a livre iniciativa (que, ademais, constitui princípio fundamental da República, a teor do art. 1º, IV, da CF), o que, por si só, já evidencia a opção do constituinte por uma economia de mercado ao conceber a nossa atual “constituição econômica”²⁵.

A leitura *a contrario sensu* do *caput* do art. 173 da CF também deixa transparecer a inegável opção prioritária de nossa Constituição pela atuação do particular na prestação de atividades econômicas, na medida em que, sendo essa a regra, admitir-se-á a exploração direta de atividade econômica pelo Estado quando — e apenas quando — “necessária aos imperativos da segurança nacional ou a relevante interesse coletivo, conforme definidos em lei”.

²⁵ O princípio da livre iniciativa tem como pressupostos irrecusáveis e inerentes a essa opção por uma economia de mercado a estrita observância dos seguintes direitos previstos na CF: (i) a livre exploração da propriedade privada (leia-se, dos bens e meios de produção), direito fundamental consagrado no art. 5º, XXII e um dos princípios setoriais da ordem econômica, consoante o inciso II do art. 170; (ii) a liberdade de empresa, que assegura o livre desenvolvimento de toda e qualquer atividade econômica, sem a necessidade de intervenção do Estado, ressalvadas as exceções legais (cf. § único do art. 170); (iii) a livre concorrência, inserida no rol de princípios setoriais do art. 170 (inciso IV) e que, conforme definição empregada por Luís Roberto Barroso, dá “lastro para a faculdade de o empreendedor estabelecer os seus preços, que não de ser determinados pelo mercado, em ambiente competitivo”; e (iv) a liberdade de contratar, corolário do princípio da legalidade (art. 5º, II), que oferece a segurança de que ninguém será obrigado a fazer ou deixar de fazer alguma coisa (aí incluída, por óbvio, a exploração de sua atividade em moldes que não lhe pareçam convenientes) senão em virtude de lei.

Vale dizer, de início, que o art. 173 da CF e a expressão “exploração direta de atividade econômica” se referem à atividade econômica em sentido estrito. Como se sabe, as atividades econômicas (em sentido lato) podem, de modo geral, ser divididas em (i) atividades econômicas em sentido estrito e (ii) serviços públicos, sendo certo que para estes últimos (assim como para os monopólios públicos) não impera o primado da livre iniciativa, incumbindo precipuamente ao Poder Público, em tais casos, a prestação dos serviços públicos, na forma do art. 175 da CF.

Desse modo, tem-se que a Constituição Federal estabeleceu tratamento diferenciado para atividades econômicas em sentido estrito (art. 173) e para serviços públicos (art. 175), reservando como campo de atuação primordial da iniciativa privada — e o fazendo de modo expresso e inequívoco — tão somente as primeiras.

Nesse sentido, parte da doutrina defende que o art. 173 da CF (que trata das atividades econômicas em sentido estrito, em relação às quais vigora o princípio da livre iniciativa) daria concretude ao princípio da subsidiariedade, segundo o qual, nas palavras de Alexandre Santos de Aragão:

(...) o Estado deve atuar em relação à economia apenas quando a iniciativa privada não estiver sendo capaz de atender satisfatoriamente os interesses sociais ligados a determinada atividade econômica, sendo ilegítima e inconstitucional a incursão do Estado sem que haja essa necessidade.²⁶

É importante ressaltar, a esse respeito, que há acirrado debate na doutrina e na jurisprudência sobre o status constitucional do princípio da subsidiariedade, havendo autorizadas vozes a defender posições contrárias e favoráveis à matriz constitucional de tal preceito.

Exemplo clássico de divergência, no âmbito jurisprudencial, pode ser constatado no seio do Supremo Tribunal Federal (STF), em votos diametralmente opostos proferidos pelos Ministros Eros Grau e Marco Aurélio por ocasião do julgamento da Ação de Descumprimento de Preceito Fundamental (ADPF) nº 46, na qual se discutiu o alcance do princípio da livre iniciativa *vis-à-vis* as definições de serviços públicos e atividades econômicas.

Na ocasião, como relata Carolina Barros Fidalgo²⁷, o Ministro Marco Aurélio, relator originário da ação (mas que ficou vencido no julgamento), defendeu veementemente a

²⁶ ARAGÃO, Alexandre Santos de. **Empresas estatais: o regime jurídico das empresas públicas e sociedades de economia mista**. 1. ed. São Paulo: Forense, 2017, p. 91.

²⁷ FIDALGO, Carolina Barros. **O Estado empresário: das sociedades estatais às sociedades privadas com participação minoritária do Estado**. São Paulo: Almedina, 2017, p. 102-103.

aplicação do princípio da subsidiariedade e uma maior restrição à atuação do Estado na esfera econômica, ao passo que o Ministro Eros Grau (que inaugurou a divergência e atuou como relator para acórdão) sustentou a relativização do alcance de tal princípio.

Por oportuno, transcrevemos, a seguir, alguns trechos dos votos proferidos pelos ministros:

O Estado deve atuar sim, mas de maneira subsidiária, de forma a assegurar boas condições para o crescimento da economia e o melhor desenvolvimento das capacidades de cada indivíduo, garantindo a igualdade de oportunidades e viabilizando os deveres de continuidade, de universalidade e de eficiência na obtenção de serviços públicos. (...) atender ao princípio da subsidiariedade significa dizer que o que possa ser realizado de maneira satisfatória pelas empresas privadas não deve ser assumido pelo Estado. (...) a atuação do Estado na atividade econômica deverá ocorrer apenas quando esta se demonstrar falha, ou insuficiente, de modo que o Poder Público aja de maneira a corrigir as imperfeições que o mercado sozinho não for capaz de digerir. (voto do Min. Marco Aurélio – BRASIL. Supremo Tribunal Federal, ADPF nº 46. Plenário. Brasília, DF, 26 fev. 2010)

A realidade nacional evidencia que nossos conflitos são trágicos. A sociedade civil não é capaz de solucionar esses conflitos. Não basta, portanto, a atuação meramente subsidiária do Estado. No Brasil, hoje, aqui e agora — vigente uma Constituição que diz quais são os fundamentos do Brasil e, no artigo 3º, define os objetivos do Brasil (porque quando o artigo 3º fala da República Federativa do Brasil, está dizendo que ao Brasil incumbe construir uma sociedade livre, justa e solidária) — vigentes os artigos 1º e 3º da Constituição, exige-se, muito ao contrário do que propõe o voto do Ministro relator, um Estado forte, vigoroso, capaz de assegurar a todos uma exigência digna. A proposta de substituição do Estado pela sociedade civil, vale dizer, pelo mercado, é incompatível com a Constituição do Brasil e certamente não nos conduzirá a um bom destino. (voto do Min. Eros Roberto Grau – BRASIL. Supremo Tribunal Federal, ADPF nº 46. Plenário. Brasília, DF, 26 fev. 2010)

No âmbito doutrinário, a capitanear o entendimento no sentido de que o princípio da subsidiariedade teria status constitucional, podemos citar a posição de Cláudio Pereira Souza Neto e José Vicente Santos de Mendonça, que associam o referido princípio ao pensamento liberal (sob o aspecto econômico), para em seguida afastar a sua constitucionalização à luz do texto vigente, nos seguintes termos:

São, portanto, improcedentes as tentativas de se emprestar *status* constitucional ao princípio da subsidiariedade. Aqui, como talvez em nenhuma outra área, o uso de categorias originalmente desenvolvidas para o campo dos direitos fundamentais converte-se em veículo de captura ideológica do texto constitucional. Não resta dúvida: a subsidiariedade é proposta como limite não à intensidade, mas à abrangência da intervenção estatal. O princípio se relaciona ao conceito de *Estado Mínimo*, não ao de *Estado de Direito*. Seu compromisso é com o liberalismo econômico, não com o liberalismo político. A tese da constitucionalização da subsidiariedade não é apenas insustentável à luz da Constituição atual, mas também

sob o prisma do constitucionalismo democrático. Em suma: trata-se de postulado ideológico particular, não de princípio constitucional.²⁸

Discordamos, em essência, do entendimento acima sustentado. À luz do disposto no art. 173 da CF, não nos parece lícito negar o status constitucional do princípio da subsidiariedade. Ora, na medida em que o texto constitucional é expresso em restringir a atuação do Estado no domínio econômico apenas a casos excepcionais e em que seja possível demonstrar o “relevante interesse coletivo” (e os “imperativos da segurança nacional”), a conclusão que daí decorre é que o comando impõe, de fato, uma atuação subsidiária do Estado, devendo ser assegurada a atuação dos agentes particular em todos os demais casos, isto é, aqueles não abarcados pelo citado art. 173.

A questão relevante, portanto, é definir não se o princípio tem base constitucional (ao que a resposta é, a nosso ver, positiva), mas sim qual seria a extensão do princípio da subsidiariedade — ou, por outros termos, qual seria o alcance da limitação imposta pelo constituinte à intervenção estatal para a exploração direta de atividades econômicas (em sentido estrito). O princípio tem, de fato, o potencial de provocar discussões quanto “à abrangência da intervenção estatal”, como afirmam Cláudio Pereira Souza Neto e José Vicente Santos de Mendonça — é essa, aliás, a sua finalidade precípua (o que, entretanto, nada tem de ilegítimo, nem tampouco representa mera invenção ideológica, mas tão somente a leitura do próprio dispositivo em foco).

Parece-nos que a definição do alcance do princípio — e, por via de consequência, da limitação imposta ao Estado — passa necessariamente pela interpretação da expressão “relevante interesse coletivo”. Em outras palavras, o alcance da intervenção estatal será diretamente proporcional à elasticidade que se atribuir ao conceito de relevante interesse coletivo (*i.e.*, quanto mais restrito o conceito, menor o campo de atuação destinado ao Estado).

Reside aqui a maior dificuldade em se estabelecer, de maneira taxativa e confiável, limites à intervenção estatal com base no princípio da subsidiariedade — e no art. 173 da CF. Isso porque o conceito de relevante interesse coletivo é conceito jurídico indeterminado²⁹ —

²⁸ SOUZA NETO, Cláudio Pereira; MENDONÇA, José Vicente Santos de. **Fundamentalização e fundamentalismo na interpretação do princípio constitucional da livre iniciativa**. In: SARMENTO, Daniel (Coord.). *A constitucionalização do Direito: Fundamentos teóricos e aplicações específicas*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2007, p. 741.

²⁹ Nas palavras de André Rodrigues Cyrino: “Conceitos jurídicos indeterminados são produtos de uma opção política pelo adiamento parcial de uma tomada de decisão sobre certas questões. Eles são observáveis nos casos em que o constituinte se valeu de texto permeado por termos vagos ou imprecisos, e a sua aplicação pressupõe um esforço de valoração.” (*Até onde vai o empreendedorismo estatal? Uma análise econômica*

técnica legislativa bastante utilizada em nosso ordenamento, justamente com a finalidade de alargar o campo interpretativo da norma —, podendo variar conforme a interpretação do jurista (e mesmo do legislador), sendo possível até mesmo sustentar a impossibilidade de se alcançar definição estática para o termo.

Assim, conquanto nos traga uma primeira e panorâmica visão do termo, a definição sistematizada por André Rodrigues Cyrino, para quem “existência de uma necessidade transindividual, comum a número significativo de pessoas, cuja satisfação não possa ser proporcionada de forma adequada senão que pela atuação direta do Estado-empresário”³⁰, não traz a clareza necessária para que se compreenda e se defina, sem margem para dúvidas, o que se entende por relevante interesse coletivo.

Não se quer dizer, contudo, que o enquadramento de determinada atividade como de relevante interesse coletivo poderá ser feita ao sabor da mera conveniência do intérprete. Como adverte Alexandre Santos de Aragão:

A assertiva não pode, contudo, levar à total inutilidade do princípio da subsidiariedade e do próprio art. 173 da CF. O que há se de perquirir é a zona de certeza negativa destes conceitos. Os conceitos indeterminados geram três zonas de incidência: a zona de certeza positiva em que se tem certeza de que a escolha insere-se nas opções legais; a zona de certeza negativa em que se tem certeza que a opção está completamente fora da previsão legal e, por fim, a zona cinzenta em que são possíveis interpretações diversas acerca da legalidade da escolha. A discricionariedade está inserida na zona cinzenta, de escolha entre opções razoáveis.³¹

As ponderações de Alexandre Santos de Aragão são bastante oportunas para a análise do art. 173 da CF e das situações em que terá o Poder Público margem para justificar a sua intervenção: realmente, haverá situações em que facilmente se identificará o acerto ou o equívoco do Estado (as mencionadas zonas de certeza positiva e negativa) — em casos tais, a iniciativa estatal será confirmada ou desafiada com relativa tranquilidade.

O ponto crítico se situa justamente na chamada zona cinzenta, que reúne os casos limítrofes que autorizam a atuação discricionária do Poder Público³². Nessa zona, não nos parece possível escapar de interpretações ou posicionamentos que sejam influenciados pela

do art. 173 da Constituição. In: ARAGÃO, Alexandre Santos de (Org.). *Empresas públicas e sociedades de economia mista*. 1. ed. Belo Horizonte: Fórum, 2015, p. 54-55)

³⁰ Ibidem, p. 58.

³¹ ARAGÃO, Alexandre Santos de. **Empresas estatais: o regime jurídico das empresas públicas e sociedades de economia mista**. 1. ed. São Paulo: Forense, 2017, p. 99.

³² Como observa Sérgio Guerra: “[...] se os conceitos jurídicos indeterminados inserem-se no contexto da escolha discricionária, aplicam-se aos mesmos as conclusões sobre esta – a apreciação das escolhas determinativas dos conceitos jurídicos poderá dar margem a mais de um resultado (solução justa), impedindo que, nestes casos, a escolha decorrente destes atos seja revista positivamente pelo Poder Judiciário.” (GUERRA, Sérgio. **Discricionariedade, regulação e reflexividade**: uma nova teoria sobre as escolhas administrativas. 3. ed. revista e atualizada. Belo Horizonte: Fórum, 2015, p. 221)

ideologia e/ou pela visão econômica do legislador envolvido³³. Nesse campo, terá grande influência o “postulado ideológico particular” aludido por Cláudio Pereira Souza Neto e José Vicente Santos de Mendonça, sendo importante ressaltar que tal premissa será verdadeira não só para a defesa de posições mais liberais, como também para a adoção de posturas intervencionistas.

Assim, tratando-se de zona cinzenta — que comporta posicionamentos justificados de ambos os lados —, a orientação a ser levada a efeito no caso concreto dependerá essencialmente dos valores adotados pelo ente estatal envolvido na discussão: se for assumida posição mais liberal, menores serão as situações em que o agente público se sentirá confortável em cancelar a atuação do Estado; de outra sorte, encampada posição mais intervencionista, tais situações serão mais frequentes.

Isso pode ser verificado, aliás, a partir da leitura dos votos proferidos pelos Ministros Eros Grau e Marco Aurélio no julgamento acima mencionado. Muito além de fundamentos jurídicos, os entendimentos de cada um deles são sustentados com base em posições e visões pessoais quanto ao papel do Estado e aos caminhos mais adequados para a condução de uma política econômica saudável e eficiente.

É como arremata Alexandre Santos de Aragão:

Casos haverá em que o juízo sobre o relevante interesse coletivo ou a segurança nacional (art. 173, CF) vai se encontrar em uma área intermediária, com opiniões razoáveis de ‘homens médios’ em ambos os sentidos, devendo, nesse âmbito, a decisão sobre a atuação ou não do Estado na economia ser objeto de debate político-ideológico, e não técnico-jurídico.³⁴

No mesmo sentido é o entendimento de Sérgio Henrique Abranches:

Por certo, a divisão de áreas de atividades entre empresa estatal e empresa privada é eminentemente política. Às vezes, no entanto, a ênfase que se dá no Brasil ao caráter necessariamente suplementar da ação estatal e à questão dos célebres espaços vazios encobre a natureza política desse processo, com argumentos que criam a impressão de que há critérios técnicos para proceder-se a tal divisão de áreas. Assim, parece que só é complementar a atividade estatal destinada a suprir deficiências de infraestrutura ou insumos estratégicos. Na verdade, a complementaridade da intervenção estatal na produção define-se histórica e politicamente.³⁵

³³ Na medida em que será possível sustentar posições contrárias de maneira fundamentada, justamente por se tratar de situação limítrofe e não facilmente identificável como certeza negativa ou positiva para fins de se definir se caberá ao Estado, ou não, atuar diretamente.

³⁴ ARAGÃO, Alexandre Santos de. **Empresas estatais: o regime jurídico das empresas públicas e sociedades de economia mista**. 1. ed. São Paulo: Forense, 2017, p. 99.

³⁵ ABRANCHES, Sérgio Henrique. A questão da empresa estatal – Economia, política e interesse público. **Revista de Administração de Empresas**. Rio de Janeiro. v. 19. n. 4. p. 103. out.-dez. 1979.

De toda sorte, como adverte André Rodrigues Cyrino, deve o Estado se acautelar para que não imponha à coletividade “escolhas de seu gosto pessoal ao invés de uma opção legítima tomada por órgãos eleitos democraticamente, dotados, ainda, de maior capacidade institucional para avaliações sobre conjunturas econômicas.”³⁶

Nesse sentido, é interessante a sugestão do autor a fim de que sejam estabelecidos parâmetros de conduta mínimos (*standards*) que vinculem a atuação do Estado quando se estiver diante de zona de incerteza ou cinzenta, a saber:

- (i) é importante analisar, para fins de exame da conveniência e pertinência da atuação estatal, as eventuais vantagens competitivas que o Estado terá para atuar naquele setor, em vista das circunstâncias fáticas aplicáveis;
- (ii) também seria oportuno aferir a relevância da atividade a ser prestada pelo Estado, tanto sob a perspectiva do apelo (ou clamor) democrático pela intervenção, como sob a ótica da essencialidade da atividade por sua própria natureza.

Embora louvável o esforço de se delimitar com maior precisão os limites para a atuação direta do Estado, a nosso ver, os *standards* sugeridos não eliminam a subjetividade da matéria quanto se estiver diante de zonas cinzentas — especialmente no que toca ao exame descrito no item (ii) acima, que se confunde, em larga medida, com a visão ideológica do intérprete.

De todo o até aqui exposto, concluímos, em primeiro lugar, ser o princípio da subsidiariedade dotado de status constitucional, com fundamento no art. 173 da CF. Ocorre que, conquanto tenha matriz constitucional, o seu alcance poderá ser limitado ou alargado de acordo com a interpretação que se faça do conceito de relevante interesse coletivo, contido do citado dispositivo constitucional.³⁷

Afinal, sendo conceito de relevante interesse coletivo um conceito jurídico indeterminado, a expressão admitirá definições mais ou menos elásticas de acordo com a

³⁶ CYRINO, André Rodrigues. **Até onde vai o empreendedorismo estatal? Uma análise econômica do art. 173 da Constituição.** In: ARAGÃO, Alexandre Santos de (Org.). *Empresas públicas e sociedades de economia mista*. 1. ed. Belo Horizonte: Fórum. 2015. p. 69.

³⁷ Daí concordarmos com a conclusão de Alexandre Santos de Aragão, para quem “o fato de o princípio da subsidiariedade estar-se em conceitos bastante indeterminados não quer dizer que ele não exista ou que seja inútil, mas também não quer dizer que ele tenha, juridicamente, a força que muitas vezes se deseja atribuir a ele.” (ARAGÃO, Alexandre Santos de. **Empresas estatais: o regime jurídico das empresas públicas e sociedades de economia mista**. 1. ed. São Paulo: Forense, 2017, p. 98)

ideologia político-econômica do legislador (desde que preservadas as zonas de certeza positiva e negativa). No espectro da zona cinzenta que decorre da indeterminação do conceito, maior será a margem discricionária do legislador na definição quanto à possibilidade e conveniência da atuação estatal.

Vale dizer, ademais, que a discricionariedade deve encontrar limites no direito fundamental à boa administração (que impõe, de outro lado, um dever a ser observado pela Administração Pública), o qual, como observa Juarez Freitas, “vincula racionalmente o gestor público e o força a medir consequências sistêmicas de suas opções, pois terá de justificá-las coerentemente, sobretudo em seu custo-efetividade”³⁸. Busca-se, com isso, evitar a discricionariedade excessiva, que sirva de justificativa para excessos por parte da Administração Pública na promoção de políticas públicas que não estejam alinhadas com os objetivos constitucionais e/ou que não sejam previamente submetidas a uma rigorosa avaliação de impactos financeiro e regulatório.

No dizer de Sérgio Guerra:

O momento por que passa a humanidade requer a atuação estatal por meio de escolhas administrativas que, para além de uma suposta prevalência do interesse público, efetivamente sopesem interesses, examinem custos e benefícios à luz de questões técnicas e científicas, atuem nos riscos à sociedade pluriclasse e a cada cidadão, isto é, de acordo com a realidade e com a visão prospectiva.³⁹

Tal discricionariedade (ainda que limitada pelo dever de boa administração) terá impacto direto na multiplicação, ou não, de novas SEMs, tendo em vista que, vale repisar, tais companhias constituem uma forma de intervenção do Estado na economia (e a forma própria para exploração de atividade econômica, como se verifica do art. 3º do Decreto nº 8.945/16, que regulamenta a Lei nº 13.303/16). Assim é que, se existe certa margem discricionária para a intervenção econômica por meio da criação de empresas estatais em casos limítrofes, a intensidade e frequência com que se dará esse tipo de intervenção dependerá diretamente da orientação ideológica do governo em exercício — empossado um governo de viés mais interventivo, ver-se-á com mais frequência a tentativa de se justificar a criação de nova empresa estatal para prestar determinada atividade, ao argumento de que se trata de atividade

³⁸ FREITAS, Juarez. Políticas Públicas, Avaliação de Impactos e o Direito Fundamental à Boa Administração. **Sequência (Florianópolis)**. 2015. n. 70. p. 115-133. Disponível em: <<https://dialnet.unirioja.es/descarga/articulo/5156275.pdf>>. Acesso em: 05 dez. 2017.

³⁹ GUERRA, Sérgio. **Discricionariedade, regulação e reflexividade**: uma nova teoria sobre as escolhas administrativas. 3. ed. revista e atualizada. Belo Horizonte: Fórum, 2015, p. 146.

inserida dentro da zona cinzenta, hipótese em que se autoriza o Poder Público a explorar diretamente dita atividade.

É o que tem sido visto, de fato, na experiência recente brasileira: (i) na década de 1990, foi implementado o Plano Nacional de Desestatização com o objetivo de reduzir a participação do Estado e “abrir” a economia nacional a investimentos estrangeiros; (ii) após a eleição dos últimos governos de esquerda no Brasil, o cenário se alterou, com a elevação do número de empresas estatais constituídas para dar curso à intervenção estatal; e (iii) recentemente, com a posse do Presidente Michel Temer, foi formada equipe econômica que retomou o discurso de redução do papel do Estado no cenário econômico, em meio a propostas de privatização que têm por finalidade reduzir o número de empresas estatais⁴⁰.

Conclui-se, pois, ser impossível restringir o debate quanto à constitucionalidade e à amplitude do princípio da subsidiariedade exclusivamente ao campo jurídico, eis que o tema guarda indissociável vinculação com o debate ideológico político-econômico (ao menos no que toca à qualificação de certa atividade econômica no espectro da zona cinzenta, e não como certeza positiva ou negativa, para fins da atuação estatal).

Feitos esses esclarecimentos iniciais acerca da base constitucional para a constituição das SEMs, passa-se a examinar, agora, a sua dupla finalidade, a saber: a finalidade social e a finalidade econômica, decorrentes não só da disciplina legal aplicável às SEMs, mas também de sua natureza societária.

1.1 Finalidade social

O próprio art. 173 da CF, base constitucional para a criação das SEMs (que se propõem, como já se viu, a funcionar como veículos para a exploração direta de atividade econômica pelo Estado) deixa clara a finalidade social inerente à constituição de tais companhias, com o propósito de atenderem a um relevante interesse coletivo (conceito indeterminado de que já se tratou anteriormente) ou a imperativos da segurança nacional (que, a rigor, poderiam estar englobados já na hipótese anterior, por serem de relevante de interesse coletivo).

⁴⁰ A título de exemplo, veja-se: Temer anuncia privatização de 57 empresas e projetos, incluindo Casa da Moeda e Congonhas. **Congresso em Foco**. Brasília, 23 ago. 2017. Disponível em: <<http://congressoemfoco.uol.com.br/noticias/temer-anuncia-privatizacao-de-57-empresas-e-projetos-incluindo-casa-da-moeda-e-congonhas/>>. Acesso em: 03 dez. 2017.

Mais recentemente, com a edição da Lei nº 13.303/16, a função social das empresas estatais foi disciplinada em maior detalhe, nos termos do art. 27 (*caput* e §1º) do mencionado diploma legal:

Art. 27. A empresa pública e a sociedade de economia mista terão a função social de realização do interesse coletivo ou de atendimento a imperativo da segurança nacional expressa no instrumento de autorização legal para a sua criação.

§ 1º A realização do interesse coletivo de que trata este artigo deverá ser orientada para o alcance do bem-estar econômico e para a alocação socialmente eficiente dos recursos geridos pela empresa pública e pela sociedade de economia mista, bem como para o seguinte:

I- ampliação economicamente sustentada do acesso de consumidores aos produtos e serviços da empresa pública ou da sociedade de economia mista;

II- desenvolvimento ou emprego de tecnologia brasileira para produção e oferta de produtos e serviços da empresa pública ou da sociedade de economia mista, sempre de maneira economicamente justificada.

O que se vê, a partir da leitura dos dispositivos acima reproduzidos, é que a função social da SEM, além de ser caracterizada não só como “a realização do interesse coletivo ou de atendimento a imperativo da segurança nacional expressa no instrumento de autorização legal para a sua criação” (cf. *caput* do art. 27, que basicamente reproduz o art. 173 da CF), também deve ter em mira (i) “o alcance do bem-estar econômico” e (ii) “a alocação socialmente eficiente dos recursos geridos pela empresa pública e pela sociedade de economia mista”.

Demais disso, deve a SEM buscar, ainda, (iii) a universalização sustentável de seus serviços e produtos, de modo a viabilizar a “ampliação economicamente sustentada do acesso de consumidores”, preferencialmente com (iv) o “desenvolvimento ou emprego de tecnologia brasileira para produção e oferta de produtos e serviços” (sem se descuidar do racional econômico para tais medidas).

O art. 44 do Decreto nº 8.945/16 (que regulamenta a Lei nº 13.303/16), por sua vez, apenas reproduz — e reforça — as finalidades da SEM, sem inovar em relação ao já citado art. 27 da Lei nº 13.303/16.

Portanto, ao tratar da função social da empresa estatal, a legislação aplicável, na realidade, apresenta seus objetivos (muitos deles atrelados ao que se espera de sua participação na economia nacional), quais sejam:

- (i) o foco na realização da atividade prevista na lei de criação da empresa (para fins de atingimento de interesse coletivo específico, e não genérico);

- (ii) a gestão eficiente dos recursos da empresa estatal;
- (iii) a busca do acesso universal, desde que economicamente sustentável, aos serviços e produtos disponibilizados pela estatal; e
- (iv) o estímulo à inovação tecnológica e/ou ao emprego de tecnologia nacional para o desenvolvimento de suas atividades.

Adicionalmente, os parágrafos 2º e 3º ainda, respectivamente, (i) impõem que as empresas estatais adotem “práticas de sustentabilidade ambiental e de responsabilidade social corporativa compatíveis com o mercado em que atuam” e (ii) autorizam a celebração de convênio ou contrato de patrocínio para promoção de atividades culturais, esportivas, sociedades e sociais, desde que para o fortalecimento de sua marca e observadas as normas relativas a licitações e contratos.

Vale mencionar, nesse particular, a visão crítica de Ana Frazão às novas disposições da Lei nº 13.303/16, nos seguintes termos:

A função social das estatais, longe de poder ser invocada para a flexibilização da gestão, é agora um princípio que a restringe tanto em relação aos fins como em relação aos meios.

(...)

Por mais irônico que seja, a nova Lei das Estatais torna a persecução do interesse coletivo ou do interesse público geral — aqui não incluído obviamente o interesse público específico constante da lei autorizadora — mais difícil para as estatais do que para as companhias privadas em geral, pois enquanto estas possuem considerável autonomia para fazê-lo, desde que atendido o requisito da razoabilidade (art. 154, §4º, da Lei das S/A), as estatais passam a estar submetidas às regras específicas do artigo 27 da Lei nº 13.303/2016.⁴¹

De toda sorte, o que o art. 27 da Lei nº 13.303/16 traz, em sua maioria, são qualificadores e diretrizes para o exercício da função social da empresa estatal. A função social em si guardará relação com a finalidade descrita na lei de criação da respectiva empresa, a saber, a prestação de determinada atividade, como forma de assegurar o atingimento de determinado interesse tido por socialmente relevante (o qual justificou a intervenção na economia mediante a criação de empresa estatal).

⁴¹ FRAZÃO, Ana. A função social das empresas estatais. **Jota**. Brasília, 19 abr. 2017. Disponível em: <<https://jota.info/colunas/constituicao-empresa-e-mercado/a-funcao-social-das-empresas-estatais-19042017>>. Acesso em: 04 nov. 2017.

É essa também a opinião de Mayara Gasparoto Tonin:

Nesse contexto, é importante mencionar que, assim como ocorre com as empresas privadas, a função social das estatais não é ampla e irrestrita, mas é delimitada pelo imperativo da segurança nacional ou pelo interesse coletivo (art. 173 da Constituição) que justificou sua criação. Assim, é esse objetivo específico — a razão pela qual a criação de determinada empresa estatal foi autorizada pelo Estado — que, em última análise, define seu próprio objeto e delimita sua função social.⁴²

Mario Engler Pinto Junior vai além e esclarece que, no seu entender, a função social é aquela que pode “legitimar práticas não maximizadoras do retorno aos acionistas, quer no curto, quer no longo prazo, desde que tenham como objetivo compensar terceiros afetados negativamente pela atividade empresarial.”⁴³

Não há dúvida, de fato, que a constituição de SEM é motivada pela realização de um dado interesse coletivo julgado relevante. Não fosse assim, restaria preservada a regra geral resultante do princípio da livre iniciativa, isto é, não fosse a atividade considerada merecedora de ser prestada pelo Estado — por qualquer que seja a razão estratégica para tanto —, não haveria sequer de se falar na criação de uma empresa estatal para o seu desenvolvimento.

A função social é, portanto, traço distintivo da SEM (e de qualquer empresa estatal), sendo, além disso, elemento balizador dos deveres e responsabilidades do Estado como acionista controlador — disso se tratará em detalhe mais adiante.

Todavia, se a função social das SEMs decorre, sem sombra de dúvida, da própria *ratio* por trás de sua constituição — e da previsão constitucional para que o Estado lance mão de tal técnica empresarial —, decerto que a função das SEMs não se esgota nessa missão social a ela atribuída. Não menos importante é a finalidade econômica de que é dotada a SEM, finalidade essa que deriva não só de sua natureza societária e personalidade de Direito Privado, mas que avulta ante a constatação de que em tais companhias convivem acionistas públicos e privados, sendo certo que estes últimos decidem participar de tais companhias, em larga medida, visando justamente à consecução de sua finalidade econômica.

⁴² TONIN, Mayara Gasparoto. **Função social das empresas estatais**. In: JUSTEN FILHO, Marçal (Org.). Estatuto jurídico das empresas estatais: Lei 13.303/2016. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2016, p. 275.

⁴³ PINTO JUNIOR, Mario Engler. **Empresa estatal: função econômica e dilemas societários**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2013, p. 330.

1.2 Finalidade econômica

É indiscutível, como já se viu, a função social atribuída à SEM em sua lei de criação, lastreada no relevante interesse coletivo que motivou a constituição de tal veículo societário com o objetivo de permitir a exploração direta de atividade econômica pelo Estado. Não há maior debate acadêmico a esse respeito.

Ocorre que, de outro lado, a SEM também é dotada de finalidade econômica⁴⁴, a saber, a geração de lucros, como forma de remunerar o acionista particular, que é mero investidor da companhia (como ocorre, no mais, em qualquer empresa privada) e somente preservará seu investimento e manterá seus recursos aportados na sociedade se tiver a certeza de que será devidamente compensado pelo investimento realizado. Nesse sentido, Nelson Eizirik esclarece que o fundamento da SEM “reside na viabilidade de desenvolver-se eficazmente atividade de interesse público e ao mesmo tempo produzir lucros que possam ser apropriados por seus acionistas”.⁴⁵

Cumprе enfatizar, antes de mais nada, a relevância de que se reveste a finalidade econômica da SEM, muitas vezes ignorada ou relativizada em nosso Brasil. Nesse sentido, citamos a opinião de Mário Engler Pinto Junior, para quem:

Não há nenhuma razão lógica para afirmar que a empresa estatal deva despender maiores esforços em favor dos interesses de terceiros afetados pela atividade empresarial pelo simples fato de estar imbuída de propósitos menos egoístas. Parece intuitivo que os recursos drenados para cumprimento da função social limitam a capacidade de implementação das políticas públicas compreendidas no objeto social. A consecução do interesse coletivo não é menos importante do que a satisfação das expectativas dos prestadores de capital.⁴⁶

⁴⁴ A segregação entre finalidade econômica e social é aqui proposta para fins de ilustração didática das duas faces da SEM – aquela que se destina à realização de objetivos não econômicos (vinculados ao interesse público que dá ensejo à criação da companhia) e a que se propõe a atingir objetivos econômicos (ligados à remuneração de seus acionistas privados). Reconhecemos, porém, que ambas as finalidades, em determinadas condições, poderão se aproximar, haja vista que tanto (i) a finalidade social da SEM poderá também ter repercussão na esfera econômica (por exemplo, com a prestação de atividade relevante para a economia nacional ou o alcance de um maior número de consumidores), como (ii) a finalidade econômica também contribuirá para o atingimento da finalidade social da SEM. Nesse sentido, para que seja alcançado o fim imediato da companhia (geração de lucros a serem distribuídos para seus acionistas), é necessário que seja igualmente realizado o fim mediato da sociedade (o desenvolvimento da atividade constitutiva do objeto social), o que, por si só, guarda relação direta com o interesse público que justificou a criação da SEM.

⁴⁵ EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A comentada**. v. 3. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 313.

⁴⁶ PINTO JUNIOR, Mario Engler. A atuação empresarial do Estado e o papel da empresa estatal. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. São Paulo: Malheiros, vols. 151/152, p. 279, jan-dez/2009.

O reconhecimento da dupla finalidade da empresa estatal (especificamente da SEM) é premissa central deste trabalho — diga-se, nem por um minuto se pode olvidar de que, ao adotar a forma de sociedade de economia mista como forma de intervenção na economia, o Estado o fez consciente das obrigações que essa técnica empresarial lhe impunha, seja pela conformação do regime legal a ela aplicável (com normas de direito privado, em que pesem as exceções presentes na Lei nº 13.303/16, como, por exemplo, no que toca a licitações e contratos), seja pelo compromisso assumido pelo Estado — como acionista controlador — de remunerar o investimento promovido pelo acionista particular na empresa estatal.⁴⁷

Não se desconhece que, sobretudo no início da discussão acerca do tema, houve quem repudiasse a possibilidade de o Estado agir com vistas à obtenção de lucro⁴⁸, ao argumento de que haveria insuperável conflito entre a realização do interesse público por trás da criação de empresas estatais e a atribuição de uma finalidade lucrativa a tais veículos.

É bem verdade que parte da doutrina sustenta que, por ser a SEM um instrumento para que o Estado atue diretamente na economia em busca de determinado interesse relevante (aquele que constou de seu instrumento de constituição e justificou a criação da sociedade), o controlador (i.e., o Estado) poderia sacrificar a finalidade lucrativa da companhia para perseguir referido interesse e executar quaisquer políticas públicas em alguma medida relacionadas ao objeto social ou ao setor em que se insira a companhia — sem exigir, porém, estrita correlação entre o interesse perseguido pelo Estado e aquele que constou do

⁴⁷ No mesmo sentido, confira-se o entendimento de Astrid Monteiro de Carvalho Guimarães de Lima Rocha, que bem observa que, “ao recorrer à forma societária de sociedade anônima, o Estado está procurando investimentos advindos da iniciativa privada. Esta foi inclusive a grande motivação do Estado a utilizar este instrumento para intervir na economia. Ao utilizar a forma societária anônima poderia arrecadar investimentos do setor privado, fugindo da estrutura burocratizada e deficitária típica das empresas públicas. A lucratividade, nesse sentido, serve como um atrativo aos investidores privados. Ora, nenhum investidor privado racional, em sã consciência, investiria em empresas deficitárias.” (ROCHA, A.M.C.G.L. **O Estado empresário: as sociedades com participação do Estado e suas implicações para o direito societário**. 2016. 280 f. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, p. 191-192)

⁴⁸ É interessante a transcrição da conclusão de Jacintho Arruda Câmara a propósito da negativa, por parte da doutrina, em relação à lucratividade das empresas estatais. Após analisar os argumentos mais frequentes para que seja rechaçada tal premissa, o autor conclui: “Identifico duas ideias na base deste citado ponto de vista. Uma delas é de caráter um tanto ideológico e moralista. Seus adeptos parecem partir da premissa segundo a qual obter lucro seria, por si, prática condenável. As pessoas deveriam ter acesso a bens e serviços pagando apenas o suficiente para cobrir os custos do fornecedor ou prestador de serviço. O lucro é tido como uma espécie de pecado imposto pelo capitalismo (usura), tolerável apenas entre particulares, porém, jamais aceitável como algo a ser pretendido pelo imaculado Estado. A outra provável justificativa para o repúdio ao lucro nas estatais teria base em conhecida lição doutrinária. Aplica-se a vaga distinção entre interesse público *primário* e o *secundário* para, a partir dela, inferir-se, sem qualquer justificativa, que a obtenção de lucro seria obviamente um interesse secundário, não podendo, como tal, ser buscado pela Administração (no caso, pela empresa estatal).” (CÂMARA, Jacintho Arruda. O lucro nas empresas estatais. **Revista Eletrônica de Direito Administrativo Econômico – REDAE**. Salvador. Instituto Brasileiro de Direito Público. n. 30. maio/junho/julho 2012, p. 4. Disponível em: <<http://www.direitodoestado.com/revista/REDAE-30-MAIO-2012-JACINTHO-CAMARA.pdf>>. Acesso em: 07 dez. 2017).

instrumento constitutivo da companhia. Essa corrente entende, na realidade, que haveria verdadeira incompatibilidade, no caso de sociedades de economia mista, entre a finalidade lucrativa da empresa — inerente a toda sociedade anônima — e a finalidade social da sociedade de economia mista.

Ilustrativo é o posicionamento de Fabio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho, para quem:

[...] a estrutura da sociedade de economia mista encerra, em si mesma, grave contradição. As companhias exploram, por definição legal, empresas lucrativas. Mas o regime consagrado na Constituição não assina ao Estado, por função, produzir lucros. [...] A função da empresa estatal não é a geração de receita sob a forma de lucro empresarial, mas a preservação da segurança nacional, ou a organização de setor que não possa ser desenvolvido com eficácia no regime de competição e de liberdade de iniciativa (Constituição Federal, art. 173). O dilema que se apresenta ao Estado, enquanto acionista controlador, é pois o de perseguir o interesse público antes e acima da exploração lucrativa — o que torna sem sentido a participação societária do capital privado no empreendimento; ou dar lugar ao interesse público apenas quando este se coloca em conflito com o objetivo normal de produção de lucros — o que infringe o princípio constitucional assinalado.⁴⁹

De outra sorte, houve quem arguisse que, para empresas estatais prestadoras de serviço público (que não se inserem sob a regra tradicional da livre iniciativa que orienta as atividades econômicas em sentido estrito), o lucro não seria fim, mas quando muito o meio de se prestar a atividade, a qual, no mais, deveria continuar a ser prestada, independentemente de sua viabilidade ou lucratividade. Nesse sentido é o seguinte trecho de voto do Ministro Ayres Britto:

Enquanto nas empresas privadas o lucro é o fim e o serviço prestado é o meio, a mercadoria vendida é o meio, a intermediação realizada é o meio, a empresa desempenha essas atividades para obter lucro, no âmbito das empresas estatais prestadoras de serviço público o lucro é meio; obtém-se o lucro para prestar o serviço, e o serviço é tão importante que, mesmo que não haja lucro, ainda assim ele deve ser prestado. Quer dizer, é completamente diferente. (STF, RE 599.628-DF, esclarecimento de voto, fl. 191, julgado em: 25.05.2011)

Bilac Pinto, em posicionamento ainda mais contundente, chegou a condenar as sociedades de economia mista em artigo específico sobre o assunto, defendendo a sua substituição por empresas públicas, que possuem tão somente capital público em sua

⁴⁹ COMPARATO, Fabio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O poder de controle na sociedade anônima**. 4. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2005, p. 372.

estrutura, com o intuito de afastar tais conflitos, que, também a seu ver, minavam a intervenção estatal por meio dessa técnica empresarial.⁵⁰

Acreditamos, porém, que atualmente a discussão se encontra superada, tendo prevalecido o entendimento favorável à lucratividade das empresas estatais, gênero do qual são espécies, repita-se, as empresas públicas e as SEMs, objeto deste estudo.

Não por acaso, mesmo algumas vozes mais conservadoras quanto à finalidade lucrativa das SEMs *vis-à-vis* o interesse público que animou a sua criação têm se erguido para reconhecer a necessidade de perseguição de lucro por tais sociedades. A título ilustrativo, veja-se a posição de Mário Engler Pinto Junior:

O fato de a empresa estatal estar imbuída de uma missão pública não significa a derrogação da finalidade lucrativa inerente ao modelo de sociedade por ações. Essa afirmação é de difícil assimilação pelo direito administrativo clássico, que atribui caráter absoluto ao princípio da supremacia do interesse público sobre o particular. O interesse particular não pode, em nenhuma circunstância, impedir a consecução do interesse público, porém, deve ser cabalmente indenizado por qualquer prejuízo material daí resultante.⁵¹

De fato, não são poucos os argumentos que reforçam não só a possibilidade, mas a necessidade, de a SEM perseguir a obtenção de lucro na realização de suas atividades, a tornar equivocada, a nosso ver, qualquer construção no sentido de negar a dupla finalidade da SEM ou mesmo de se prestigiar apenas a sua finalidade pública/social, em detrimento da finalidade econômica/lucrativa. Não há qualquer vedação legal a que as SEMs, sob controle societário do Estado, persigam a obtenção de lucro. Muito ao contrário: ao impor que, no exercício de atividade econômica, o Estado se submeta ao regime jurídico das empresas de Direito Privado, o art. 173, inciso II, da Constituição Federal, impôs não só o respeito aos interesses da própria companhia e dos acionistas minoritários, como a observância da finalidade lucrativa da empresa. A bem da verdade, não fosse assim, sequer faria sentido a constituição da SEM.⁵²

⁵⁰ PINTO, Bilac. O declínio das sociedades de economia mista e o advento das modernas empresas públicas. **Revista de Direito Administrativo**. Rio de Janeiro, n. 32, p. 9-17, abr./jun. 1953.

⁵¹ PINTO JUNIOR, Mario Engler. **Empresa estatal: função econômica e dilemas societários**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2013, p. 354.

⁵² Essa conclusão é corroborada por Nelson Eizirik: “Como a sociedade de economia mista constitui o instrumento por meio do qual se conjugam capitais estatais e particulares, seu fundamento reside na viabilidade de desenvolver-se eficazmente atividade de interesse público e ao mesmo tempo produzir lucros que possam ser apropriados por seus acionistas. É essa equação que viabiliza a existência da sociedade; se não for possível a conciliação da política pública com a produção de resultados econômicos, não se justifica a sua instituição.” (**A Lei das S/A comentada**. v. 3. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 313)

A uma, pois as SEMs devem ser constituídas obrigatoriamente sob a forma de sociedades anônimas, tipo societário que tem como característica ínsita a sua finalidade lucrativa, a teor do art. 2º da Lei nº 6.404/76.⁵³ Portanto, tal finalidade já decorre, por si só, da escolha feita pelo Poder Público de intervir no domínio econômico mediante a constituição de companhia que tem como traço distintivo o desenvolvimento de atividade visando ao lucro.

De fato, como se verá em detalhe mais adiante, o lucro, mais do que desejável, é essencial para preservar a racionalidade econômica da criação das SEMs. Afinal, conquanto o Estado, na qualidade de acionista controlador, tenha, ao constituir a SEM, a finalidade de atingir o interesse público que motivou a sua criação, o mesmo não se pode dizer dos acionistas privados que adquirem participação em tais companhias. Tais acionistas assim o fazem com o objetivo último de obter remuneração por seu investimento, a exemplo do que ocorre com qualquer companhia privada.

Nesse passo, tanto quanto as empresas privadas, as SEMs devem obter lucro para o fim de remunerar seus acionistas privados, que não são nada além do que investidores e têm a justa expectativa de receber, a título de distribuição de lucros, os dividendos decorrentes da bem sucedida exploração da atividade econômica exercida pela SEM. Não sendo assim, nenhum investidor terá incentivo para se associar ao Estado na condição de acionista de SEM, já que certamente ele não terá o intuito de ver seu patrimônio diluído ou expropriado para que a SEM possa atingir tão somente o seu fim social, descuidando-se do fim lucrativo que anima seus acionistas privados.

Ademais, a se admitir que a companhia possa ter suas atividades orientadas contrariamente ao interesse social (*i.e.*, para promoção de políticas públicas e outros fins políticos), continuar-se-ia a observar grande volatilidade no valor das ações das companhias de economia mista listadas em Bolsa, especialmente em épocas próximas a períodos eleitorais, quando a incerteza quanto à eleição de novo governo geraria grande insegurança nos investidores. Esse risco impacta não só na negociação de ações de tais companhias, mas também na possibilidade de o Estado promover ofertas públicas de ações, na medida em que a incerteza afugentaria boa parte dos investidores interessados, como, por exemplo, os fundos de pensão estatais, que costumam manter suas posições acionárias durante longos períodos (e

⁵³ A esse respeito, convém trazer o pronunciamento de Alfredo Lamy Filho, segundo o qual “toda S.A., por definição legal, é comercial, isto é, tem por objeto o lucro em sua atividade. Não há sociedade anônima beneficente, nem voltada para ações sociais de interesse público. (É o que prescreve o art. 2º, §1º: ‘Qualquer que seja o objeto, a companhia é mercantil e se rege pelas leis e usos do comércio.’) Os acionistas, na maioria ou minoria, são todos atraídos pela perspectiva de lucro – e cientes de que se submetem à álea do empreendimento.” (LAMY FILHO, Alfredo. **Temas de S.A.** Exposições e Pareceres. São Paulo: Renovar, 2007, p. 128)

estariam sujeitos à mencionada oscilação nas políticas públicas conduzidas pelos governos no poder).

Vale mencionar que a decisão por constituir SEM para explorar atividade econômica decorre de escolha discricionária da Administração Pública⁵⁴, à qual fica vinculada durante toda a existência da sociedade, não lhe sendo dado, após a criação do veículo societário, malferir as regras aplicáveis àquela sociedade, em prejuízo dos acionistas minoritários e da própria companhia.

Considerando a diversidade de modelos por meio dos quais o Estado pode intervir diretamente na economia, ao optar por recorrer a recursos de investidores privados, deve o Estado estar preparado para orientar a sua atuação no sentido de conciliar a finalidade social da companhia com a finalidade econômica, de devolver aos acionistas privados, com rendimentos, o investimento que fizeram.⁵⁵

Concordamos, pois, com a conclusão alcançada por Carina Lellis Nicoll Simões Leite:

Cabe lembrar que a Administração Pública pode adotar uma série de modelos organizacionais. (...) Mas quando o Estado opta pelo modelo empresarial, ele o faz justamente por admitir que o interesse público a ser perseguido pela empresa estatal pode ser associado a objetivos característicos das empresas privadas. Ainda mais quando decide instituir sociedade de economia mista, em que a pessoa jurídica de Direito Público se associa a particulares. Nesse caso, é ainda mais evidente que a sociedade formada por acionistas públicos e privados deverá almejar resultados econômicos positivos. Uma vez que o Estado atrai os investimentos da iniciativa privada, ele se compromete a remunerá-la por meio da distribuição de dividendos. Ao se associar a parceiros privados, é comum que o ente público esteja procurando investimentos, expertise e capacidade gerencial para aumentar a eficiência na

⁵⁴ Nas palavras de Jacintho Arruda Câmara: “A Constituição Federal prevê uma série de modelos organizacionais da Administração Pública. Além da atuação direta, o Estado pode agir por meio de entes integrantes da chamada Administração Indireta, composta por autarquias, fundações governamentais, empresas públicas e sociedades de economia mista. A atuação por meio da Administração Direta e da autárquica se dá em regime de direito público. Nesse campo não se espera realmente, a obtenção de superávits econômico-financeiros de cada atividade. O mesmo se dá com o horizonte finalístico natural de estruturas fundacionais, sejam elas governamentais ou não, de direito público ou privado. Todavia, em estruturas empresariais, a lucratividade é algo a ser buscado. Assim, quando a Constituição admite expressamente que o Estado atue por meio de empresas, parece claro que o fez por aceitar que essa atuação administrativa não é incompatível com um dos fins precípuos da atuação empresarial, que é a de gerar lucros.” (O lucro nas empresas estatais. **Revista Eletrônica de Direito Administrativo Econômico – REDAE**. Salvador. Instituto Brasileiro de Direito Público. n. 30. maio/junho/julho 2012, p. 6. Disponível em: <<http://www.direitodoestado.com/revista/REDAE-30-MAIO-2012-JACINTHO-CAMARA.pdf>>. Acesso em: 07 dez. 2017.)

⁵⁵ A esse respeito, veja-se comentário de Filipe de Melo Fonte, para quem a defesa do sacrifício da finalidade lucrativa da sociedade de economia mista “desconsidera a motivação essencial dos acionistas minoritários, no caso das sociedades de economia mista, que é a obtenção de retorno pelo investimento. Eles são titulares da expectativa de lucro e atendem ao chamado do Estado exatamente porque esse promete atendê-la em algum grau. Além disso, como afirmado ao longo do texto, a realização de políticas públicas com as estatais pode, em muitos dos casos, mascarar uma subvenção concedida a certo setor da economia à margem da lei e com prejuízo ao controle social. O abandono ao lucro, portanto, deve ser entendido como exceção, e não regra.” (Supervisão ministerial e controle societário de empresas estatais: três standards para um modelo de complementaridade e limitação. In: ARAGÃO, Alexandre Santos de (Org.). *Empresas públicas e sociedades de economia mista*. 1. ed. Belo Horizonte: Fórum. 2015. p. 208)

exploração da atividade. Mas, para que a sociedade seja bem-sucedida, necessariamente terá que haver uma composição de interesses, de forma que não se poderá descuidar dos interesses econômicos da companhia.⁵⁶

Acrescente-se que o lucro auferido pela SEM no desenvolvimento de suas atividades pode até mesmo ser revertido para a melhoria e/ou expansão dos serviços e produtos oferecidos ao mercado pela companhia, de modo que não se destina apenas a satisfazer os interesses de seus acionistas privados, mas também de seu controlador e da coletividade.⁵⁷

Com isso, não apenas os acionistas minoritários são beneficiados com a geração de lucros e eventual distribuição de dividendos. A própria companhia e o Estado como controlador também são: a primeira passa a dispor de mais recursos para reinvestir em sua atividade, oferecendo-a com maior qualidade e a preços mais acessíveis; o segundo recebe recursos que podem ser utilizados em prol do interesse público. Desse modo, é correto afirmar que, longe de ser vedada, a perseguição ao lucro, nos limites do interesse público que justificou a criação da companhia, pode ser entendida como corolário dos princípios da eficiência e da economicidade, aplicáveis aos entes da Administração Pública.

Aliás, devendo a função social das SEMs, por força do art. 27, §1º, da Lei nº 13.303/16 ser exercida de modo a viabilizar a alocação socialmente eficiente dos recursos da empresa, assim como a ampliação sustentada do acesso de seus consumidores a seus produtos e serviços, torna-se ainda mais relevante o argumento de que a finalidade lucrativa da sociedade pode, inclusive, auxiliar de maneira decisiva no atingimento de tais objetivos. Desse modo, a finalidade lucrativa da sociedade serve até mesmo como mola propulsora para a observância de sua função social.

Por fim, não é demais lembrar que muitas SEMs (embora nem todas, conceda-se) atuam em regime de competição com outras empresas privadas de seu setor. Por esse motivo, não seria razoável admitir a exploração deficitária pelo Estado da atividade constitutiva do objeto social daquela companhia, sob pena de tornar desleal a concorrência com os demais *players* do setor, que serão movidos apenas e tão somente por fins econômicos e não terão condições de disputar o mercado com outra sociedade que, despreocupada com seus

⁵⁶ LEITE, Carina Lellis Nicoll Simões. O lucro nas sociedades de economia mista. In: ARAGÃO, Alexandre Santos de (Org.). Empresas públicas e sociedades de economia mista. 1. ed. Belo Horizonte: Fórum, 2015. p. 108-109.

⁵⁷ Como observa Mario Engler Pinto Junior: “Sob o ponto de vista econômico, o lucro é responsável pela geração de excedentes financeiros, que, por sua vez, possuem duas finalidades básicas: (i) remunerar o capital do acionista, sob a forma de distribuição de dividendos; e (ii) financiar a realização de novos investimentos para expansão da capacidade produtiva.” (PINTO JUNIOR, Mario Engler. **Empresa estatal: função econômica e dilemas societários**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2013, p. 361)

resultados financeiros e operacionais, poderá oferecer seus serviços e/ou produtos a preços diferenciados e inalcançáveis pelos demais competidores.⁵⁸

Uma vez elencados os motivos que nos levam a concluir pela possibilidade (mais do que isso, pela necessidade, como se disse) de perseguição de lucro pela SEM, cabe abrir um parêntesis para analisar se, ainda que desejáveis, tais lucros estariam sujeitos a um patamar máximo ou a qualquer tipo de restrição. Trata-se, aqui, de examinar se a SEM poderia buscar a maximização de seus lucros, ou se a sua lucratividade estaria constrita pela realização de seu fim social.

Nesse ponto, parece-nos pertinente a ressalva de Astrid Monteiro de Carvalho Guimarães de Lima Rocha, que adverte ser tênue a linha que divide lucratividade e maximização de lucros, na medida em que “[p]ara o acionista minoritário o lucro a ser distribuído sempre poderia — em tese — ser maior. Para o Estado, em contrapartida, o lucro deveria, sempre que possível, ser reinvestido na atividade desenvolvida pela sociedade”.⁵⁹

De fato, não é possível afirmar com precisão qual seria o limite dos lucros a serem obtidos pela SEM, nem muito menos fixar uma proporção estática e pré-definida da parcela de tais lucros a ser distribuída para os acionistas e daquela a ser reinvestida na própria atividade social. A SEM, como qualquer companhia, é entidade complexa que não admite regras pré-estabelecidas que engessem o seu funcionamento e a condução de seus negócios.

Rejeitamos, pois, a noção de “lucratividade modulada” defendida por alguns autores, segundo a qual a obtenção de lucros por SEMs estaria invariavelmente limitada pela realização do interesse público por trás de sua criação. Mario Engler Pinto Junior, por exemplo, defende que a taxa de retorno (analisada sob a perspectiva global, e não de cada

⁵⁸ Alexandre Santos de Aragão alerta, ainda, para os problemas que isso poderia gerar a longo prazo para as SEMs que atuam em concorrência com empresas privadas – e para seus acionistas. Para o autor, essas sociedades são as menos suscetíveis a sacrificar sua lucratividade em prol de objetivos públicos, na medida em que, se assim não fosse, “o Estado estaria dando os fins a essas entidades (atuar num mercado concorrencial), mas lhe retiraria os meios adequados a tanto, já que, além das exigências procedimentais e de controle que a Constituição já impõe a toda Administração Pública Indireta (licitações, concurso público, fiscalização pelos tribunais de contas etc.), ainda se veriam obrigadas a realizar intensamente objetivos públicos não lucrativos ou não muito lucrativos. Essas imposições adicionais dificultariam ainda mais a sua competitividade, além de torna-las um negócio desinteressante para eventuais investidores que poderiam, por exemplo, ser chamados para novos aumentos de capital. Em uma corrida com os concorrentes para a realização de novos investimentos este teriam então mais condições de captar recursos no mercado de valores mobiliários que a estatal.” (ARAGÃO, Alexandre Santos de. **Empresas estatais: o regime jurídico das empresas públicas e sociedades de economia mista**. 1. ed. São Paulo: Forense, 2017, p. 341)

⁵⁹ ROCHA, A.M.C.G.L. **O Estado empresário: as sociedades com participação do Estado e suas implicações para o direito societário**. 2016. 280f. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, p. 191.

operação) da SEM deve encontrar seu limite no custo médio ponderado de capital⁶⁰, sendo injustificável a distribuição em patamar superior a essa taxa:

Ao mesmo tempo em que o custo das políticas públicas não deve colocar em risco a subsistência futura da companhia, a sua sustentabilidade financeira deve ser analisada levando em conta a totalidade dos negócios sociais, e não a rentabilidade de cada operação específica. Em outras palavras, nem todo investimento realizada pela empresa estatal necessita ter taxa de retorno positiva, desde que o conjunto das operações seja superavitário. Para isso, a taxa de retorno global não pode ser inferior ao custo médio ponderado de capital, sob pena de não remunerar adequadamente os recursos investidos na companhia por acionistas e credores. Quando a taxa de retorno global é superior ao custo médio ponderado de capital, significa que a companhia pode estar auferindo ganhos especulativos e, portanto, injustificáveis sob a ótica do empreendimento público.⁶¹

A nosso ver, a destinação dos lucros sociais (que, ao final e ao cargo, será decidida pelo Estado, no exercício de seu voto em assembleia como acionista controlador) deverá, na realidade, obedecer à mesma lógica percebida em toda e qualquer companhia privada.

Apurado lucro no exercício social, este lucro deverá preferencialmente ser, ao menos em parte, distribuído aos acionistas na forma de dividendos. A parcela que não o for, para que seja aplicada em finalidades outras, deverá ser objeto de fundamentação adequada, como já seria necessário em qualquer empresa privada, para preservar os direitos dos minoritários, sendo tal providência (fundamentação precisa e exaustiva) ainda mais relevante no caso das SEMs, para evitar indevida expropriação dos acionistas privados pelo controlador.

Naturalmente, como toda e qualquer companhia, é natural que a SEM também decida, por vezes, reter parcela de lucros para constituir reservas (obrigatórias ou facultativas), bem como para investir na expansão ou melhoria de seus negócios. Não se disputa a licitude de tais deliberações, desde que, repita-se, devidamente fundamentadas e compatíveis com parâmetros de mercado — sem que haja uma retenção superior ao habitual apenas por se tratar de empresa estatal.

É igualmente admissível, à luz da dupla finalidade que inspira a SEM, que, diante de situação em que seja necessário sacrificar a lucratividade (ou a maximização de lucros) em benefício da realização do interesse coletivo que motivou a criação da companhia, o Estado aja no sentido de preservar o interesse público, deixando temporariamente de lado a finalidade

⁶⁰ O custo médio ponderado de capital (ou WACC, no jargão econômico em inglês) é uma fórmula que mede a remuneração sobre o capital investido em uma empresa, levando em consideração o custo de oportunidade os investidores e credores do negócio (isto é, a rentabilidade que estes poderiam obter investindo em outros negócios).

⁶¹ PINTO JUNIOR, Mario Engler. **Empresa estatal: função econômica e dilemas societários**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2013, p. 365.

econômica da SEM — observados, frise-se desde já, os limites quantitativos e qualitativos a esse “desvio” (em relação à finalidade lucrativa) por parte do Estado enquanto acionista controlador, os quais serão pormenorizadamente examinados em capítulo próprio deste trabalho.

Também aqui, concordamos com as ponderações de Astrid Monteiro de Carvalho Guimarães de Lima Rocha:

De tudo o que foi dito, podemos retirar duas conclusões. A primeira é que sempre que o Estado, como acionista controlador, estiver diante de uma situação em que as atividades da sociedade de economia mista possam ser desenvolvidas de forma lucrativa — ou de forma a maximizar seus lucros — sem que se deixe de lado sua missão pública, o Estado assim *deverá* agir. Diante de duas opções que igualmente atinjam o interesse público que justificou a sua criação, o Estado *deverá*, obrigatoriamente, optar pela mais lucrativa.

Isso não significa que a lucratividade possa superar o interesse público que justificou a criação destas sociedades. Diante de suas situações em que o Estado, como controlador, coloque-se e que a opção mais lucrativa acabe por prejudicar o atingimento do interesse público que justificou a criação da companhia, ele *deverá* privilegiar o interesse público, posto que está é a única justificativa capaz de justificar a sua intervenção.⁶²

Pelo exposto, concluímos que as SEMs são, de fato, dotadas de dupla finalidade — a sua função social, conformada pelo interesse coletivo que justificou a sua criação (conforme descrito na respectiva lei de autorização) e, de outro lado, a sua função econômica, qual seja, a de produzir lucro para remunerar o investimento de seus acionistas privados.

Embora tais finalidades devam ser exercidas em paralelo e da forma mais harmônica possível, não se ignora que poderão ocorrer situações em que será necessário sacrificar a lucratividade da SEM para que se possa dar concretude ao interesse público que motivou a sua criação — situações em que *deverá* prevalecer a função social da SEM, admitindo-se, por conseguinte, que o Estado, como acionista controlador, deixe de orientar o funcionamento da companhia para a geração de lucro e passe a fazê-lo, naquela hipótese específica, para realizar o interesse público.

Entretanto, o reconhecimento de tal premissa — a possibilidade de o Estado se desviar da finalidade lucrativa em prol do interesse público — dá lugar a algumas questões tão relevantes quanto polêmicas:

⁶² ROCHA, A.M.C.G.L. **O Estado empresário: as sociedades com participação do Estado e suas implicações para o direito societário**. 2016. 280f. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, p. 193.

- (i) em que hipóteses (e até que limite) será admitida a relativização da finalidade lucrativa em prol da finalidade social da SEM?
- (ii) quando isso ocorrer, o acionista privado fará jus a algum tipo de compensação financeira pelo fato de a companhia abandonar, ainda que apenas em uma ou algumas operações específicas, o intuito lucrativo?
- (iii) em caso afirmativo, como seria apurada tal compensação?

Essas são algumas das perguntas que se pretende responder no próximo capítulo deste trabalho, no qual serão analisados os deveres e responsabilidades do Estado quando atua como acionista controlador de SEM, à luz do art. 238 da Lei nº 6.404/76 e dos demais dispositivos aplicáveis.

2. A ATUAÇÃO DO ESTADO COMO ACIONISTA CONTROLADOR DAS SOCIEDADES DE ECONOMIA MISTA

2.1 A atuação estatal como risco concreto ao acionista minoritário: previsibilidade necessária

Viu-se anteriormente que, em certos casos, deverá prevalecer a função social da SEM, casos em que a finalidade lucrativa da companhia deverá ser pontual e temporariamente deixada de lado (apenas na medida em que isso seja necessário para o atingimento do interesse coletivo por trás da criação da SEM).

Entretanto, tendo em vista que, para os acionistas privados da SEM, o seu aporte funciona como verdadeiro investimento, tendo tais acionistas, conseqüentemente, a legítima expectativa de (i) auferir lucro com o ato de investir e (ii) conhecer os riscos inerentes ao negócio.

Positivamente, é de suma relevância para o sucesso das SEMs como mecanismo de captação de recursos pelo Estado que tais acionistas privados tenham visibilidade quanto aos riscos inerentes. Ora, desconsiderado o risco natural de malogro de qualquer atividade empresarial (por questões estruturais ou mercadológicas, por exemplo), a verdade é que o principal risco a ser sopesado pelos investidores ao se tornarem acionistas da companhia é o risco de, sendo o Estado o controlador da sociedade, este oriente os negócios sociais para finalidades outras que não o interesse social e dos acionistas.

Tem se tornado crescente, recentemente, a inquietação de acionistas privados de empresas estatais quanto à possibilidade de utilização de tais empresas para promoção de políticas públicas das mais variadas, com o objetivo de ver alcançadas metas pessoais de governantes em exercício.

Daí ser legítimo realçar a importância de os acionistas conhecerem, de antemão (leia-se, no momento de tomar a decisão por investir ou não na SEM), as hipóteses nas quais estará o Estado autorizado a sacrificar a lucratividade da empresa, para perseguir objetivos públicos, já que esse é o principal risco a que se expõem os acionistas minoritários. Essa previsibilidade — necessária para manter os incentivos a que os acionistas invistam —, contudo, tem sido seriamente prejudicada em nosso País.

Verificou-se na última década e meia no Brasil o reforço da presença do Estado na economia. Infelizmente, esse movimento se fez acompanhar de práticas deletérias para a administração das estatais por meio das quais as atividades econômicas são exploradas.

No que diz respeito às sociedades de economia mista, tem-se verificado (i) a utilização de tais companhias por seus controladores para fins essencialmente políticos, como mera *longa manus* do Estado para a execução de políticas públicas, em detrimento de sua finalidade econômica — e até mesmo social —, bem como (ii) a ausência de boas práticas de governança corporativa⁶³, na definição dos objetivos das companhias, na formação de seus conselhos e diretoria, na transparência na divulgação de informações, dentre outras questões.

Tudo isso resulta não só no desrespeito aos direitos dos acionistas minoritários — investidores privados que se veem espoliados pela condução equivocada e ilegal das sociedades —, mas também na perda de eficiência na prestação dos serviços e atividades desenvolvidos pelas empresas e, em última análise, na perda de valor de mercado das empresas. Mais do que isso, a falta de boa governança corporativa faz com que tais sociedades se tornem terreno fértil para episódios de corrupção, como os recentemente vivenciados no Brasil.

Para exemplificar a sentença anterior, mencionamos novamente algumas situações recentes em que a União Federal agiu contrariamente aos interesses das próprias sociedades das quais é controladora e em descompasso com o regime jurídico a elas aplicável, tais como os casos da Eletrobras (relacionado à edição da Medida Provisória nº 579) e da Petrobras, que suportou expressivos prejuízos por conta de políticas de governo de congelar preços de combustíveis para conter a inflação. Tais episódios já foram anteriormente mencionadas na introdução deste trabalho.

Isso sem falar, naturalmente, nos múltiplos e lamentáveis episódios de corrupção recentemente descobertos no seio da Petrobras e de outras estatais (Correios, BNDES, Banco do Brasil etc.), que reforçam a percepção de que tais empresas viraram campo frutífero para tais malfeitos.

Com efeito, para que se possa cogitar de medidas de aprimoramento da gestão das sociedades de economia mista, faz-se necessário enfrentar questões complexas, dentre as

⁶³ O Código de Melhores Práticas do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) define o termo como “o sistema pelo qual as empresas e demais organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre sócios, conselho de administração, diretoria, órgãos de fiscalização e controle e demais partes interessadas” (INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. 5. ed. São Paulo, IBGC, 2015. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/index.php/publicacoes/codigo-das-melhores-praticas>>. Acesso em: 08 dez. 2017)

quais assume papel de destaque o regramento jurídico aplicável e os limites da atuação do Estado no papel de acionista controlador.

2.2 O art. 238 da LSA e o sacrifício da lucratividade

Chega-se, assim, à necessidade de se endereçar a primeira das questões anteriormente suscitadas: quando poderá ser sacrificada a finalidade lucrativa da SEM em prol do atingimento de sua finalidade social? Sendo esse um aspecto central para a percepção e identificação prévia, pelo acionista privado, dos riscos decorrentes de seu investimento, torna-se mandatória a análise e resposta de tal questão.

Bem se sabe que o limite para a utilização de sociedades de economia mista como veículos de execução de políticas públicas é tema bastante sensível e controvertido. Há antiga e infundável discussão, viu-se anteriormente, sobre a possibilidade de o Estado, na qualidade de acionista controlador, deixar de perseguir lucros na administração da sociedade para executar políticas públicas que sejam de interesse estatal, mas contrárias aos interesses da companhia e de seus acionistas minoritários.

No Brasil e no exterior, alguns importantes *guidelines* foram editados com a finalidade de apresentar recomendações de boas práticas de governança corporativa em sociedades de economia mista (ou em empresas estatais, de modo geral). Alguns dos principais *guidelines* sobre o assunto foram divulgados pela OCDE⁶⁴ (2005), pelo Banco Mundial⁶⁵ (2014), pelo IBGC⁶⁶ (2015) e pela BM&FBOVESPA⁶⁷ (2015).

⁶⁴ ORGANIZAÇÃO PARA A COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO. **Diretrizes da OCDE sobre governança corporativa para empresas de controle estatal**. OCDE, 2015. Disponível em: <<https://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceofstate-ownedenterprises/42524177.pdf>>. Acesso em: 08 dez. 2017.

⁶⁵ THE WORLD BANK. **Corporate governance of state-owned enterprises: A Toolkit**. Washington, DC: World Bank, 2014. Disponível em: <<http://documents.worldbank.org/curated/pt/228331468169750340/Corporate-governance-of-state-owned-enterprises-a-toolkit>>. Acesso em 08 dez. 2017.

⁶⁶ INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Boas práticas de governança corporativa para sociedades de economia mista** (Série Cadernos de Governança Corporativa, 14). São Paulo: IBGC, 2015. Disponível em: <http://www.ibgc.org.br/userfiles/2014/files/Arquivos_Site/Caderno14.PDF>. Acesso em: 20 nov. 2017

⁶⁷ B3 – BRASIL, BOLSA, BALCÃO. **Programa de Destaque em Governança de Estatais**. São Paulo: B3, 2017. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/governanca-de-estatais/> Acesso em: 08 dez. 2017.

Tais programas abordam, ainda que de maneira vaga, pouco conclusiva, o papel do Estado como acionista controlador, examinando, inclusive, o conflito de interesses entre a dupla atuação do Estado como controlador e regulador de tais companhias mistas.

Interessa-nos discorrer sobre o papel do Estado como acionista controlador sob a perspectiva de atribuir a interpretação ao art. 238 da Lei nº 6.404/76 que mais se harmoniza com o tipo societário imposto por lei e com a finalidade econômica da sociedade de economia mista. Isso porque o referido dispositivo legal — complementado recentemente pelas novas disposições aplicáveis da Lei nº 13.303/16, das quais se tratará em seguida — regula os deveres e responsabilidades do acionista controlador de SEM.

Ao abordar a atuação do Estado “na qualidade de proprietário” das empresas estatais — ou, no caso, de controlador das sociedades de economia mista —, as Diretrizes da OCDE afirmam que:

O Estado deve agir como um proprietário informado e ativo, e estabelecer uma política de propriedade clara e consistente, assegurando que a governança de empresas de propriedade estatal seja desempenhada de maneira transparente e responsável. (Seção II, p. 5).

A OCDE vai pouco além e enfatiza a importância de alguns comportamentos do Estado enquanto controlador de sociedades de economia mista, como (i) a divulgação de política de propriedade que defina os objetivos gerais da propriedade estatal, (ii) o não envolvimento na administração diária, dando espaço e autonomia para que o conselho de administração exerça com liberdade suas funções e (iii) a prestação de contas aos entes públicos competentes, como o Congresso.

Diferentemente da OCDE, que divulga suas Diretrizes para todo o público internacional e com orientações mais genéricas e aplicáveis a todos os países, sem vinculação com as normas de um único ordenamento jurídico, o IBGC, em seu Caderno de Boas Práticas de Governança Corporativa para Sociedades de Economia Mista (“Caderno de Boas Práticas”), examina o papel do Estado como controlador à luz da legislação brasileira, mais especificamente do art. 238 da Lei nº 6.404/76. Nesse sentido, o IBGC afirma que a “atuação da SEM deve-se pautar pela consecução de um mandato e objetivos claramente delineados e protegidos da interferência de objetivos circunstanciais ou casuísticos da política econômica do governo vigente”.

Assim, conquanto admita que “a persecução do interesse público pode gerar prejuízos para a SEM quando a preocupação com o desempenho econômico é relegada a segundo

plano”, o IBGC sugere que, “[a] fim de minimizar o risco de a companhia ser utilizada de forma abusiva, a SEM somente deverá assumir compromissos com encargos e responsabilidades por investimentos e prestação de serviços vinculados a políticas públicas relacionadas à consecução do seu objeto social.”⁶⁸

Portanto, não é nova a preocupação em se evitar que as companhias de economia mista sejam orientadas com finalidades meramente políticas ou sociais, afastando-se da sua finalidade econômica. Tal preocupação decorre, repita-se, da prática estabelecida na realidade brasileira, segundo a qual as sociedades de economia mista são vistas pelo governo — em todas as suas esferas — como meros braços executores de políticas públicas, por meio dos quais toda e qualquer política setorial pode ser executada, sem que sejam observados os fundamentos que inspiraram a criação da companhia (e sem que sejam respeitados os interesses dos demais acionistas).

A questão-chave para que se possa construir linha de raciocínio apta a responder a questão acima colocada está, repita-se, na interpretação do art. 238 da LSA, que regula os deveres e responsabilidade do controlador de SEM, nos seguintes termos:

A pessoa jurídica que controla a companhia de economia mista tem os deveres e responsabilidades do acionista controlador (artigos 116 e 117), mas poderá orientar as atividades da companhia de modo a atender ao interesse público que justificou a sua criação.

A leitura do citado dispositivo parece conduzir a duas ponderações iniciais: (i) há que se entender, de início, quais seriam os deveres e responsabilidades típicas do acionista controlador de qualquer empresa privada (parte inicial do dispositivo); para em seguida compreender que (ii) a parte final do dispositivo traça uma primeira delimitação dos limites à atuação do acionista controlador de SEM quando se desvia de tais deveres tradicionais (que se confundem em larga medida, como se verá a seguir com a finalidade lucrativa da companhia), ao prever que o controlador somente poderá se afastar de seus deveres legais equiparáveis aos de qualquer controlador de empresa privada “de modo a atender o interesse público que justificou a sua criação”.

⁶⁸ INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Governança Corporativa em Empresas Estatais listadas no Brasil**. São Paulo: IBGC, 2017. Disponível em: <http://www.ibgc.org.br/userfiles/files/Publicacoes/IBGC_Pesquisa/Publicacao-IBGCPesquisa-GC_SEMs-2017.pdf>. Acesso em: 08 dez. 2017.

Antes de mais nada, é preciso esclarecer, portanto, os deveres e responsabilidades típicos de qualquer controlador, com base no que dispõe o § único do art. 116 da LSA⁶⁹. Ainda que esse não seja o objeto de pesquisa do presente trabalho, parece-nos relevante fazer uma breve descrição das discussões pertinentes à definição do interesse social — que orienta e baliza a atuação do acionista controlador.

Cabe ao controlador, naturalmente, orientar o funcionamento da companhia com base no interesse social. Nesse ponto, surgem duas principais teorias a respeito do que se entenderia por interesse social:

- (i) a teoria contratualista, que trata a sociedade como propriedade única de seus sócios, de modo que o interesse social seria tão somente o somatório dos interesses dos sócios — os quais se dividiriam no fim mediato (exploração da atividade constitutiva do objeto social) e no fim imediato (produção de lucros a partir da realização da atividade e distribuição de dividendos aos sócios); e
- (ii) a teoria institucionalista, que agrega ao interesse social os interesses da coletividade e do próprio Estado, tratando a sociedade como parte integrante de um ecossistema econômico maior e para o qual deveria também contribuir, devendo ser considerado no interesse social também a sua função social, de atingimento de certos objetivos públicos de interesse da coletividade.

A pergunta que se faz é qual das teorias teria sido consagrada no ordenamento pátrio, a julgar pela redação do art. 116, § único, da LSA, que impõe ao controlador o dever de fazer uso de seu poder de controle “com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social”, atribuindo-lhe, ainda, “deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender”.

A questão relevante seria, a nosso ver, definir se, ao atribuir ao acionista controlador não só o dever de realizar o objeto social e entregar resultados aos demais acionista, mas também o de cumprir a função social da companhia e respeitar os direitos e interesses de seus

⁶⁹ “O acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender.”

empregados e da comunidade, a LSA teria imposto deveres de ordem positiva ou negativa ao acionista controlador.

A nosso ver, os deveres impostos ao controlador no que toca ao cumprimento da função social da companhia e às suas responsabilidades perante a comunidade e aos empregados da companhia são de ordem negativa. Ou seja, deve o controlador, no exercício de seu poder de orientar o funcionamento da sociedade, abster-se de fazê-lo em descompasso com normas e preceitos legais e em violação a direitos e interesses da coletividade. Mas não são os interesses coletivos que vinculam e ditam a forma de desenvolvimento das atividades sociais — e nem poderia ser diferente, tendo em vista que limitar dessa forma a atuação empresarial importaria em violação incontestável do princípio da livre iniciativa, que, como já se viu, norteia a ordem econômica constitucional⁷⁰.

Nesse sentido, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França define o interesse da companhia como “o interesse comum dos sócios, que não colida com o interesse geral da coletividade, mas com ele se harmonize”⁷¹.

De outra sorte, o cumprimento bem sucedido dos fins mediatos e imediatos da companhia — exercer a sua atividade e gerar lucros — já é capaz de, por si só, acarretar consequências positivas à sociedade e importa, portanto, no cumprimento da função social da empresa. Em outras palavras, a realização do interesse comum dos sócios se harmoniza, por natureza, com o interesse da coletividade. Afinal, ao desenvolver suas atividades, a empresa beneficia toda a coletividade de inúmeras maneiras: gerando empregos, recolhendo impostos, desenvolvendo novos produtos e tecnologias em benefício de toda a economia, movimentando recursos, desenvolvendo mercados etc. Portanto, a simples atuação empresarial com a observância dos direitos da coletividade (isto é, dos deveres negativos impostos ao controlador e à companhia em si) já faz com que seja atingida, de modo indireto, a função social da companhia.

Assim, entendidos os deveres típicos do controlador, há que se enfatizar, em seguida, que a primeira barreira que se impõe a desvios injustificados na atuação estatal nessa condição de acionista controlador de SEM é aquela contida na parte final do art. 238 da LSA,

⁷⁰ A mesma conclusão é alcançada por Astrid Monteiro de Carvalho Guimarães de Lima Rocha: “Conclui-se, portanto, que estes deveres traduzidos na função social da companhia somente poderão ser atribuídos ao Estado enquanto entidade pública. A companhia, como entidade jurídica de direito privado, deve simplesmente se abster de praticar qualquer comportamento que prejudique a coletividade (sendo-lhe atribuído, portanto, deveres de natureza negativa).” (**O Estado empresário: as sociedades com participação do Estado e suas implicações para o direito societário**. 2016. 280f. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, p. 142)

⁷¹ FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. **Conflito de interesses nas assembleias de S.A.** São Paulo: Malheiros Editores, 1993, p. 57.

no sentido de que o sacrifício da lucratividade da companhia somente será admitido se levado a efeito com a finalidade de atender ao interesse público específico que justificou a criação da SEM (isto é, o “relevante interesse coletivo”, nos termos do art. 173 da CF). Até porque, ao se referir ao “interesse público que justificou a sua criação”, o art. 238 da LSA não está a compreender todo e qualquer interesse social ou coletivo, mas apenas aquela finalidade específica que deu causa à criação da sociedade.⁷²

Abra-se aqui um parêntesis para enfatizar que, ao mencionar o interesse público que justificou a criação da SEM, o art. 238 da LSA restringe o interesse a ser considerado para os fins de que aqui se cuida. Cabe, nesse particular, a distinção entre o interesse público primário — que se confunde com o interesse da sociedade civil na obtenção de certo fim público — e o interesse público secundário, que guarda relação com os interesses do aparelho estatal e de seus governantes em exercício.

No caso — e tal interpretação tem por finalidade evitar o aparelhamento das empresas estatais em prol de objetivos políticos, e temporários, dos mandatários em exercício —, o interesse a ser considerado para os fins do citado art. 238 é tão somente o interesse público primário, sendo esse o relevante interesse coletivo que justificou a criação da SEM. Afinal, como anota Mario Engler Pinto Junior, o “interesse público empresarial exige maior estabilidade, não podendo ficar ao sabor de conveniências político-partidárias de caráter sectário e transitório”⁷³.

É fato, porém, que a legislação brasileira, notadamente a Lei nº 6.404/76, a que se submetem as SEMs, já dispõe de longa data de mecanismos para evitar o desvirtuamento da atuação do Estado como controlador. Para esse fim, basta que se proceda a uma interpretação do art. 238 do referido diploma legal — o qual trata dos deveres e responsabilidades do controlador de sociedade de economia mista — que se harmonize com o sistema legal aplicável a tais sociedades (e a toda e qualquer sociedade anônima) e, mais do que isso, com o racional econômico que está por trás da criação de sociedades de economia mista e que motiva investidores privados a aportarem recursos em tais companhias.

⁷² No mesmo sentido entende Astrid Monteiro de Carvalho Guimarães de Lima Rocha: “Pela leitura do artigo [238] resta evidente que o conceito de interesse público aqui adotado não é indeterminado tal como o conceito sociológico, mas sim aquele interesse específico que justificou a intervenção do Estado – e que por essa mesma razão deve estar previsto na lei que autorizou a constituição da sociedade de economia mista. Nesse sentido, o interesse público previsto no artigo 238 da Lei das S.A. não deve ser confundido com o interesse da Administração Pública, ou com interesses do funcionário público.” (ROCHA, A.M.C.G.L. **O Estado empresário: interesse público, conflito de interesses e comportamento abusivo**. In: ARAGÃO, Alexandre Santos de (Org.). *Empresas públicas e sociedades de economia mista*. 1. ed. Belo Horizonte: Fórum. 2015. p. 89)

⁷³ PINTO JUNIOR, Mario Engler. **Empresa estatal: função econômica e dilemas societários**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2013, p. 232.

Conforme alerta Luiz Leonardo Cantidiano:

Está expressamente referido no artigo 238 do citado diploma legal [rectius, a Lei nº 6.404/76], que a ‘pessoa jurídica que controla a companhia de economia mista tem os deveres e responsabilidades do acionista controlador (artigos 116 e 117), mas poderá orientar as atividades da companhia de modo a atender ao interesse público que justificou a sua criação’.

Um entendimento equivocado sobre o real significado desse dispositivo tem levado o Estado, enquanto acionista controlador de sociedades de economia mista, a fazer com que elas atuem de forma contrária ao seu próprio interesse corporativo — servindo, portanto, para apoiar políticas que não guardam qualquer relação com o interesse público que justificou sua criação. Essa conduta do acionista controlador, lesiva ao interesse social e prejudicial aos demais acionistas da sociedade de economia mista, configura inquestionável desrespeito aos preceitos legais aplicáveis à sociedade por ações (inclusive aquela de economia mista), o que sujeita o infrator às sanções estabelecidas na legislação vigente.⁷⁴

Ocorre que a expressão empregada na parte final do art. 238 da LSA, a exemplo do que se verifica no caso do art. 173 da CF, também reflete conceito jurídico indeterminado, não sendo, pois, menos trabalhosa a sua interpretação. Importa, portanto, definir o que seria “o interesse público que justificou a sua criação”, para o fim de se estabelecer limites concretos à atuação do Estado como acionista controlador.

É cediço que as SEMs são criadas com a finalidade de atender a um interesse público (o relevante interesse coletivo que motiva e justifica a sua criação, a pretexto de relativizar a regra geral de subsidiariedade para a atuação estatal). A nosso ver, esse interesse deve ser cuidadosamente identificado e definido no momento em que se determina a constituição da sociedade. Essa perfeita identificação e definição são fundamentais para dar previsibilidade às situações em que o controlador da SEM estará autorizado a deixar de orientar o funcionamento da empresa para fins lucrativos e, ao revés, orientá-la para a consecução daquela finalidade social.

Se observada tal premissa, o acionista privado que vier a investir na SEM não poderá se dizer lesado, pois conhecia, de antemão, a natureza da companhia (e a condição inerente a ela de que, ao lado da finalidade econômica, ela busca uma finalidade social), assim como o interesse público que justificou a sua criação, e em vista do qual, em hipóteses excepcionais e diretamente vinculadas a tal interesse público, a atividade da companhia seria destinada a

⁷⁴ CANTIDIANO, Luiz Leonardo. Estatais e sociedades de economia mista: basta fazer cumprir a lei. **Revista Capital Aberto**. São Paulo, edição 7, 12 nov. 2015. Disponível em: <<https://capitalaberto.com.br/temas/legislacao-e-regulamentacao/estatais-e-sociedades-de-economia-mista-basta-fazer-cumprir-a-lei/#.V5zKuTVWzIV>>. Acesso em: 07 dez. 2017.

atender a finalidade social, e não apenas a econômica. Mesmo nessas hipóteses, porém, a companhia deve buscar a forma mais eficiente de atingir seu objeto social.

Há, porém, discussão doutrinária quanto (i) ao grau de detalhe em que deve ser informado o interesse coletivo que justificou a criação da SEM e (ii) ao momento e local em que isso deve ser feito (se na lei de criação, no estatuto, se em vista de circunstâncias setoriais ou até mesmo de outra forma, como será visto).

A esse respeito, pode-se citar, inicialmente, posição mais restritiva assumida por Astrid Monteiro de Carvalho Guimarães de Lima Rocha, no sentido de que o interesse público que pode — e deve — ser perseguido pela SEM é tão somente aquele descrito em seu objeto social previsto na respectiva lei que autoriza a criação da companhia (e reproduzido em seu estatuto social). Esclarece a Autora que, na medida em que o interesse público (aquele específico) é o que justifica a intervenção do Estado na economia, ele deve, portanto, estar devidamente descrito na lei de criação, sob pena de macular a decisão estatal de atuar no cenário econômico.^{75 76} Nessa linha, conclui:

A descrição detalhada do escopo da atividade empresarial do Estado na lei que autoriza a criação das sociedades de economia mista não é um requisito meramente formal. Ora, se a intervenção do Estado só se legitima quando pautada no relevante interesse coletivo ou motivo de segurança nacional, a lei deverá obrigatoriamente fornecer esses critérios, sob pena de o Estado perder o reconhecimento de sua participação em prol de um interesse público que justifique a orientação das atividades da companhia de modo a atender interesses diversos daqueles dos sócios.⁷⁷

Mario Engler Pinto Junior advoga entendimento que, à primeira vista, parece semelhante àquele acima transcrito, mas que, se bem analisado, relevante viés decisivamente distinto, na medida em que, embora defenda a necessidade de “atribuição de conteúdo finalístico” à atuação estatal, o autor sustenta apenas que “a lei autorizativa deve fornecer os

⁷⁵ ROCHA, A.M.C.G.L. **O Estado empresário: as sociedades com participação do Estado e suas implicações para o direito societário**. 2016. 280f. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, p. 158.

⁷⁶ No mesmo sentido se posiciona Filipe de Melo Fonte: “O dispositivo [art. 238 da LSA] expõe com clareza que a utilização das estatais para a consecução de políticas públicas está limitada ao *interesse público específico que justificou a sua criação*. Tal lógica encontra guarida no texto constitucional. Afinal, se o artigo 37, inciso XIX, da Carta Federal impõe a exigência de *lei específica* autorizadora da criação de estatal, naturalmente ele deseja que essa finalidade – ditada pelo legislador democrático – seja estritamente observada. E esse fim está descrito no objeto social da empresa pública ou sociedade de economia mista, bastando ver o dispositivo legal que o veicula para que seja esclarecido e razoavelmente delimitado.” (FONTE, Filipe de Melo. **Supervisão ministerial e controle societário de empresas estatais: três standards para um modelo de complementaridade e limitação**. In: ARAGÃO, Alexandre Santos de (Org.). *Empresas públicas e sociedades de economia mista*. 1. ed. Belo Horizonte: Fórum. 2015, p. 208)

⁷⁷ ROCHA, A.M.C.G.L. Op. cit., p. 156.

critérios para delimitar o interesse público que justificou a criação da sociedade de economia mista”.⁷⁸

Com efeito, o mero fornecimento de critérios não se equipara à providência defendida por Astrid Monteiro de Carvalho Guimarães de Lima Rocha, que defende a necessidade de delimitação precisa do interesse público em foco, eis que confere ao ente público, na prática, margem consideravelmente maior para fixar critérios amplos e genéricos, que poderão favorecer, no futuro, a atuação abusiva do controlador (sem vinculação a uma atividade restrita).

De outro lado, Alexandre Santos de Aragão, por reputar “reducionista e contrária à praxe legislativa brasileira” a posição anterior, adota entendimento diverso acerca da definição do interesse público que justificou a sua criação, afirmando que:

Na grande maioria das vezes, esses interesses públicos que levaram à criação da sociedade de economia mista são inferidos do setor de atuação dela, e das ilações que a teoria econômica e política fazem da presença do Estado nele. São essas ideias — não inexistentes referências expressas constantes das leis — que são submetidas ao crivo de constitucionalidade para aferir se o legislador cumpriu o requisito de “relevante interesse coletivo” imposto pelo art. 173 da CF, para a criação de uma estatal em concorrência com a iniciativa privada.⁷⁹

Parece-nos mais adequada — por compatível com a finalidade econômica da SEM — a interpretação mais restritiva à ressalva contida na parte final do art. 238 da Lei nº 6.404/76 — que, embora imponha ao controlador de sociedade de economia mista os mesmos deveres e responsabilidades do controlador de qualquer companhia, autoriza-o a “orientar as atividades da companhia de modo a atender ao interesse público que justificou a sua criação”.

De nossa parte, reputamos essencial que seja prévia e devidamente delimitado, no âmbito da lei de autorização da criação da sociedade de economia mista (com a sua reprodução no estatuto social, na parte em que o objeto social é descrito), “o interesse público que justificou a sua criação”, para que investidores tenham ciência prévia dos limites sob os quais o Estado, como controlador, poderá se afastar, ainda que não inteiramente, da perseguição ao lucro.

⁷⁸ PINTO JUNIOR, Mario Engler. A atuação empresarial do Estado e o papel da empresa estatal. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. São Paulo, v. 48, n. 151/152, jan./dez. 2009, p. 272.

⁷⁹ ARAGÃO, Alexandre Santos de. **Empresas estatais: o regime jurídico das empresas públicas e sociedades de economia mista**. 1. ed. São Paulo: Forense, 2017, p. 348.

Na ausência de definição hábil na lei de criação, defende-se que a interpretação do interesse público que justificou a criação da companhia deve ser restritiva⁸⁰, ou seja, se houver mera referência à atividade a ser desenvolvida pela sociedade, a presunção deve ser a de que o interesse público é apenas o desenvolvimento daquela atividade econômica em particular — e nunca de outros serviços e atividades de alguma forma relacionados.

Não se trata, frise-se, de engessar ou comprometer as atividades da SEM, mas sim de assegurar a observância da natureza societária de tal companhia, bem como o respeito aos direitos dos acionistas minoritários, o que, em última análise, é primordial para o sucesso desse modelo de intervenção estatal. Afinal, a ofensa a tais direitos e interesses dos minoritários acabará, ao final e ao cabo, importando na perda de valor de mercado da companhia, eis que aquela sociedade não terá condições e incentivos para atrair novos investidores, receosos de serem igualmente expropriados.

Entendimento diverso importaria em ignorar a racionalidade econômica que justifica a adoção do modelo organizacional da sociedade de economia mista. Assim como nenhum investidor privado teria interesse em entregar recursos próprios nas mãos de acionista controlador que não estivesse comprometido em administrar a sociedade de maneira eficiente, lucrativa e com vistas a obter retornos financeiros que compensassem o investimento realizado (argumento já utilizado em favor da finalidade lucrativa da SEM neste trabalho), tampouco seria crível tais acionistas privados estivessem dispostos a investir em companhia sem a clareza prévia dos riscos envolvidos — diga-se, sem conhecer de antemão os cenários em que a finalidade econômica dessa companhia (que é a de produzir lucros para remunerar seu investimento) poderá ser relativizada.

Destarte, a se admitir que a definição do interesse público que justificou a criação da SEM possa ser pouco precisa ou até mesmo cambiante (em vista do momento histórico ou de outras circunstâncias casuísticas), estar-se-ia, do mesmo modo, a colocar em risco o sucesso e a *ratio* da técnica empresarial (conscientemente) eleita pelo Estado para explorar atividade econômica. Como consequência, seria razoável esperar que, nesse cenário, o Estado teria grande dificuldade em obter recursos privados no mercado quando da criação de sociedades de economia mista.

Como observa Marçal Justen Filho:

⁸⁰ Vale registrar que não é dado ao controlador alargar o escopo do interesse público que justificou a criação da companhia quando da elaboração do respectivo estatuto social. Havendo previsão constitucional para criação da sociedade e definição do interesse público que justificou tal constituição na própria lei de criação, não poderia o estatuto social — que sequer é dotado de força normativa — derogar o que constou da respectiva lei de criação, sob pena de desvirtuar o comando constitucional.

Por força do dispositivo, deve haver não apenas a autorização para a criação da atividade, mas, também, a autorização para o desempenho de atividade econômica, com a indicação explícita do relevante interesse coletivo ou da exigência de segurança nacional que legitimam a intervenção estatal.

Desse modo, o dispositivo conjuga as regras contempladas no art. 37, inc. XIX, e no art. 173 da CF/1988. Essa solução é plenamente compatível com a Constituição, eis que não há cabimento da criação da empresa estatal destinada à atuação indeterminada. Se o Estado pretende promover a criação de uma empresa estatal, é indispensável não apenas a autorização para tanto, é também necessário que tal empresa estatal se constitua em instrumento válido de atuação estatal. Em se tratando de exploração pelo Estado de atividade econômica, a Constituição exige que a lei indique o relevante interesse coletivo ou a exigência de segurança nacional que justifiquem essa intervenção.⁸¹

Na introdução de seu “Programa Destaque em Governança de Estatais” (“Programa Destaque”), a BM&FBOVESPA reconhece que:

não obstante o Estado possa, no exercício do controle acionário, perseguir o interesse público, seus objetivos devem ser conhecidos pelos demais acionistas e pelo mercado. Somente dessa maneira seu comportamento futuro torna-se previsível, permitindo (i) a mensuração dos custos implícitos decorrentes das peculiaridades das estatais; (ii) a identificação de mudanças em relação aos projetos inicialmente divulgados; (iii) a atuação eficiente dos órgãos das companhias, especialmente Conselho de Administração, Diretoria e Conselho Fiscal; e (iv) a fiscalização da atuação do Controlador Público e dos administradores pelos acionistas e demais interessados.⁸²

De fato, como se veio de dizer, a previsibilidade no comportamento das companhias de economia mista depende de transparência no tocante à indicação do interesse público que justificou a sua criação. No entanto, quando o referido documento atesta que a “definição prévia e clara das políticas e diretrizes públicas a serem perseguidas pela estatal, bem como dos recursos envolvidos deve constar de seu Formulário de Referência, repositório de todas as suas informações e, portanto, seu principal documento”, caberia acrescentar que tais políticas e diretrizes públicas devem se restringir ao interesse público que justificou a criação da sociedade de economia mista, o qual, como se viu, deve constar da própria lei de criação.

Em outras palavras, não é dado ao controlador das sociedades de economia mista simplesmente criar novas hipóteses para sua atuação em descompasso com a finalidade econômica da companhia, mesmo que as divulgue previamente por meio do Formulário de Referência ou de qualquer outro documento público. Deve o controlador se ater ao interesse

⁸¹ JUSTEN FILHO, Marçal (Org.). **Estatuto jurídico das empresas estatais**: Lei 13.303/2016. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2016, p. 46-47.

⁸² B3 – BRASIL, BOLSA, BALCÃO. **Programa de Destaque em Governança de Estatais**. São Paulo: B3, 2017. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/governanca-de-estatais/> Acesso em: 08 dez. 2017.

relevante que balizou e ensejou a criação da companhia, tal como consignado em sua lei de constituição. Ou seja, a transparência na adoção de quaisquer comportamentos pelo acionista controlador não afasta a necessidade de observância, como regra, da finalidade econômica da companhia na orientação dos negócios. Conquanto seja desejável que o Formulário de Referência contenha orientações sobre a condução dos negócios e sobre as hipóteses em que tal condução poderá se desviar da finalidade lucrativa em sentido estrito, todas as hipóteses informadas em tal Formulário para que o Estado se afaste da finalidade lucrativa deverão, dada a sua natureza excepcional, observar estritamente o interesse relevante que justificou a criação da companhia. No mais das vezes, o Estado agirá normalmente como qualquer controle de companhia privada, perseguindo lucro na orientação dos negócios.

Não basta que a atuação do Estado como controlador seja dotada de previsibilidade, como mencionado no citado documento da BM&FBOVESPA. Além de previsível, conforme destacado anteriormente, é igualmente importante que essa atuação seja baseada na finalidade econômica que inspira a constituição da sociedade. Ainda que conhecedor das políticas e diretrizes a serem observadas, nenhum investidor racional, mesmo que avisado com antecedência, concordará em deixar seus recursos a mercê de acionista controlador que poderá utilizá-los para favorecer terceiros.

Acrescente-se que, em nossa opinião, o mero argumento de que a previsão detalhada do interesse público que justificou a criação da SEM não faz parte da praxe legislativa nacional não se presta a rechaçar a opinião aqui sustentada. A prevalecer tal argumento, isso significaria, a nosso ver, cancelar a atecnia do legislador e se resignar com o quadro atual de despreocupação e desídia na informação do interesse público motivador por ocasião da constituição das SEMs.

Veio em boa hora, portanto, a nova redação do art. 2º, §1º, da Lei nº 13.303/16, segundo o qual “[a] constituição de empresa pública ou de sociedade de economia mista dependerá de prévia autorização legal que indique, *de forma clara*, relevante interesse coletivo ou imperativo de segurança nacional, nos termos do caput do art. 173 da Constituição Federal”. A ele se soma a menção constante do art. 27 do mesmo diploma de que “a função social de realização do interesse coletivo ou de atendimento a imperativo da segurança nacional” deve estar “expressa no instrumento de autorização legal para a sua criação”.

Parece-nos que essa foi a preocupação do legislador — tornar expressa a necessidade de indicação clara e precisa do interesse coletivo que pautará a intervenção estatal na lei de autorização (sem prejuízo de sua reprodução no estatuto social).

Vale referir novamente à posição de Marçal Justen Filho quanto à necessidade de indicação clara do interesse coletivo na lei de autorização da criação das SEMs:

Não é suficiente a mera repetição da regra constitucional. Assim, por exemplo, é inválida a autorização legal que simplesmente invoque um relevante interesse coletivo ou um imperativo de segurança nacional, sem explicitar o seu conteúdo. É necessário que a lei indique os pressupostos fáticos específicos, subsumíveis aos conceitos constitucionais em questão.

Existe uma margem de discricionariedade política na avaliação das circunstâncias para a intervenção do Estado no domínio econômico. Mas não se admite uma decisão arbitrária — hipótese incompatível com um Estado Democrático de Direito e que tornaria inútil a redação do art. 173, *caput*, da CF/1988.⁸³

Reconhecemos, no entanto, que a solução ora defendida — qual seja, a correta delimitação do interesse coletivo na lei autorizadora e no estatuto social — não resolve a situação de casos passados, em que tal providência não foi atendida.

Em casos tais, surgem algumas possibilidades para se regularizar a situação de inadequação do interesse descrito com a previsão constitucional.⁸⁴

A primeira — e mais recomendável — seria, por óbvio, a regularização da situação *de lege ferenda*, ou seja, mediante a edição de lei que adite o diploma legal anterior (e incompleto) que autorizou a constituição da SEM, sem a devida indicação do interesse público por trás da medida. Admite-se, porém, a dificuldade da medida, dada a enorme quantidade de empresas estatais já constituídas sem o devido apuro quanto à descrição do interesse público que a inspirou.

⁸³ JUSTEN FILHO, Marçal (Org.). **Estatuto jurídico das empresas estatais**: Lei 13.303/2016. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2016, p. 49-50.

⁸⁴ Adicionalmente às alternativas aqui expostas, vale citar outra sugestão apresentada por Astrid Monteiro de Carvalho Guimarães de Lima Rocha, para quem, não sendo possível a regularização da definição do interesse público pela via legal, “determinada decisão do ente público controlador que tenha como consequências a relativização da lucratividade da companhia, ou o prejuízo dos acionistas minoritários de qualquer forma, deve ser devidamente justificada com base em determinado interesse público condizente com as atividades da companhia e finalidade de sua criação. Obrigando-se que o controlador tome sua decisão com a maior transparência possível, os demais acionistas podem, se necessário, questioná-la posteriormente. Em geral, o interesse público por detrás da constituição de sociedades de economia mista poderá ser inferido pelo momento histórico e pelas razões que motivaram sua constituição – estes elementos poderiam auxiliar os acionistas minoritários e argumentar com uma eventual ação estatal com suposto desvio de finalidade ou com excesso de poder” (**O Estado empresário: as sociedades com participação do Estado e suas implicações para o direito societário**. 2016. 280f. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, p. 157). Muito embora — conceda-se — essa possível solução tenha o mérito de, prestigiando a transparência e a fundamentação das decisões administrativas, aumentar as ferramentas colocadas à disposição dos acionistas para questionar tais decisões, entendemos que a sua aplicação dependeria de análises bastante subjetivas e casuísticas, o que causaria desconforto e abalaria a segurança dos investidores, de modo que, como a própria autora reconhece, deve ser vista com ressalvas.

De toda sorte, outra opção seria a regularização por meio (i) da alteração do estatuto social da SEM, para indicar precisamente o interesse coletivo⁸⁵, ainda que a respectiva lei de autorização não o faça adequadamente, e/ou (ii) da sua indicação na carta anual a que se refere o inciso I do art. 8º da Lei nº 13.303/16, *verbis*:

Art. 8º As empresas públicas e as sociedades de economia mista deverão observar, no mínimo, os seguintes requisitos de transparência:

I - elaboração de carta anual, subscrita pelos membros do Conselho de Administração, com a explicitação dos compromissos de consecução de objetivos de políticas públicas pela empresa pública, pela sociedade de economia mista e por suas subsidiárias, em atendimento ao interesse coletivo ou ao imperativo de segurança nacional que justificou a autorização para suas respectivas criações, com definição clara dos recursos a serem empregados para esse fim, bem como dos impactos econômico-financeiros da consecução desses objetivos, mensuráveis por meio de indicadores objetivos;

Nesse sentido, uma construção bastante palatável, a nosso ver, seria:

- (i) a descrição de maneira clara do interesse coletivo que justificou a criação da SEM na respectiva de lei autorizadora e no estatuto social, com a informação adicional — e igualmente precisa — da atividade econômica que será prestada pela companhia; e
- (ii) a informação anual, através da citada carta prevista no inciso I do art. 8º da Lei nº 13.303/16, de como aquele interesse coletivo será perseguido e realizado naquele exercício específico.

Em outras palavras, parece-nos que a carta anual a ser divulgada pelas empresas estatais pode se revelar importante mecanismo de transparência de como a autorização excepcional de sacrifício da lucratividade em prol do interesse público que justificou a criação da companhia será efetivamente empregada naquele exercício em particular. Com isso, a carta

⁸⁵ O mesmo entendimento parece ser defendido na Carta de Opinião nº 03/2015 divulgada pelo IBGC em 13 de fevereiro de 2015, a qual recomenda que “o interesse público da sociedade de economia mista seja claramente identificado em seu objeto social, em capítulo específico do Estatuto Social, e receba ampla divulgação.” INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Carta de Opinião nº 3/2015.** Governança de sociedades de economia mista. 13 fev. 2015. Disponível em: <http://www.ibgc.org.br/userfiles/2014/files/Arquivos_Site/IBGC_Carta_de_opiniao_Sociedades_de_Economia_Mista.pdf>. Acesso em: 30 nov. 2017.

anual teria o propósito de dar concretude e previsibilidade no curto prazo à ressalva da parte final do art. 238 da LSA.

A título de reforço do que foi acima exposto, vale notar que, em janeiro de 2017 (poucos meses após a entrada em vigor da Lei nº 13.303/16), a Secretaria de Coordenação e Governança das Empresas Estatais (SEST) divulgou um modelo de *Carta Anual de Políticas Públicas e Governança Corporativa*⁸⁶, para auxiliar empresas estatais na elaboração de tal documento.

No referido modelo, é possível observar a sugestão de descrição (i) do interesse público subjacente às atividades empresariais (sugerindo-se, sempre que possível, “resgatar a lei de criação e sua exposição de motivos”), (ii) das políticas públicas, isto é, das “atividades a serem desenvolvidas pela estatal”, com a indicação de “como a atuação da empresa estatal está alinhada ao interesse público destacado no item 1 [acima mencionado] e ao objeto social da empresa”, além (iii) das metas relacionadas às atividades que venham a ser informadas e de seu impacto econômico-financeiro.

Assim, se de um lado a lei de autorização e o estatuto preverão, de maneira restrita, o interesse público por trás da criação da SEM e a atividade a ser desenvolvida, a carta anual informará como, na prática (isto é, [i] por meio da contextualização da atividade e do interesse público no plano de negócios anual da companhia e [ii] com a definição dos recursos a serem empregados nessa missão e de seus impactos econômico financeiros, como determina o dispositivo legal), aquela atividade será realmente prestada no ano em curso.

A nosso ver, a carta anual tem, portanto, a importante finalidade de servir como instrumento de contextualização das diretrizes definidas na lei de criação e no estatuto e de atribuição de conforto e previsibilidade aos acionistas no curto prazo — e pode até mesmo ser utilizada — ainda que em último caso e conjugadamente com o estatuto social — para definir, de maneira clara, o interesse público que justificou a criação da SEM e que dará margem a que o controlador se desvie, em circunstâncias excepcionais da finalidade lucrativa da companhia. Assim sendo, não é demais lembrar que a definição dos “objetivos de política pública” a serem perseguidos pela empresa estatal naquele exercício estará igualmente adstrita à previsão da respectiva lei de criação e ao regime já aqui defendido — assim como aos limites quantitativos e qualitativos que serão adiante expostos.

⁸⁶ MINISTÉRIO DO PLANEJAMENTO, DESENVOLVIMENTO E GESTÃO. **Carta Anual de Políticas Públicas e Governança Corporativa**. Secretaria de Coordenação e Governança das Empresas Estatais, (jan. 2017). Brasília: MP, 2017. Disponível em: <<http://www.planejamento.gov.br/assuntos/empresas-estatais/arquivos/carta-anual-de-politicas-publicas-e-governanca-corporativa.pdf>>. Acesso em 08 dez. 2017.

Ao examinarmos as bases para a adequada definição do interesse público que justificou a criação da SEM — e que, portanto, servirá para balizador para o “abandono” circunstancial e temporário da finalidade lucrativa da companhia —, fixamos, com isso, os limites qualitativos à atuação estatal no sentido de observar ou respeitar o interesse público em questão, em detrimento da lucratividade da SEM. Essas são, portanto, as circunstâncias em que tal desvio será admissível e tolerável pelos acionistas minoritários (que já conheciam tais riscos e os consideraram em sua decisão de investir), sem que isso represente ofensa aos seus direitos e ao interesse social.

Há que se analisar, também, os limites quantitativos à atuação estatal em tais circunstâncias excepcionais. Afinal, se de um lado não cabe ao Estado, enquanto controlador de SEM, desviar-se da finalidade econômica da companhia em casos que não aqueles admitidos pelo art. 238 da LSA (limites qualitativos), tampouco se pode dizer que esse atenuante dos deveres e responsabilidades do acionista controlador atua como verdadeira carta branca para que os resultados da SEM (e, conseqüentemente, a remuneração dos investidores privados) sejam indiscriminadamente sacrificados⁸⁷. É preciso também estabelecer limites quanto a esse particular ou, nas palavras de Alexandre Santos de Aragão, uma “proporção equilibrada e compensada em relação ao decréscimo de lucratividade a ser por ele [objetivo público] causado”⁸⁸ — limites esses que, se ultrapassados, implicarão em exercício abusivo do poder de controle pelo ente estatal, na forma do art. 115 da LSA, sujeitando-o a responsabilização nos termos do art. 117 do mesmo diploma legal.

Para esse fim, faz-se necessária a invocação do princípio da proporcionalidade, de modo a que (i) sejam sopesados os fins almejados com os interesses sacrificados e (ii) seja confirmada a impossibilidade de atingimento do mesmo fim lançando mão de meios menos gravosos. Dessa forma, mesmo que determinada operação se insira no âmbito do interesse público que justificou a criação da SEM, quanto maior o sacrifício dos lucros da companhia por ela representado (ou seja, quanto maior o sacrifício dos interesses dos demais acionistas), mais relevante e essencial deve ser o objetivo público perseguido, para que seja justificável a decisão do Poder Público de levar a efeito a operação.

⁸⁷ É oportuna, aqui, a advertência de Alexandre Santos de Aragão: “Não é porque um objetivo público se subsume ao art. 238 da Lei das S.A. c/c art. 4º, §1º, do Estatuto, sendo, portanto, um dos possíveis atenuadores da lógica econômica ínsita à atividade empresarial (ainda que pública), que pode ser imposto às estatais em qualquer proporção e sem qualquer compensação. O art. 238 da Lei das S.A. impõe uma ponderação entre esses objetivos públicos institucionais específicos e a lógica econômica ordinária inerente a qualquer empresa.” (**Empresas estatais: o regime jurídico das empresas públicas e sociedades de economia mista**. 1. ed. São Paulo: Forense, 2017, p. 355)

⁸⁸ Idem.

Também se mostra relevante, portanto, a aplicação dos princípios da transparência e da fundamentação das decisões administrativas: até mesmo para que os demais acionistas e a sociedade em geral tenham condições de acessar e escrutinizar os fundamentos que levaram o Poder Público a praticar determinado ato, é essencial que tal decisão seja devidamente fundamentada — na deliberação em assembleia e/ou em documento apartado, mas que venha igualmente a público — e, sempre que possível, instruída com relatório de impacto econômico-financeiro⁸⁹ (a teor do disposto no art. 8º, I, da Lei nº 13.303/16), que mostre que a decisão ocorreu de modo informado e ponderado, bem como que foram devidamente considerados e estimados os efeitos da medida no resultado da companhia (isso será importante também para o cálculo da compensação devida aos acionistas privados, como se verá adiante).

Portanto, o Estado, mesmo quando atuar nos limites do art. 238 da LSA, terá o ônus de fundamentar os seus atos (e dar publicidade de tais fundamentos), não só por respeito aos interesses dos minoritários, mas para assegurar a eficácia do princípio da publicidade que vincula a Administração Pública — é essa a *ratio* que permeia toda a nova Lei nº 13.303/16 ao disciplinar a atuação do Estado, em especial no art. 8º do citado diploma legal⁹⁰. Naturalmente, a fundamentação e transparência de tais decisões auxiliará no controle (inclusive judicial) que poderá ser feito pelos minoritários e pela coletividade. Uma vez apresentados os fundamentos e o impacto de determinada decisão para a operação da SEM, tais aspectos serão facilmente identificados e, se for o caso, impugnados pelos terceiros interessados.

⁸⁹ A elaboração de análise de impacto regulatório (ou econômico) de medidas administrativas tem sido defendida em fóruns especializados. A OCDE (Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico) define a análise de impacto regulatório (Regulatory Impact Analysis – RIA) da seguinte forma: “Regulatory Impact Analysis (RIA) is a systemic approach to critically assessing the positive and negative effects of proposed and existing regulations and non-regulatory alternatives. As employed in OECD countries it encompasses a range of methods. It is an important element of an evidence-based approach to policy making. OECD analysis shows that conducting RIA within an appropriate systematic framework can underpin the capacity of governments to ensure that regulations are efficient and effective in a changing and complex world. Some form of RIA has now been adopted by nearly all OECD members, but they have all nevertheless found the successful implementation of RIA administratively and technically challenging.” (ORGANIZAÇÃO PARA A COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO. **Regulatory Impact Analysis**. Disponível em: <<http://www.oecd.org/gov/regulatory-policy/ria.htm>>. Acesso em: 08 dez. 2017)

⁹⁰ Concordamos, nesse sentido, com o posicionamento de Juarez Freitas, nos seguintes termos: “Urge, nesse registro, libertar a avaliação do preconceito de que as políticas públicas seriam essencialmente programas de governo, implementáveis sem o estudo científico acerca de antecipáveis efeitos diretos e oblíquos (sociais, ambientais e econômicos). É tempo, pois, de adotar modelo estendido (RENDA, 2006, p. 54) de avaliação dos impactos (AUBY; PERROUD, 2013), balanceando critérios e comparando custos e benefícios (de agir ou de não agir), na perspectiva de uma motivação racional (consistente e congruente) das escolhas efetuadas, ao oposto dos que apostam no domínio irremediável do irracionalismo político.” (FREITAS, Juarez. Políticas Públicas, Avaliação de Impactos e o Direito Fundamental à Boa Administração. **Sequência (Florianópolis)**. 2015, n. 70, p. 116. Disponível em: <<https://dialnet.unirioja.es/descarga/articulo/5156275.pdf>>. Acesso em: 05 dez. 2017)

Considerando se tratar de situação peculiar, em que se atenua a finalidade lucrativa da companhia, caberá ao acionista controlador fundamentar particularmente a decisão tomada em assembleia (ou no plano operacional, se a matéria não precisar ser submetida a deliberação prévia). Nesse sentido, mais do que simplesmente registrar em ata a sua posição, deverá o controlador apresentar todos os fundamentos da opção eleita, bem como os demais documentos legalmente exigidos (relatório de impacto financeiro, identificação de custos, ajuste entre ente público competente e a companhia para recomposição de prejuízos etc.).

Demais disso, cabe ao Estado cuidar para que, ainda que uma operação singular venha a ser deficitária (por ter passado no teste de razoabilidade acima referido), o resultado financeiro e operacional geral da SEM seja positivo — ou seja, a operação da companhia em si deve ser lucrativa (sob pena de, uma vez mais, desvirtuar-se a sua finalidade), mesmo que pontualmente a sociedade venha a executar operações deficitárias em prol do interesse público que justificou a sua criação. Nada mais razoável: tendo em vista que o lucro, como se viu, é inerente à SEM (como sociedade anônima que é), espera-se que ela tenha resultados positivos, que permitam a remuneração de seus acionistas na forma de distribuição de lucros.

Alexandre Santos de Aragão argumenta que “diante de objetivos públicos extremos, seria admissível a atuação deficitária da empresa no conjunto de suas atividades, mas apenas no curto prazo, ou seja, sem comprometer estruturalmente a lucratividade da empresa”⁹¹ (e desde que mantidas as “condições de viabilidade próprias ao regular funcionamento da estatal” e garantida compensação ao acionista privado).

Concordamos com a afirmação feita pelo autor, mas reforçamos que tal cenário somente poderá ocorrer em casos extremos (e por curto prazo, como já destacado na transcrição acima) e desde que observadas as demais providências aqui sustentadas — o teste de proporcionalidade/razoabilidade para a adoção da medida e a fundamentação e publicidade da decisão, instruída por relatório de impacto econômico-financeiro.

Acrescentamos, ainda, que não será recomendável a materialização de tal situação envolvendo SEM que atue em ambiente competitivo, na medida em que, mesmo que no curto prazo, a manutenção da empresa em condições deficitárias importará em desbalanceamento da concorrência com as companhias privadas, a prejudicar todo o regular funcionamento do mercado.

Assim, ainda que se admita a relativização da finalidade econômica da SEM em casos específicos — diretamente vinculados à realização do interesse coletivo que justificou a

⁹¹ ARAGÃO, Alexandre Santos de. **Empresas estatais: o regime jurídico das empresas públicas e sociedades de economia mista**. 1. ed. São Paulo: Forense, 2017, p. 357.

criação da companhia, lembre-se — essa permissão para que o Estado se afaste da finalidade lucrativa deve ser entendida de forma restritiva, com a observância não só dos limites qualitativos a esse desvio (com a correta definição do interesse coletivo motivador na lei de autorização da SEM, no respectivo estatuto social e a sua forma de consecução no curto prazo prevista na carta anual a ser divulgada pela companhia), mas também dos limites quantitativos mencionados.

Em qualquer hipótese, vale lembrar, é indispensável que haja ainda a preocupação do Poder Público com a fundamentação e transparência de suas decisões como controlador de SEM, de modo a compatibilizar tais atos e procedimentos com os princípios norteadores da Administração Pública e a permitir o controle dos mesmos atos pelos demais acionistas, pela coletividade e pelos atores constitucionais legitimados a tanto.

Entendemos, portanto, que a atuação estatal em descompasso com os preceitos e limites aqui estabelecidos caracterizará abuso do poder de controle, passível de responsabilização nos termos da LSA (art. 117), a saber: (i) a utilização da companhia para perseguir interesses políticos (interesse público secundário); (ii) o sacrifício da lucratividade em casos que não os previstos na lei autorizadora, no estatuto social e na carta anual divulgada pela companhia; (iii) o desvirtuamento do interesse público que justificou a criação da SEM (não observância dos limites qualitativos à atuação estatal); e (iv) a não observância dos limites quantitativos, de acordo com o racional anteriormente exposto.

2.3 As novas disposições da Lei nº 13.303/2016

A recentemente publicada Lei nº 13.303/16, que funciona como 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, trouxe algumas disposições sobre o papel do Estado como acionista controlador, as quais convivem com — e confirmam — o já citado art. 238 da LSA.

Em seu art. 4º, §1º, a norma estabelece que:

a pessoa jurídica que controla a sociedade de economia mista tem os deveres e as responsabilidades do acionista controlador, estabelecidos na Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e deverá exercer o poder de controle no interesse da companhia, respeitado o interesse público que justificou sua criação.

Portanto, sem se descuidar do interesse público que justificou a sua criação, a lei é clara ao afirmar que o poder de controle deve ser exercido “no interesse da companhia”. Não se permite, pois, ao controlador orientar as atividades em descompasso com o interesse da companhia, a obstar, por óbvio, o afastamento da finalidade lucrativa da empresa em casos que não aqueles que se confundam com o (restritivo) interesse público que justificou a sua criação.

Demais disso, há, ainda, outras disposições, em Seção própria sobre os deveres do acionista controlador, que parecem ter sido editadas com a pretensão de esvaziar tentativas de ingerências políticas nas sociedades de economia mista. Nesse sentido, o art. 14 da Lei nº 13.303/16 impõe ao controlador que aja no sentido de:

- (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 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”; e
- (iii) “observar a política de indicação na escolha dos administradores e membros do Conselho Fiscal” (política que é descrita em outras seções do mesmo diploma legal, que tratam da governança corporativa das estatais).

Ainda mais relevante é o art. 27 da Lei nº 13.303/16, do qual já se tratou anteriormente, que discorre sobre a função social da empresa pública e da sociedade de economia mista. Vale dizer, o art. 27 acima transcrito em nada conflita com o art. 238 da Lei das S/A e com a interpretação que dele se propõe neste trabalho — em consonância com a finalidade econômica da sociedade de economia mista. Não se negou em nenhum momento a função, ou finalidade, social de que é dotada a empresa estatal — e nem se poderia, dado que é ela que motiva, em última análise, a criação da empresa, na forma e para os fins do permissivo constitucional.

De fato, como preceitua o *caput* do artigo, as empresas estatais têm, inegavelmente, a sua *função social de realização do interesse coletivo*, a qual deve realmente estar *expressa no instrumento de autorização legal para a sua criação*. Ocorre que essa função — ou finalidade — social deve conviver com a finalidade econômica da sociedade, da qual também já se tratou neste trabalho, não havendo, portanto, qualquer elemento de exclusão ou colisão entre ambas as finalidades.

A regra é, já se disse, que a companhia de economia mista seja gerida e administrada para o fim de auferir lucros e gerar retorno para seus acionistas, como forma de se mostrar rentável para os acionistas privados que nela investem.

Se e quando o controlador da sociedade de economia mista precisar se desviar dessa finalidade econômica para dar concretude à finalidade social da companhia, aí então deverá fazê-lo de acordo com o interesse coletivo que estiver expresso no instrumento de criação da companhia e em linha com as diretrizes previstas nos incisos I e II do §1º do art. 27. Ou seja, longe de se mostrar uma orientação a ser observada como finalidade única pelo controlador e pelos administradores de empresas estatais, as diretrizes aqui tratadas têm a finalidade de orientar a atuação do controlador apenas quando este estiver agindo com o intuito de observar o interesse público justificador da criação da empresa.

Assim, ainda que possa o controlador se desfilial de objetivos econômicos em hipóteses excepcionais, mesmo nessas hipóteses a sua atuação terá parâmetros a serem observados e não poderá se dar com viés exclusivamente político, pois deverá estar voltada a alcançar bem-estar econômico e alocação eficiente de recursos.

Dessa forma, o art. 27 da Lei nº 13.303/16 deve ser entendido como um qualificador da atuação do Estado quando ele age em observância ao interesse coletivo que justifica a criação da estatal, e não como norte único a ser seguido pelo controlador das empresas estatais. Interpretação diversa importaria, uma vez mais, por desconsiderar a natureza das sociedades de economia mista e espoliar os seus acionistas minoritários.

Conforme o alerta de Alexandre Santos de Aragão:

O §1º do art. 27 do Estatuto das Estatais só tem, portanto, como ser interpretado de maneira restritiva. Não como uma franquia para persecução pelas estatais dos interesses públicos genéricos nele previstos, mas sim como uma necessidade de que, na implementação dos interesses públicos específicos que levaram à sua criação, as estatais o façam de maneira a também atender, mantendo a racionalidade econômica, aqueles interesses públicos mais genéricos.⁹²

⁹² ARAGÃO, Alexandre Santos de. **Empresas estatais: o regime jurídico das empresas públicas e sociedades de economia mista**. 1. ed. São Paulo: Forense, 2017, p. 350-351.

De todo o exposto, conclui-se que a legislação brasileira já dispunha — e isso não se alterou com a edição da Lei nº 13.303/16 (que ganhou as manchetes como “Lei de Responsabilidade das Estatais”) — de mecanismos aptos a orientar a atuação do Estado como acionista controlador, desde que seja a eles conferida interpretação harmônica com o tipo societário imposto por lei às sociedades de economia mista (qual seja, sociedade anônima) e com a finalidade econômica que motiva a constituição de tais companhias, que impõe respeito aos direitos dos acionistas minoritários, bem como a busca de retornos financeiros que possam compensar o investimento por eles realizado, eis que é esse, em última análise, o intuito de investidores privados que aportam recursos nas sociedades de economia mista.

2.4 A utilização das SEMs como instrumento de regulação

Não é difícil concluir, à vista do que se expôs até aqui, pela impossibilidade de utilização das sociedades de economia mista como meio de regulação, e para o fim de se desenvolver políticas públicas (ou objetivos públicos macroeconômicos) ao talante do Poder Público — i.e., do controlador da companhia.

A título de reforço ao argumento de racionalidade econômica já desenvolvido, a questão também pode ser abordada sob a perspectiva regulatória/constitucional. Nessa perspectiva, é importante considerar (i) o exato teor do permissivo constitucional insculpido no art. 173 da Constituição Federal, (ii) o fato de que a criação de sociedades de economia mista é apenas uma das ferramentas à disposição do Poder Público para intervir na economia (sendo essa ferramenta colocada ao seu dispor para uma finalidade bastante específica) e (iii) a circunstância de que, ao atuar na economia, a sociedade de economia mista não raro concorre com outros agentes em seu setor econômico, devendo competir em pé de igualdade com os demais *players* do mercado, sob pena de receber privilégios injustificados e não pretendidos pelo constituinte. Sobre esse último ponto, convém lembrar que a Constituição Federal elegeu a economia de mercado como sistema vigente e conferiu importância à livre concorrência, pilar de uma economia dessa natureza e do sistema capitalista, como preceito constitucional.

Para o efeito de promover políticas públicas⁹³ em sentido amplo, o Estado tem a seu dispor múltiplas alternativas regulatórias, no âmbito de sua função de planejador, incentivador e regulador da economia. De fato, o Estado pode, tanto diretamente como através de suas agências, exercer a função normativa e formular políticas públicas por meio da edição de atos normativos, assim como garantir que tais políticas sejam observadas mediante o exercício de seu poder de política e da função jurisdicional (ou judicante, como se costuma dizer no caso das agências reguladoras).

O Estado tem, ainda, diversos outros mecanismos para agir na implementação de políticas setoriais, como, por exemplo, mediante o fomento de determinada atividade ou setor e por meio de isenções fiscais, que podem contribuir para impulsionar os agentes beneficiados pela medida.

Mas quando decidir intervir na esfera econômica por meio da criação de sociedades de economia mista, estará vinculado pelas restrições que lhe são impostas pela Constituição Federal, tanto no que se refere à finalidade da criação de tais sociedades quanto no que toca ao regime legal a eles aplicável.

Com efeito, o art. 173 da Constituição Federal autoriza, nas condições nele admitidas (*i.e.*, “quando necessária aos imperativos da segurança nacional ou a relevante interesse coletivo, conforme definidos em lei”), a “exploração direta de atividade econômica pelo Estado”.

Em outras palavras, conquanto a ordem econômica constitucional seja fundada na livre iniciativa (sendo a regra o fornecimento de atividades e serviços pelo particular), nos termos do art. 170, em hipóteses excepcionais o Estado pode atuar diretamente na economia para prestação de determinada atividade econômica ou serviço público que se enquadre nos conceitos abertos inseridos no citado art. 173 (segurança nacional e relevante interesse coletivo).

Daí a percepção de que a autorização contida no art. 173 tem finalidade bastante restritiva, qual seja: a intervenção estatal para o fim — e apenas para esse fim — de, excepcionalmente e com vistas a dar concretude aos imperativos de segurança nacional ou a

⁹³ Adotamos o conceito proposto por Juarez Freitas, nos seguintes termos: “(...) as políticas públicas são reconceituadas como programas que o Estado, nas relações administrativas, precisa enunciar e implementar de acordo com as prioridades constitucionais cogentes, sob pena de omissão específica lesiva. Vale dizer: as políticas públicas são assimiladas como autênticos programas de Estado (mais do que de governo), que intentam, por meio de articulação eficiente e eficaz dos atores governamentais e sociais, cumprir prioridades vinculantes da Carta, de ordem a assegurar, com hierarquizações fundamentais, a efetividade do plexo de direitos fundamentais das gerações presentes e futuras.” (FREITAS, Juarez. *Políticas Públicas, Avaliação de Impactos e o Direito Fundamental à Boa Administração. Sequência (Florianópolis)*. 2015, n. 70, p. 123. Disponível em: <<https://dialnet.unirioja.es/descarga/articulo/5156275.pdf>>. Acesso em: 05 dez. 2017)

um interesse pontual da coletividade, explorar diretamente certa atividade econômica (seja de produção ou comercialização de bens ou de prestação de serviços).

O §1º do art. 173, por sua vez, esclarece a natureza das empresas que podem ser constituídas para essa finalidade — a saber, a empresa pública e a sociedade de economia mista —, bem como os aspectos que a respectiva lei de criação deverá abordar. Aqui se destaca, para o tema ora abordado, a sujeição das empresas estatais ao “regime jurídico próprio das empresas privadas, inclusive quanto aos direitos e obrigações civis, comerciais, trabalhistas e tributárias”.

Não é por acaso, pois, que o Decreto-Lei nº 200/67 já previa, assim como a Lei nº 13.303/16 também o faz, que as empresas públicas e sociedades de economia mista são dotadas de personalidade jurídica de direito privado.

O que daí se conclui é que: (i) a uma, o permissivo constitucional contém autorização pontual e restritiva ao Poder Público para intervir na economia por meio da criação de empresa estatal, autorização essa que se limita à exploração da atividade de interesse coletivo ou relevante para a segurança nacional; e (ii) a duas, a empresa estatal, a exemplo das empresas privadas, está sujeita ao regime de direito privado.

Ora, o art. 173 da Constituição Federal não é senão uma exceção à regra constitucional de exploração de atividade econômica por agentes particulares, não devendo, portanto, merecer interpretação extensiva, no sentido de abrir campo para que o Estado execute políticas setoriais por meio da criação de estatais. O que o referido dispositivo autoriza é apenas e tão somente a exploração de atividade econômica por empresa estatal — empresa pública ou sociedade de economia mista —, mas nunca a utilização da empresa como meio de regulação do setor de sua atuação. Realmente, não há comando legal a autorizar, de maneira aberta e indistinta, a promoção de políticas públicas setoriais.

É esse também o entendimento de Nelson Eizirik, que defende que as “políticas públicas atendidas pela atuação do Estado como acionista controlador somente são aquelas que justificaram a instituição da sociedade de economia mista, caso contrário, ficará caracterizado o abuso do poder de controle”⁹⁴.

De outro lado, Alexandre Santos de Aragão, embora concorde que normalmente esse não será o caso, admite “em casos não muito comuns, mas nada descartáveis, que o próprio objetivo público setorial específico de uma estatal tenha caráter macroeconômico”⁹⁵, citando

⁹⁴ EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A comentada**. v. 3. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 314.

⁹⁵ ARAGÃO, Alexandre Santos de. **Empresas estatais: o regime jurídico das empresas públicas e sociedades de economia mista**. 1. ed. São Paulo: Forense, 2017, p. 353.

como exemplo os bancos públicos que podem ter preocupações macroeconômicas, tais como questões relacionadas à expansão do crédito, taxas de juros etc.

Entendemos, porém, que a criação de empresa estatal atende a uma finalidade bastante específica, qual seja, a de desempenhar determinada atividade econômica que seja excepcionalmente entregue aos cuidados do Estado, e não do particular, por motivos de segurança nacional ou relevante interesse coletivo. Naturalmente, o desenvolvimento dessa atividade deve, a um só tempo, satisfazer as necessidades do público em geral, sem se descuidar do princípio da eficiência e da utilização eficaz dos recursos públicos — e, no caso de sociedades de economia mista, sem se olvidar de que aos acionistas privados é devido retorno financeiro que compense o investimento realizado, sob pena de se desvirtuar a finalidade econômica de tal companhia.

Vê-se, pois, que a autorização contida no texto constitucional para criação de estatal, longe de se caracterizar como mecanismo para o exercício da função reguladora do Estado, destina-se tão somente a preencher, quando necessário, uma lacuna na execução de atividade econômica que, por razões de ordem social, econômica ou concorrencial, não deva ou não possa ficar apenas a cargo da iniciativa privada.

Tais conclusões, vale dizer, são aplicáveis tanto à empresa pública como à sociedade de economia mista (assim como às suas subsidiárias, que, por serem controladas por tais companhias estatais, esbarram nas mesmas restrições). No caso da segunda, há que se reiterar que o fato de a companhia ter em seu quadro social acionistas privados, que investiram na empresa na expectativa de obter retorno financeiro, obriga o Estado a conjugar a finalidade social da sociedade (atender o interesse público que justificou a sua criação) com a sua finalidade econômica (recompensar investidores que aportaram recursos e contribuíram para a constituição da sociedade e para a exploração da atividade em foco). Tais investidores, ao tomar a decisão de entregar recursos ao Estado, tinham conhecimento da atividade que seria exercida pela sociedade de economia mista e do interesse público que justificou a sua criação (e em vista do qual o Estado pode, eventualmente, distanciar-se do fim lucrativo para perseguir tal fim social), mas não poderiam imaginar, nem tampouco podem ser forçados a concordar, com a execução de políticas públicas que se revelem mais amplas do que a atividade descrita na lei de criação, ainda que sejam conduzidas em atenção a fins sociais.

Esse comportamento, se levado a efeito, significaria espoliar os acionistas privados das sociedades de economia mista, em detrimento de terceiros não diretamente interessados nos negócios da sociedade e que não investiram recursos na atividade. Em última análise, a

recusa em orientar as atividades no interesse da companhia — e de seus acionistas — importaria na tributação dos particulares por via transversa e sem previsão legal, o que é vedado pelo art. 3º do Código Tributário Nacional (CTN — que apenas autoriza a instituição de tributo por lei). Afinal, tendo em vista que estariam aportando recursos sem fazer jus a qualquer retorno, estar-se-ia a impor aos acionistas privados verdadeira “prestação pecuniária compulsória” (ainda que não tenham praticado ato ilícito), que identifica o tributo de acordo com a definição contida no citado dispositivo legal.

Em outras palavras, ao utilizar recursos injetados por investidores em uma companhia com a finalidade de impulsionar políticas públicas que vão além daquilo que se anunciou quando da criação daquela companhia, o Estado estará se apropriando indevidamente de tais recursos, como que impondo prestação pecuniária compulsória a tais investidores, na medida em que, ao final e ao cabo, os valores por eles investidos serão utilizados não para a obtenção de lucros e pagamento de retornos financeiros, mas sim para a implementação de políticas públicas, sem que a eles seja dado interferir direta e decisivamente na execução de tais políticas — o que se assemelha à cobrança de tributo e utilização de tais recursos obtidos pelo Estado da forma que melhor lhe apraz.

No que toca à empresa pública, a conclusão não é outra. Embora não haja, nesse caso, investimento realizado por acionistas privados — na medida em que o Estado é o único acionista em tais empresas —, a obrigação de prestar a atividade-fim da empresa em condições próximas ao modelo verificado na iniciativa privada decorre (i) do regime jurídico imposto à empresa pública e (ii) do princípio da eficiência e da necessidade de gestão adequada dos recursos públicos. Ambos os fundamentos acima listados têm por fim condicionar a atuação da empresa pública (e da estatal de modo geral), induzindo o Estado a orientar as atividades de maneira eficiente, tal como fazem as empresas privadas. Significa dizer que, conquanto se saiba que a empresa pública cumpre o papel de prestar determinada atividade ou serviço sensível ao interesse público, não tem ela carta branca para fazê-lo de modo ineficiente e contrariamente aos interesses da própria empresa. Como se disse, o permissivo constitucional trata apenas da necessidade de se oferecer determinado serviço ou atividade, não de promover políticas públicas através desse veículo (a empresa estatal). Portanto, ao buscar exercer suas atividades de modo eficiente e lucrativo, a empresa pública (assim como a sociedade de economia mista) está também agindo no interesse público, já que a eficiência eleva o nível do serviço prestado e a lucratividade permite à empresa promover novos investimentos e melhorias na qualidade do serviço.

Desse modo, o objeto social da empresa estatal deve constar claramente de sua lei de criação e do respectivo estatuto social, sendo essa a atividade que justifica a sua criação e para o exercício da qual a empresa pode eventualmente precisar se afastar de sua finalidade lucrativa e de sua gestão eficiente.

Cabe aqui breve menção ao comentário de Mario Engler Pinto Junior, que, ao tratar do que intitula “concorrência indutiva” entre empresas estatais e privadas, afirma que:

a atuação da empresa estatal é capaz de assumir contornos regulatórios, a partir da interação direta com os demais participantes do mercado, para induzi-los a adotar posturas socialmente desejáveis. Trata-se, em última análise, de internalizar a regulação na empresa estatal.⁹⁶

Ocorre que, se o Estado não pode se imiscuir na atividade privada para ditar as condições em que esta será prestada, tampouco esperar que o particular ofereça serviços e produtos em condições que lhe sejam desfavoráveis, a única forma de induzir os *players* do mercado a “adotar posturas socialmente desejáveis” que se pode conceber é por meio do estabelecimento de parâmetros elevados de concorrência, isto é, com o oferecimento de atividades e serviços de qualidade, que obriguem o competidor privado a igualar tal patamar — algo como o estabelecimento de um *benchmark* elevado de qualidade. Esse é mais um fator a recomendar, portanto, que a empresa estatal seja administrada com base em critérios de eficiência e lucratividade, seja para remunerar seus acionistas, no caso de sociedades de economia mista, seja para arrecadar recursos que lhe permitam aprimorar a qualidade de sua atividade e oferecer preços mais acessíveis aos consumidores.

É o que se pode chamar de regulação para concorrência. Nesse ambiente, empresas estatais atuam, sem monopólio, em setores econômicos nos quais a regulação é concebida para estimular a competição entre os diversos *players*. Também aqui, portanto, é fundamental que as estatais sejam conduzidas com estrita — e restritiva — observância ao interesse que justificou a sua criação e ao seu objeto social, de modo a viabilizar a concorrência, em pé de igualdade (mesmo porque a Constituição veda a concessão de quaisquer vantagens comerciais ou fiscais às estatais), com os demais agentes privados que atuam no mercado.

Como salientam Gesner Oliveira e João Grandino Rodas:

⁹⁶ PINTO JUNIOR, Mario Engler. **Empresa estatal: função econômica e dilemas societários**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2013, p. 5.

a disseminação de legislações de defesa da concorrência em países em desenvolvimento, na década de 1990, realçou a função de promoção da concorrência entre suas atribuições. O forte legado intervencionista destas regiões tornou patente a necessidade de promover um ambiente concorrencial em segmentos historicamente submetidos a forte regulação. Assim, em contraste com as jurisdições maduras, os late comers em defesa da concorrência acentuaram a convergência do antitruste com a regulação.⁹⁷

A empresa estatal, portanto, deve ser vista como apenas mais um dos agentes atuantes na economia (salvo quando detiver o monopólio em alguma área, o que, no entanto, não afastará a sua obrigação de desempenhar efetivamente suas atividades), sem quaisquer benesses e sem qualquer prerrogativa de ação em sentido contrário aos interesses da própria empresa. Trata-se de veículo concebido pelo constituinte para dar curso a uma atividade, devendo tal atividade ser prestada com eficiência e excelência, sem que se aproveite da criação da estatal para levar a efeito outras políticas públicas, ainda que guardem relação direta ou indireta com a atividade realizada.

O relaxamento de tais premissas importa em situações como a recentemente verificada no caso da Petrobras, que foi usada, por anos a fio (especialmente no período de 2012 a 2014), como instrumento de controle da inflação, mediante o represamento dos preços de combustíveis por orientação expressa do Governo Federal⁹⁸, em detrimento do interesse da própria companhia, que se viu obrigada a suportar prejuízos bilionários.⁹⁹

Vale mencionar, em relação à política de gestão da Petrobras no período acima mencionado, que, em 06 de dezembro de 2017, o Ministério Público Federal (MPF) ajuizou ação de improbidade administrativa cumulada com ressarcimento de danos ao Erário contra os então administradores da Petrobras (dentre eles, o ex-Ministro da Fazenda Guido Mantega e a ex-Presidente da Petrobras Maria das Graças Foster) e contra a União Federal, controladora da companhia.

Na referida demanda, o MPF sustenta que a União Federal, por seu envolvimento direto na tomada de decisões e sua influência na manutenção da política de congelamento de preços de combustíveis (à época, vendidos a preço inferior ao que eram adquiridos pela própria companhia), a controladora da Petrobras exerceu abusivamente o seu poder de

⁹⁷ OLIVEIRA, Gesner; RODAS, João Grandino. **Direito e economia da concorrência**. Rio de Janeiro: Renovar, 2004, p. 142.

⁹⁸ Nesse sentido, vide reportagem publicada no site da Financial Times: Brazil's monetary jeitinho. **Financial Times**. 15 jan. 2013. Disponível em: <<https://www.ft.com/content/2f5c82cb-cbba-3ace-933b-fb4153933563>>. Acesso em: 15 nov. 2017.

⁹⁹ Veja-se, a respeito da política de congelamento de preços e prejuízos daí decorrentes: Prejuízo com preços controlados sobe 55% e Petrobras busca alta da gasolina. **Uol Economia**. São Paulo, 08 ago. 2014. Disponível em: <<https://economia.uol.com.br/noticias/redacao/2014/08/08/prejuizo-com-precos-controlados-sobe-55-e-petrobras-busca-alta-da-gasolina.htm>>. Acesso em: 07 dez. 2017.

controle¹⁰⁰, violando o disposto no art. 117 da LSA e alargando indevidamente o espectro de aplicação do art. 238 da mesma norma.

O pleito do MPF contra a União envolve a indenização mínima consistente na diferença entre os preços da gasolina e diesel praticados pela Petrobras e o custo de importação desses produtos, considerando o volume importado no período.

A atuação do MPF ao propor a referida ação se alinha às premissas defendidas no presente trabalho. A tese desenvolvida na petição inicial sustenta, por igual, a limitação do interesse público àquele que justificou a criação da SEM, tal como descrito em seu objeto social e na respectiva lei de autorização.

O que se verifica, portanto, é que não faltam ao Poder Público ferramentas para promover e implementar políticas públicas em setores considerados estratégicos da economia. A criação e condução de empresas estatais para essa finalidade, porém, não é uma dessas ferramentas, sendo prerrogativa destinada a finalidade diversa e bastante mais específica do que esta, repita-se: o desenvolvimento de certa atividade econômica ou serviço público considerado necessário “aos imperativos de segurança nacional” ou a “relevante interesse coletivo”. Portanto, uma vez eleita essa via pelo Estado para interferir no domínio econômico, deverão ser respeitadas as restrições e diretrizes estabelecidas pela Constituição Federal para essa finalidade, o que não ocorreu, por exemplo, no caso da Petrobras acima suscitado.

2.5 O conflito entre as posições de regulador e de controlador do Estado

Outra questão de difícil tratamento é o inescapável conflito de interesses que envolve o Estado por conta de seu duplo papel em relação às empresas estatais, na medida em que, além de figurar como acionista controlador de tais companhias, o Estado é também o regulador da normas que lhe são aplicáveis (e das atividades por elas desenvolvidas).

Afinal, é o Estado, através de seus órgãos da Administração Pública, que, de um lado, edita as normas aplicáveis às sociedades de economia mista — em especial, normas sobre matéria societária, que são igualmente aplicáveis às sociedades de economia mista — e, de

¹⁰⁰ Aliás, o MPF demonstra na petição inicial da ação que a própria Petrobras encomendou, à época, estudos e pareceres sobre a legalidade da política de gestão então levada a efeito, os quais foram elaborados por juristas como Ary Oswaldo Mattos Filho e Floriano Azevedo Marques Neto, todos eles dando conta de que havia o risco efetivo de caracterização de abuso de poder de controle, pelo fato de a companhia estar sendo utilizada em desconformidade com o interesse público específico que justificou a sua criação e como mero instrumento de política pública, em sentido lato, no combate à inflação.

outro lado, exerce a função reguladora das atividades exercidas por tais companhias, por meio de suas agências reguladoras e outras autarquias (CADE, CVM etc.).

De fato, o exercício pelo Estado de suas atribuições de controlador é diretamente influenciado pelo arcabouço legal aplicável às SEMs — mais especificamente, pela LSA, genericamente aplicável a SEMs e empresas públicas, dada a sua natureza societária, e pela Lei nº 13.303/16 (regulamentada pelo Decreto nº 8.945/16). No entanto, se esse arcabouço já é moldado, desde o berço, de forma a propiciar a expropriação dos acionistas minoritários pelo controlador, a atuação do Estado como acionista controlador das SEMs é igual e diretamente influenciada desde o nascedouro, eis que surge o risco de as normas serem talhadas conforme interesses políticos (sejam momentâneos ou mais duradouros).

A reforma da LSA em 1997, por meio da publicação da Lei nº 9.457/97, é normalmente utilizada com exemplo de materialização desse conflito de interesses em torno da figura do Estado. À época, em meio às privatizações levadas a efeito no Brasil, diversas normas do referido diploma legal foram alteradas para beneficiar a posição do Estado como acionista controlador e aumentar o valor de venda dos blocos de controle por ele alienados a particulares, dentre as quais (i) as hipóteses de direito de recesso por ocasião de operações societárias de *spin-off* e (ii) a exigibilidade de *tag along* quando da transferência do controle societário. Com relação a esta última norma, pouco tempo depois, em 2001, foi editada a Lei nº 10.303/01, que incluiu o art. 254-A à LSA e voltou a prever o *tag along* e a necessidade de realização de oferta pública de ações por adquirente de ações do bloco de controle.

Há que se buscar, portanto, meios para se lidar com esse conflito de interesses, evitando, dentre outras circunstâncias, a edição de normas pelo Poder Público em benefício próprio, isto é, contendo disposições que favoreçam a sua posição nas empresas estatais. A primeira e fundamental medida a ser concebida é a separação entre as funções de exercício do controle societário e de regulação, conforme o alerta de Mariana Pargendler:

the government's dual role as shareholder and regulator prevents it from credibly committing not to change its corporate law rules in an opportunistic manner in the future if opportunities for profit-making through expropriations are sufficiently attractive. Indeed, this risk of exploitative policy reversal is precisely the reason why most countries do not promulgate the most important limitations to state action via private laws, but rather inscribe them in public constitutions that are particularly difficult to amend.¹⁰¹

¹⁰¹ PARGENDLER, Mariana. State Ownership and Corporate Governance. **80 Fordham L. Ver.** 2917 (2012), p. 2.965. Tradução livre: “(...) o duplo papel do Estado como acionista e regulador impede que ele assuma com credibilidade um compromisso de que alterar as suas regras em matéria societária de forma oportunista no futuro, caso surjam oportunidades suficientemente atrativos para se auferir lucro através da expropriação de benefícios privados. De fato, o risco de reversão de políticas públicas de modo a explorar tais benefícios é

Uma das formas de se endereçar o conflito em questão é por meio da distinção entre as entidades administrativas que desempenham cada um desses papéis — de controle e de regulação —, como forma de evitar que tais funções sejam acumuladas por uma só pessoa, o que certamente agravaria o conflito de interesses.

Nesse sentido, as Diretrizes da OCDE recomendam que:

A estrutura reguladora e legal das empresas de propriedade do Estado deve assegurar um nível de igualdade em mercados onde empresas de propriedade estatal e empresas do setor privado possam competir, de forma a evitar distorções de mercado.

Nessa estrutura reguladora e legal, as Diretrizes destacam (i) a necessidade de separação clara entre as funções de propriedade e de regulação do Estado, (ii) a não isenção, por parte das empresas estatais, de leis e atos normativos em geral, bem como (iii) a manutenção de condições competitivas entre estatais e empresas privadas no que toca ao acesso a recursos financeiros, sem que as primeiras sejam beneficiadas em suas relações com instituições financeiras.

No mesmo sentido, o Caderno de Boas Práticas do IBGC assim afirma:

A segregação entre a chamada função de propriedade e as demais funções exercidas pelo Estado, particularmente a regulação de determinados setores, tende a impedir que as SEMs provoquem distorções nas condições de livre concorrência nos mercados em que atua.

A orientação dos *guidelines*, portanto, é no sentido de que órgãos diferentes da Administração Pública exerçam as funções de propriedade acionária e regulação estatal. De um lado, uma entidade específica, de caráter técnico, atuaria no exercício do controle societário das sociedades com participação majoritária do Estado. De outro, a atividade reguladora ficaria a cargo de agências setoriais. Ambos os órgãos deveriam, naturalmente, ter o necessário insulamento político e organizacional para empreenderem suas atribuições de maneira autônoma, a salvo de pressões políticas.

Deve-se ter em mente que a utilização de um órgão para exercer as funções de propriedade acionária não deve representar o aumento da burocratização da representação estatal nas companhias mistas, nem muito menos a perda de tecnicidade no exercício do

precisamente a razão pela qual a maioria dos países não edita as mais importantes limitações ao Estado por meio de leis privadas, mas sim as insere em normas públicas que sejam particularmente difíceis de serem alteradas.”

controle acionário.¹⁰² Na realidade, o órgão centralizador de tais funções deverá ser capacitado a implementar boas práticas de governança em perspectiva global (*i.e.*, regras aplicáveis a toda e qualquer sociedade de controle ou participação estatal), mas, como entidade especializada no exercício das prerrogativas de controle, não será necessariamente o responsável por “pensar” a orientação dos negócios da empresa. A definição da linha de atuação da companhia deverá ficar a cargo de órgãos setoriais técnicos, que definirão as políticas e ações a serem empreendidas no âmbito da administração da sociedade, cabendo ao órgão centralizar das funções de propriedade a execução de tais políticas, com a observância das diretrizes gerais e práticas de governança que por ele foram ditadas.

Nesse sentido, verifica-se normalmente três principais modelos de centralização das prerrogativas inerentes à propriedade acionária estatal que são adotados mundo afora, quais sejam: (i) modelo descentralizado, em que tais prerrogativas são exercidas por ministérios específicos relacionados ao setor de atuação da estatal (adotado em países do Leste Europeu, principalmente); (ii) modelo dualista, no qual dois ministérios exercem tais atribuições de modo compartilhado, sendo um deles o ministério setorial e outro um ministério comum a todas as estatais (em geral, o Ministério das Finanças ou da Fazenda, como ocorre na Nova Zelândia); e (iii) o modelo triplo, com ao menos três ministérios envolvidos (exemplos de urquia e Coréia do Sul).

O Brasil, desde a edição do Decreto nº 6.021/07 mais se amolda ao modelo triplo acima citado, tendo sido criada a Comissão Interministerial de Governança Corporativa e de Administração de Participações Societárias da União (CGPAR), “com a finalidade de tratar de matérias relacionadas com a governança corporativa nas empresas estatais federais e da administração de participações societárias da União” (cf. art. 1º do Decreto). A CGPAR é composta por três ministros de Estado: Ministro do Planejamento, da Fazenda e Chefe da Casa Civil da Presidência e tem como um de seus objetivos “aprovar diretrizes e estratégias relacionadas à participação acionária da União nas empresas estatais federais”, contando ainda com uma unidade executiva de apoio técnico e administrativo que é formada por dois membros (um titular e um suplente) indicados por cada um dos Ministros integrantes da Comissão.

¹⁰² É o que adverte Joaquim Rubens Fontes Filho e Lídice Meireles Picolin, que afirmam que “essa centralização deve evitar ser uma nova e poderosa camada de burocracia. Centralização da função propriedade não implica centralização da propriedade legal. Ao órgão centralizador cabe harmonizar e coordenar ações e políticas empreendidas por diferentes áreas ou órgãos representantes da propriedade em vários ministérios e ser responsável por elaborar uma política global, desenvolvendo diretrizes específicos e unificando práticas de governança.” (FONTES FILHO, Joaquim Rubens; PICOLIN, Lídice Meireles. Governança corporativa em empresas estatais: avanços, propostas e limitações. **Revista de Administração Pública**, Rio de Janeiro, v. 42, n. 6, p. 1.163-1.188, nov./dez. 2008, p. 1.176)

De toda sorte, conquanto exista na estrutura administrativa brasileira um órgão destinado a administrar as participações acionárias estatais, nota-se que a composição da CGPAR é eminentemente política, encabeçada por ministros de Estado e membros por eles indicados, não havendo o necessário grau de tecnicidade e autonomia que poderiam contribuir para a melhor gestão do controle acionário do Estado.

Em paralelo, há ainda a Secretaria de Coordenação e Governança das Empresas Estatais (SEST), da qual se tratará em maior detalhe mais adiante neste trabalho, criada com o objetivo de obter uma visão sistêmica e coordenada das empresas estatais em funcionamento, de modo a permitir uma coordenação estratégica e organizada de seu controle. Atualmente, a SEST, dentre outras atribuições, é responsável pela integração das políticas empresariais das estatais e pelo estabelecimento de diretrizes para o controle acionário exercido pelo Estado.

O que tem ocorrido na prática, portanto, é o envolvimento direto de alguns dos mais altos escalões governamentais — não só de ministros de Estado, mas até mesmo o chefe do Poder Executivo — em questões afetas à propriedade acionária do Estado nas sociedades de economia mista. Além de vulnerar a independência dos administradores das companhias, tal prática se afasta das orientações dos *guidelines* acima referidos e acentua o conflito de interesses entre o duplo papel do Estado.

Não por acaso, a Lei nº 13.303/16 passou a vedar a indicação para o Conselho de Administração e para a diretoria de empresas estatais de Ministros e Secretários de Estados, além de outros cargos políticos elencados no inciso I do § 2º do art. 17.

Embora o Brasil tenha adotado, há algum tempo, o modelo de agências e conte, portanto, com autarquias especializadas para desempenhar as atividades reguladoras em alguns dos principais setores da economia nacional, o mesmo não se pode dizer em relação à criação de órgãos especializados para o exercício das funções relacionadas à propriedade estatal de sociedades de economia mista. Tais funções acabam, via de regra, sob responsabilidade direta do Poder Executivo e de seus ministérios¹⁰³, que desbordam dos limites da mera supervisão ministerial, justificável no contexto de hierarquia dos órgãos da Administração Pública.

Uma alternativa à tradicional sugestão de se separar as funções de propriedade e controle é submeter as empresas estatais a um regime jurídico diverso das empresas privadas.

¹⁰³ Não é demais lembrar que, até a revogação da Lei nº 2.004/53, que autorizou a constituição de Petrobras, era formalmente do Presidente da República a atribuição de nomear membros do conselho de administração da companhia. Com a revogação da referida norma, tal previsão não mais consta de lei, mas continua sendo observada na prática, sendo as nomeações para os cargos de administração da Petrobras essencialmente políticas (e nem sempre técnicas).

Nessa hipótese, as empresas estatais permaneceriam sujeitas ao regime vigente, com suas imperfeições e normas favoráveis ao controlador, ao passo que, para as empresas privadas, poderia ser editado novo regramento, mais rigoroso e benéfico aos acionistas minoritários, já que, em relação a tais sociedades, o Estado não tem o interesse direto em editar normas que lhe sejam favoráveis. Uma vez consumada a dicotomia de regimes, as empresas privadas poderiam optar por sujeitar-se ao novo regime — mais rigoroso, que lhe viabilizaria acesso mais fácil ao mercado financeiro — ou manter-se sob a égide do regime anterior, que continuaria aplicável às estatais.

Nas palavras de Mariana Pargendler:

there is another overlooked justification for establishing a distinct corporate regime for SOEs, which is to relieve state interests in corporate lawmaking. As argued elsewhere, the creation of a dual regime can be a second-best solution when powerful political actors effectively block the enactment of a single efficient legal regime. As a variation on regulatory dualism, the regime applicable to state-owned and private firms would be separate and different from the legal regime governing private sector corporations precisely to permit the private regime to develop along more efficient lines by exempting it from the interests and pressure of the government as shareholder.¹⁰⁴

De fato, tal estratégia — para a qual a edição da mencionada Lei nº 13.303/16 pode significar um primeiro passo, ainda que não constitua propriamente todo um novo regime jurídico em torno das empresas estatais, uma vez que a LSA continua lhe sendo aplicável, assim como às empresas privadas — pode funcionar como uma “*second-best solution*”, isto é, um plano B em relação à doutrina tradicional que recomenda a aproximação entre os regimes aplicáveis para empresas estatais e privadas, confiando na possibilidade de se estimular a edição de normas de direito societário com base apenas em critérios técnicos (ou seja, sem influência política do Estado de acordo com seus interesses de acionista controlador).

Diante da impossibilidade prática até aqui experimentada de se superar tais interesses políticos, a saída pode ser, de fato, criar uma dicotomia entre os regimes aplicáveis, de modo a preservar, ao menos, o regramento aplicável às empresas privadas. Em última análise, ao se permitir o aperfeiçoamento do regime jurídico aplicável às empresas privadas, estar-se-ia a

¹⁰⁴ PARGENDLER, Mariana. State Ownership and Corporate Governance. **80 Fordham L. Ver.** 2917 (2012), p. 2.963. Tradução livre: “(...) há ainda outra justificativa relevante para o estabelecimento de regimes legais distintos para empresas estatais, que é justamente atenuar os interesses do Estado na edição de leis societárias. Como já defendido em outro trabalho, a criação de um regime dualista pode ser uma solução ‘*second best*’ quando agentes políticos poderosos impedem, de modo eficaz, a edição de um regime único eficiente. Como uma variação pautada no dualismo regulatório, o regime aplicável a empresas estatais seria separado e diferente do regime legal aplicável a empresas de setores privados, precisamente para permitir que o regime privado se desenvolva em bases mais eficientes, isolando-o dos interesses e da pressão do governo como acionista.”

pressionar o Estado para, cedo ou tarde, aprimorar também o regime aplicável às empresas estatais, pois seria de se esperar que o investidor, percebendo a existência de regramento que lhe é mais benéfico, optasse por investir em empresas particulares, o que prejudicaria as estatais na captação de recursos. Infelizmente, essa possível consequência acaba, por razões óbvias, atuando como fator de desincentivo à adoção de um regime societário dualista, já que ao Estado não interessa colocar em risco a captação de recursos para empresas estatais.

A conclusão a que se chega, nesse particular, é de que a legislação brasileira carece de dispositivos que tutelem concretamente o conflito de interesses inerente ao duplo papel do Estado em relação às SEMs. À falta de disposições que estabeleçam verdadeiramente a separação entre controle e regulação — e, mais do que isso, à falta de disposição política em lidar com o tema —, uma solução adequada pode ser a previsão de regime dualista para empresas estatais e privadas, o que pode ter se iniciado com a edição da Lei nº 13.303/16.

2.6 Compensação nas hipóteses de sacrifício da lucratividade da companhia

Firmou-se anteriormente a premissa de que a SEM, em circunstâncias excepcionais, pode ser orientada para a consecução de sua finalidade social (afastando-se, em casos tais, de sua finalidade econômica). A aceitação da premissa, por todas as razões já expostas neste trabalho, dá lugar à discussão sobre a necessidade de compensação da companhia e/ou do particular (acionista privado), para que haja a recomposição dos prejuízos causados à sociedade (e, indiretamente, ao acionista) por ocasião da execução de operações ou da prática de atos que, embora diretamente ligados ao interesse público que motivou a criação da SEM, sacrifiquem a lucratividade da companhia (ainda que apenas naquela operação e não no resultado geral da empresa, que pode continuar a ser positivo).

Essa foi, com efeito, outra das questões anteriormente colocadas neste trabalho e que devem, portanto, ser respondidas: verificada a situação que autoriza a relativização da finalidade econômica da SEM para realização de sua finalidade social, a companhia e/ou os acionistas privados farão jus a algum tipo de compensação?

Em vista da atual disciplina aplicável às SEMs, parece-nos que a resposta é afirmativa.

Vale dizer, inicialmente, que a LSA não previu, na parte em que regula as SEMs, qualquer forma de compensação da companhia ou de seus acionistas por atos praticados pelo controlador com a finalidade de observar o interesse público que justificou a sua criação. A

bem da verdade, chegou-se a cogitar de tal medida: a redação original do art. 238 da LSA previa compensação ao particular em tais casos, mas o trecho que previa tal providência acabou sendo suprimido do respectivo projeto de lei no curso do trâmite legislativo, de modo que a redação final, convertida na lei vigente, não faz referência a nenhum tipo de compensação.

Não obstante, mesmo à luz unicamente da LSA, parte da doutrina já defendia a necessidade de compensação do particular (ou da sociedade) diante de atos praticados em prol do interesse público, como, por exemplo, Tavares Borba:

Não se justifica, porém, o sacrifício da sociedade ao proveito público; se, por uma contingência qualquer, o interesse público exigir o esmagamento dos demais interesses, cumprirá à pessoa jurídica controladora atribuir à sociedade, ou aos interessados diretamente, uma razoável compensação.^{105,106}

Em sentido contrário, Mario Engler Pinto Junior sustenta que “o custo implícito das políticas públicas e condutas de mercado não maximizadoras deve ser suportado pela própria companhia”, pois o controlador “não comete desvio de conduta quando persegue objetivos publicistas compatíveis com o campo de atuação da companhia controlada”^{107,108}. Para o autor, a inexistência de mecanismos de compensação do particular e/ou da companhia é equilibrada com a garantia do direito de recesso aos acionistas de companhia, previsto no art. 236, § único, da LSA.

Ainda que fosse omissa a LSA, não concordamos com os argumentos levantados em desfavor da compensação dos prejuízos suportados pela companhia. Por mais que se reconheça que a SEM é constituída com o intuito de dar concretude ao interesse coletivo que a justifica, isso não impede a recomposição de prejuízos experimentados pela companhia quando o Estado atuar em desacordo com a sua finalidade lucrativa (que igualmente informa a

¹⁰⁵ BORBA, José Edwaldo Tavares. **Direito societário**. 10. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2007, p. 513.

¹⁰⁶ No mesmo sentido, Alfredo Sérgio Lazzareschi Neto afirma que, sempre que o controlador agir, ainda que justificadamente, em desalinho com o interesse social, “deverá compor os prejuízos que causar aos acionistas minoritários” (LAZZARESCHI NETO, Alfredo Sérgio. **Lei das Sociedades por Ações Anotada**. São Paulo: Saraiva, 2010, p. 590).

¹⁰⁷ PINTO JUNIOR, Mario Engler. **Empresa estatal: função econômica e dilemas societários**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2013, p. 355.

¹⁰⁸ Modesto Carvalhosa também adota posição contrária à compensação de prejuízos pelo Estado: “O Estado não pode ser compelido a compor prejuízos por ter atendido às razões de Estado. As razões de agir do Poder Público não podem ser consideradas atos ilícitos e fundamento de ressarcimento por danos. Não se pode compor prejuízos decorrentes de atendimento do interesse público. Daí não caber ‘composição de prejuízos’ aos acionistas minoritários, já que age o Estado dentro do objetivo precípua para o qual foi criada a sociedade de economia mista: atender ao interesse coletivo primário ou da coletividade.” (CARVALHOSA, Modesto. Comentários à Lei de Sociedades Anônimas *apud* PINTO JUNIOR, Mario Engler. **Empresa estatal: função econômica e dilemas societários**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2013, p. 357)

sua criação). A bem da verdade, conquanto pouco abordada na doutrina nacional até o momento, a compensação de prejuízos da companhia (e indiretamente do particular, que integra o seu quadro social) tem o condão de funcionar, a nosso ver — e como será desenvolvido a seguir —, como importante mecanismo de impulsão de tais sociedades, no sentido de estimular a captação de recursos privados e ao mesmo garantir o alinhamento de interesses do controlador e dos minoritários.

Especificamente no que diz respeito ao argumento de que a compensação dos prejuízos restaria afastada por conta de faculdade de o acionista exercer o seu direito de recesso por ocasião da aquisição, por desapropriação, do controle da companhia pelo Estado, não nos parece que essa seja a explicação adequada para a possibilidade de retirada do acionista em tais situações. Muito embora possa contar com a compensação dos prejuízos sociais pelo acionista controlador quando este se desviar da finalidade econômica da SEM, o acionista minoritário ainda pode ter reservas, por motivos outros, quanto à circunstância de estar associado ao Poder Público no quadro social de uma companhia.

Afinal, ainda que as operações deficitárias possam ser recompostas na forma a seguir descrita, a mera “anulação” do prejuízo resultante de tais operações não é suficiente para assegurar a rentabilidade da companhia, que, ainda que não possa ser deficitária, não será necessariamente pujante, ou seja, mesmo que aufera lucro, poderá apresentar resultados apenas razoáveis, sem que o investidor seja expressivamente remunerado em seu investimento (naturalmente, a percepção de qual seria a remuneração adequada pode variar conforme o perfil do investidor). O fato é que, por mais que se evite o funcionamento deficitário da companhia com a recomposição de prejuízos, não se estará necessariamente a garantir elevadas margens de lucro, o que pode representar empecilho ao acionista para seguir com sua participação quando da aquisição do controle pelo Estado.

Outro empecilho hipotético é a delicada questão reputacional que envolve, sobretudo nos tempos atuais, toda e qualquer empresa estatal. Tendo em vista o atual cenário de desconfiança com relação à Administração Pública e a forma de gestão das empresas estatais, o acionista que tem participação em empresa privada cujo controle é adquirido por ente público pode não querer se submeter ao risco de ver surgir um escândalo de corrupção envolvendo a companhia, que terá como consequência uma perda acentuada de valor de mercado da sociedade, a impactar o valor de suas ações. O que se vê, portanto, é que o direito de recesso previsto no art. 236, § único, da LSA não tem o alcance que a ele se pretende atribuir por parte da doutrina, para rechaçar a possibilidade de compensação de prejuízos pelo acionista controlador de SEM.

Acresce que, se a LSA não regulava a matéria, a Lei nº 13.303/16 trouxe, a nosso ver, disposições que reforçam a argumentação em favor da compensação da companhia nas hipóteses de que aqui se cuida.

É de se ressaltar, inicialmente, que todo o conteúdo da citada lei é marcadamente inspirado por normas que reforçam os compromissos públicos com boas práticas de governança corporativa e limitações aos poderes do Estado e da Administração Pública na relação com os particulares, dada a natureza societária das empresas estatais sujeitas às disposições da Lei nº 13.303/16.

Nessa linha, como anota Alexandre Santos de Aragão, que salienta as “mudanças profundas”¹⁰⁹ almejadas pelo citado diploma legal, o argumento legal em favor da compensação a ser promovida pelo Poder Público em face de situações em que a SEM tenha prejuízos por sua atuação em prol do interesse público encontra respaldo no §2º do art. 8º da Lei nº 13.303/16, que tem a seguinte redação:

Art. 8º As empresas públicas e as sociedades de economia mista deverão observar, no mínimo, os seguintes requisitos de transparência:

(...)

§ 2º Quaisquer obrigações e responsabilidades que a empresa pública e a sociedade de economia mista que explorem atividade econômica assumam em condições distintas às de qualquer outra empresa do setor privado em que atuam deverão:

I- estar claramente definidas em lei ou regulamento, bem como previstas em contrato, convênio ou ajuste celebrado com o ente público competente para estabelecê-las, observada a ampla publicidade desses instrumentos;

II- ter seu custo e suas receitas discriminados e divulgados de forma transparente, inclusive no plano contábil.

A intenção do dispositivo parece ser justamente a de (i) garantir que os custos de ações executadas pelas companhias apenas em função de sua condição de empresa estatal (*i.e.*, de obrigações assumidas “em condições distintas às de qualquer outra empresa do setor privado em que atuam”) sejam devidamente calculados e identificados, (ii) tais ações, assim como seus custos e forma de ressarcimento, sejam negociadas entre a companhia estatal e seu controlador (representado pela entidade pública competente para exercer as funções de propriedade estatal) e refletidos “em contrato, convênio ou ajuste” celebrado entre as partes e (iii) tais providências sejam tomadas em caráter de “ampla publicidade”, garantindo a transparência do mecanismo.

¹⁰⁹ ARAGÃO, Alexandre Santos de. **Empresas estatais: o regime jurídico das empresas públicas e sociedades de economia mista**. 1. ed. São Paulo: Forense, 2017, p. 357.

Realmente, ao impor a celebração de “contrato, convênio ou ajuste”¹¹⁰ entre a empresa estatal e o ente público que exerce as funções de propriedade da companhia (ou seja, aquele que tem competência para determinar a assunção de obrigações particulares), o legislador visou a que fosse negociada a forma de compensação da companhia pelo custos suportados em função das ações executadas em prol do interesse público. Afinal, os instrumentos mencionados no citado art. 8º são todos de natureza consensual, isto é, são atos negociais e bilaterais. Não fosse necessário o “ajuste” entre as partes no sentido de estabelecer as bases para a compensação da companhia, não haveria de se falar na realização de atos e documentos negociais — nesse cenário, seria suficiente a mera imposição, como sempre se verificou na realidade brasileira, da adoção de medidas (legitimamente ou não) em observância do interesse público que justificou a criação da SEM.

Sobre o tema, Alexandre Santos de Aragão assim afirma:

O art. 8º do Estatuto das Estatais não impede que os objetivos públicos previstos no seu art. 4º, §1º, e no art. 238 da Lei das S.A. possam ser impostos pelo acionista controlador e estatal. Ao revés, a realização desses objetivos públicos pela estatal é o que legitimou a sua criação e o que legitima a sua subsistência enquanto entidade da Administração Indireta.

O que o art. 8º do Estatuto das Estatais faz é vedar os mecanismos informais de instrumentalização das estatais para fins públicos; é obrigar a sua identificação prévia (até para verificar se realmente são objetivos públicos institucionais ou não, por mais relevantes que sejam — cf. tópico IV.2.3.1); e é impor que os seus custos, o déficit ou a menor lucratividade da estatal sejam previamente quantificados para que, também previamente, possa ser estabelecida, por ato negocial, a foram através do qual eles serão compensados (...).¹¹¹

Há, ademais, alguns argumentos de viés econômico a justificar a compensação da companhia pelos custos das ações aqui tratadas — os quais se sobrepõem, em nossa opinião, à visão tradicionalista de que o Estado, como controlador de SEM, não deve ser obrigado a recompor prejuízos incorridos na realização do interesse coletivo que justificou a criação da companhia.

É que, uma vez estabelecida a obrigação do controlador de ressarcir a companhia pelos custos das ações tomadas em prol do interesse público, tem-se um desincentivo — representado pelo impacto financeiro da compensação nos cofres públicos — a que o Poder

¹¹⁰ É interessante mencionar que a celebração de tais instrumentos poderá auxiliar no dever de fundamentação e transparência que vincula o acionista controlador nas situações de que aqui se cuida — como já anteriormente sustentado. Assim, se a própria deliberação assemblear que atenua a finalidade lucrativa já deve, por si só, ser suficientemente fundamentada, a celebração de ajuste nos termos do art. 8º complementa a imposição de fundamentação e transparência, servindo para bem delinear as bases envolvidas na operação deficitária.

¹¹¹ ARAGÃO, Alexandre Santos de. **Empresas estatais: o regime jurídico das empresas públicas e sociedades de economia mista**. 1. ed. São Paulo: Forense, 2017, p. 366.

Público adote medidas aventureiras e desprovidas de fundamentos jurídicos aptos a justificar a sua execução. De fato, ainda que no curto prazo tal impacto financeiro não seja diretamente percebido, as consequências tendem a surgir no médio e longo prazo, assim desestimulando o controlador de levar a efeito operações deficitárias que não sejam estritamente necessárias e vinculadas ao interesse coletivo que motivou a criação da SEM (especialmente em períodos de crise financeira, nos quais os recursos utilizados para fins de compensação das estatais serão ainda mais relevantes).

Portanto, ao impor a compensação da companhia pelos custos incorridos com a adoção de medidas de interesse público (mesmo quando legítimas), estar-se-á também criando um importante mecanismo econômico de contenção das iniciativas estatais dessa natureza. Naturalmente, esse mecanismo não impedirá, de todo, a adoção de medidas inconsequentes, sobretudo porque os reflexos financeiros da compensação por tais atos não são imediatos.

Concordamos com a visão de Armínio Fraga Neto a esse respeito:

(...) por definição, governos têm empresas para impor seus objetivos não econômicos. Estes objetivos sempre têm custos, que deveriam fazer parte do orçamento nacional, disputando espaço com outros usos para os escassos recursos. Não se trata, portanto, de uma questão apenas econômica, mas de ponto fundamental para o bom funcionamento de qualquer democracia digna do nome.¹¹²

Ainda que o autor sustente a sua posição com vistas a defender a redução do número de empresas estatais, parece-nos que a linha de argumentação também se presta a justificar o mecanismo aqui proposto. Sem que se discuta — por impertinência temática em relação ao problema de pesquisa deste trabalho — a conveniência de se reduzir o número de empresas estatais em funcionamento, o mínimo que se pode esperar — em meio ao cenário nacional em que se verifica um número elevado de companhias controladas pelo Estado — é que a adoção de objetivos não econômicos através da criação de SEMs seja igualmente contabilizada no orçamento nacional, por meio da destinação de recursos para a compensação dos prejuízos causados a tais companhias para a consecução de tais objetivos.

De outro lado, a compensação da companhia por tais prejuízos funcionará como forma de preservar o interesse de investidores privados em aportar recursos nas SEMs. Embora tal mecanismo de compensação imponha custos aos cofres públicos (como se veio de tratar acima), é certo que também poderá representar relevante incremento na captação de recursos

¹¹² Revolução da governança corporativa e privatização. *Jornal Valor Econômico*. **Jornal Valor Econômico**. Opinião. São Paulo, 21 nov. 2017. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/opiniao/5199943/revolucao-da-governanca-corporativa-e-privatizacao>>. Acesso em 07 dez. 2017.

pelas empresas estatais. Considerando que um dos principais receios de acionistas privados ao tomar a decisão de adquirir ações de SEMs é justamente a expropriação de seus recursos para fins não econômicos, a garantia de recomposição de eventuais prejuízos experimentados pela companhia acabará por endereçar, de modo eficiente, esse receio, animando decisivamente o investidor privado a se associar ao Estado para o desenvolvimento da atividade econômica.¹¹³

Temos, portanto, que a compensação da companhia pelos custos de ações praticadas com sacrifício de sua finalidade lucrativa (mesmo que corretamente baseadas na parte final do art. 238 da LSA) se apresenta como importante e necessário mecanismo sob essas duas perspectivas:

- (i) de um lado, tem o efeito de preservar o interesse do acionista privado em investir na SEM, eis que será mantido indene por eventuais prejuízos suportados pela companhia investida, afastando o risco de expropriação de seus recursos e violação de seus interesses pelo acionista controlador; e
- (ii) de outro lado, alcança a finalidade de limitar o acionista controlador na adoção de medidas em prol do interesse público, dadas as consequências financeiras severas da multiplicação de tais iniciativas para os cofres públicos, resultantes da necessidade de arcar com os custos decorrentes do afastamento da finalidade lucrativa da companhia.

Note-se que não se está a defender que a compensação dos prejuízos suportados pela SEM seria uma forma de reparação de danos, sob a ótica da noção tradição de responsabilidade civil, segundo a qual o dano reparável é aquele que resulta da prática de ato ilícito (que não ocorre quando o Estado age dentro dos limites do art. 238 da LSA) pelo agente ofensor. No caso em exame, na realidade, a hipótese é de recomposição de prejuízos prevista em lei (de acordo com a interpretação aqui sustentada) e amparada por consistentes argumentos econômicos que justificam o mecanismo em questão, e não pela prática de ato ilícito. O fato gerador da compensação, portanto, é outro.

¹¹³ A situação é comparável a um cenário de “indenização perfeita”, de acordo com os modelos sustentados pela análise econômica do Direito. Embora ciente dos riscos de prejuízos a serem suportados pela companhia investida, o acionista terá preservado o seu interesse de investir, desde que seja mantido indene por tais prejuízos. Em outras palavras, a orientação da sociedade para o fim de atender o interesse público que justificou a sua criação deixará, com isso, de ser empecilho para a captação de recursos pelo Estado.

Em resumo, entendemos que a compensação aqui descrita funciona como verdadeira subvenção econômica concedida pelo Estado, definida pela Lei nº 4.320/64 como transferência destinada a cobrar despesas de custeio¹¹⁴ da empresa pública ou privada de caráter industrial, comercial, agrícola ou pastoril que venha a ser beneficiada com a medida (cf. art. 12, §3º).

Essa deve ser, pois, a forma de compensação das SEMs — através de subvenções econômicas¹¹⁵ concedidas pelo Estado, como forma de fomentar a atividade econômica prestada pela empresa estatal, como já ocorre em muitos casos, como, por exemplo, o fomento à inovação tecnológica através de programa de apoio, através da concessão de recursos (não reembolsáveis) de subvenção econômica a empresas para que desenvolvam produtos inovadores ou setores estratégicos da economia.

Cabe mencionar o entendimento de Natália Bertolo Bonfim ao descrever a definição de interesse público pautada em uma abordagem quantitativa (segundo a qual o interesse público é o somatório dos interesses privados, como que a composição de um interesse predominante na sociedade):

Essa é uma abordagem de cunho quantitativo, vez que qualquer interesse individual pode vir a se transformar em interesse público, desde que esse seja o desejo da maioria dos membros da sociedade. Não haveria, portanto, uma distinção *qualitativa* entre o interesse público e o interesse privado: em sua essência, estes são iguais e devem ser respeitados. Em função de sua desigualdade perante a ordem democrática, quando um interesse individual é substituído pelo interesse público, deve o particular ser devidamente compensado pela perda da disposição sobre seu interesse, como ocorre, por exemplo, no instituto da desapropriação.¹¹⁶

¹¹⁴ Até porque a compensação será destinada a recompor prejuízos decorrentes de operações deficitárias levadas a efeito pelas empresas estatais, propondo-se, em última análise, a custear a promoção do interesse público específico que poderá ser perseguido pela SEM.

¹¹⁵ Como se extrai do Manual do Programa Subvenção Econômica à Inovação Nacional, divulgado pela FINEP em 2010: “A subvenção econômica busca mitigar uma deficiência ou ausência de ânimo por parte dos agentes privados por determinadas oportunidades de produtos inovadores apontadas pelo interesse público. A ausência de ânimo ocorre quando as empresas consideram que os novos produtos inovadores alcançarão mercados muito restritos ou quando vislumbram novos mercados promissores de produtos, que esbarrarão em mercados financeiros ou de capitais restritivos que inviabilizarão os investimentos necessários. Desta forma, com vistas a atender ao interesse público em inovação, a subvenção econômica pode estar presente em duas situações: - Temas prioritários: quando determinadas necessidades não são atraentes para o setor privado; - Meios prioritários: quando o ânimo privado existe, mas está impedido de ser desenvolvido por deficiências relevantes nos mercados de fatores – principalmente, os de capitais financeiro e humano – que seriam objeto de outras ações públicas.” (FINANCIADORA DE ESTUDOS E PROJETOS. **Manual do Programa Subvenção Econômica à Inovação Nacional**. Rio de Janeiro: FINEP, 2010. Disponível em: <<http://download.finep.gov.br/manuais/manualSubvencao2010.pdf>>. Acesso em 08 dez. 2017)

¹¹⁶ BONFIM, Natália Bertolo. **O interesse público nas sociedades de economia mista**. 2011. 124 f. Dissertação (Mestrado em Direito Econômico e Financeiro) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, p. 68.

Por fim, esclarecemos que, a nosso ver, o beneficiário da compensação a ser fornecida é a própria companhia, e não os acionistas minoritários. Isso porque o prejuízo decorrente da execução de medidas destinadas a realizar o interesse público que justificou a criação da SEM é diretamente suportado pela companhia, e apenas indiretamente pelos seus acionistas. Assim ocorre com todo e qualquer evento que impacte negativamente os resultados de uma companhia: o impacto direto será percebido pela própria sociedade, que tem personalidade e patrimônio próprios; apenas indiretamente serão afetados os acionistas, na medida em que, prejudicados os resultados sociais, estes terão reduzida a sua percepção de lucros.

Desse modo, sendo a própria companhia a pessoa a suportar os efeitos diretos das ações praticados com sacrifício de sua lucrativa, outro não pode ser o destinatário das compensações praticadas com o exclusivo propósito de recompor tais prejuízos suportados.¹¹⁷

Anote-se, ainda, que a compensação deverá, a nosso ver, ser suficiente para reparar todos os custos negativos (prejuízos) associados à adoção da medida que se desviar da finalidade lucrativa da companhia (que deverão ser identificados e discriminados de forma transparente, conforme prevê o inciso II do §2º do art. 8º da Lei nº 13.303/16), de modo a “anular” o impacto da operação deficitária nos resultados da companhia.

Ou seja, a cada vez que o Estado, ainda que fundamentada e legitimamente, houver por bem orientar as atividades da companhia para a realização do interesse coletivo por trás de sua constituição, deverá identificar e ajustar a compensação dos custos daí decorrentes, recompondo o patrimônio social no exato valor do prejuízo resultante da operação deficitária (“zerando” a operação sob a perspectiva financeira e contábil). Pretende-se, com isso, assegurar a eficácia do mecanismo de recomposição e das finalidades já acima descritas para a compensação da companhia pelo Estado.

¹¹⁷ Convém recordar que a LSA prevê ações diferentes para a reparação de prejuízos causados ao patrimônio da companhia (que apenas indiretamente afetará seus acionistas – cf. art. 159, caput e §3º) e de prejuízos suportados pelos próprios acionistas (art. 159, § 7º). Nesse sentido, a jurisprudência do STJ também já se pronunciou: “1. Aplica-se, por analogia, a norma do art. 159 da Lei 6.404/76 (Lei das Sociedades Anônimas) à ação de responsabilidade civil contra os acionistas controladores da companhia por danos decorrentes de abuso de poder. 2. Sendo os danos causados diretamente à companhia, são cabíveis as ações sociais ut universi e ut singuli, estão obedecidos os requisitos exigidos pelos §§ 3º e 4º do mencionado dispositivo legal da Lei das S/A. 3. Por sua vez, a ação individual, prevista no § 7º do art. 159 da Lei 6.404/76, tem como finalidade reparar o dano experimentado não pela companhia, mas pelo próprio acionista ou terceiro prejudicado, isto é, o dano direto causado ao titular de ações societárias ou a terceiro por ato do administrador ou dos controladores. Não depende a ação individual de deliberação da assembleia geral para ser proposta. 4. É parte ilegítima para ajuizar a ação individual o acionista que sofre prejuízos apenas indiretos por atos praticados pelo administrador ou pelos acionistas controladores da sociedade anônima. 5. Recurso especial provido.” (BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial nº 1.207.956/RJ, da 4ª Turma, Brasília, DF, 29 set. 2014. Disponível em: <<http://www.stj.jus.br>>. Acesso em 08 dez. 2017)

3. FORMAS DE CONTROLE DA SOCIEDADE DE ECONOMIA MISTA

Considerando que o objeto principal do trabalho são os limites (de ordem qualitativa e quantitativa) impostos ao Estado por ocasião de sua atuação como controlador de SEM e ao praticar medidas atenuantes de sua finalidade lucrativa, faz-se necessário analisar, também, como se dá o controle das SEMs por outros órgãos da Administração Pública, especialmente como pode ser exercido o controle de atos praticados com abuso de poder pelo Estado na condição de acionista controlador. Em outros termos: estabelecidos os limites, convém agora examinar como se pode garantir que tais limites serão aplicados, mediante o controle dos atos estatais nessa seara.

A doutrina normalmente reúne os seguintes tipos de controle aplicáveis às SEMs: (i) controle legislativo, (ii) controle pelos Tribunais de Contas, (iii) controle pelo Poder Executivo, (iv) controle societário e (v) controle pelo Poder Judiciário.¹¹⁸

A tais modalidades de controle, acrescentamos, ainda, o controle regulatório, exercido pelas agências reguladoras existentes em nosso ordenamento, conforme o setor de atuação da SEM — com destaque, no âmbito deste trabalho, para a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), que regula o mercado nacional de valores mobiliários e, portanto, tem competência para fiscalizar e aplicar a legislação societária e de mercado de capitais às companhias abertas (como é o caso de muitas SEMs no Brasil, tais como Petrobras, Eletrobras e Sabesp). Será inclusive examinada no próximo capítulo uma importante decisão proferida pela CVM acerca dos limites da atuação estatal em precedente envolvendo a Eletrobras.

Cabe destacar, por fim, a possibilidade de fiscalização das empresas estatais pela sociedade, circunstância que resulta diretamente das regras de transparência a que se sujeitam tais companhias¹¹⁹. Nesse sentido, a própria Lei nº 13.303/16 traz exemplos de potenciais medidas de controle pela coletividade, quais sejam: (i) a possibilidade de impugnação de

¹¹⁸ Para uma análise mais aprofundada dos diversos tipos de controle incidentes sobre empresas estatais, vide: FIDALGO, Carolina Barros. **O Estado empresário**: das sociedades estatais às sociedades privadas com participação minoritária do Estado. São Paulo: Almedina, 2017, p. 323 *et seq.*

¹¹⁹ A esse respeito, Sérgio Guerra destaca: “Se, de um lado, a evolução das escolhas administrativas caminha para uma nova fase, que não nega a necessidade de se ampliar a atuação estatal executiva, e, de outro, sustenta-se haver incompatibilidade entre a fórmula que compõe a discricionariedade administrativa – oportunidade e conveniência – “dependente de critério político” com as reais necessidades cotidianas da sociedade pluriclasse, pode-se ter, como importante antídoto contra os riscos do arbítrio/tecnocracia, a procedimentalização. Vale dizer, o procedimento, como “novo conceito central do direito administrativo”, permite maior participação dos cidadãos, valorizando a “relação jurídico-administrativa” com o poder público, notadamente diante de casos difíceis submetidos à escolha regulatória.” (GUERRA, Sérgio. **Discricionariedade, regulação e reflexividade**: uma nova teoria sobre as escolhas administrativas. 3. ed. revista e atualizada. Belo Horizonte: Fórum, 2015, p. 356)

edital por descumprimento das disposições legais aplicáveis por qualquer cidadão (art. 87, §1º) e (ii) e divulgação de informações mensais sobre a execução de contratos e de seu orçamento para conhecimento público (art. 88).

Para os fins deste estudo, pretendemos abordar detidamente apenas as formas de controle que guardam relação direta com o exercício do poder de controle pelo ente estatal competente, a saber, o controle pelo Poder Executivo e o exercício do poder de controle, sob a ótica societária, pelo Estado, que se dá através dos órgãos sociais das SEMs.

O controle legislativo está mais focado no processo de criação da SEM, de aprovação de seu orçamento e outras questões formais, pelo que a sua análise pormenorizada não contribui para os fins deste trabalho.

O mesmo se aplica ao controle pelos Tribunais de Contas, que tem por finalidade precípua o exame da economicidade dos atos praticados pela Administração Pública. A esse respeito, vale dizer que, mesmo que a jurisprudência atualmente se oriente no sentido de admitir o controle das Cortes de Contas sobre empresas estatais (o que já foi objeto de questionamento e debate doutrinário e jurisprudencial), o certo é que esse controle é realizado de forma mais restritiva em relação a outras entidades da Administração Pública, de modo a respeitar o regime jurídico privado aplicável às empresas estatais, evitando-se, assim, que seus administradores sejam submetidos a controle excessivo tendo por objeto a sua atuação estratégica e empresarial, o que importaria no engessamento de tais companhias.

Vale, porém, ressaltar brevemente a possibilidade de controle dos atos administrativos pelo Poder Judiciário. Isso porque, cometidas quaisquer ilegalidades no exercício do poder de controle pelo Estado, estará aberta a via do Poder Judiciário (cf. art. 5º, XXXV, da CF) para que acionistas minoritários ou terceiros prejudicados venham a questionar os atos abusivos eventualmente praticados.

Portanto, uma deliberação de que participe e prevaleça o Estado como controlador da SEM poderá ser anulada por decisão judicial, ao argumento, por exemplo, de que a decisão deixou de observar os limites aqui defendidos. É o que poderia ocorrer, *e.g.*, diante de deliberação que aprovasse a execução de operação que não estivesse adstrita aos limites do interesse coletivo que justificou a criação da SEM. Nesse passo, caberia aos minoritários demonstrar a ausência de relação entre a lei de criação (e/ou o estatuto social) e a medida aprovada.

O mesmo poderia ocorrer, por exemplo, na hipótese de ausência de compensação da estatal pelos custos resultantes de operação deficitária executada no âmbito da perseguição ao interesse público que justificou a sua criação. Se não fosse espontânea e amigavelmente

recomposto o prejuízo, mediante ajuste negocial entre a companhia e o ente público competente, os demais acionistas poderiam buscar provimento judicial que determinasse tal providência.

Como se sabe, o Poder Judiciário tem legitimidade para rever atos administrativos, desde que observados certos limites para a sua atuação e ingerência na atuação da Administração Pública.

O principal desses limites, na espécie, é o princípio da deferência, segundo o qual, nas palavras de Alexandre Santos de Aragão, “só haverá sindicabilidade diante de opções ou interpretações desprovidas de razoabilidade, flagrantemente inconstitucionais ou ilegais”¹²⁰. Significa dizer que, à vista de duas ou mais opções plausíveis e justificáveis que o controlador poderia adotar, não poderá o Judiciário revogar uma das opções efetivamente executadas, sob pena de amarrar indevidamente o administrador e prejudicar toda a gestão dos negócios¹²¹.

A finalidade do controle judiciário é, portanto, controlar e afastar ilegalidades, mas nunca definir, a critério do julgador, a adequada estratégia empresarial a ser seguida — por óbvio, não tem competência o Judiciário para se imiscuir em decisões estratégicas da companhia, mas apenas para afastar/revogar aquelas que violem os preceitos legais aplicáveis às SEMs.

Feitos esses breves esclarecimentos, passamos à análise (i) do controle a que se submetem as SEMs pelo Poder Executivo e (ii) do exercício de seu poder de controle.

3.1 Controle pelo Poder Executivo

Toda a argumentação desenvolvida até aqui em relação aos limites para a atuação do Estado como acionista controlador constitui, em última análise, forma de controle das SEMs — nesse caso, controle a ser exercido pelo próprio Poder Executivo, autolimitando o exercício de seus poderes societários *vis-à-vis* o interesse coletivo que justificou a criação da SEM.

¹²⁰ Aragão, Alexandre Santos de. **Empresas estatais: o regime jurídico das empresas públicas e sociedades de economia mista**. 1. ed. São Paulo: Forense, 2017, p. 374.

¹²¹ Não fosse assim, estar-se-ia agravando ainda mais a situação atualmente vivenciada no cenário brasileiro, de que administradores de empresas estatais cada vez se preocupam ao tomar decisões corriqueiras, por receio de serem posteriormente responsabilizados. Sobre o tema, vide: VERNALHA, Fernando. O Direito Administrativo do Medo: a crise da ineficiência pelo controle. **Portal Direito do Estado**. Disponível em: <<http://www.direitodoestado.com.br/colunistas/fernando-vernalha-guimaraes/o-direito-administrativo-do-medo-a-crise-da-ineficiencia-pelo-controle>>. Acesso em 19 nov. 2017.

Na prática, o controle pelo Poder Executivo pode ser realizado por diversos órgãos, com destaque para a Comissão Interministerial de Governança Corporativa e de Administração de Participações Societárias da União (CGPAR, criada pelo Decreto nº 6.021/07), a Secretaria de Coordenação e Governança de Empresas Estatais (SEST, cuja mais recente reestruturação ocorreu por meio do Decreto nº 9.035/17) e pelo próprio Ministério a que está vinculada a empresa estatal, no âmbito da supervisão ministerial a que se sujeitam as SEMs.

A SEST se encontra sob a estrutura organizacional do Ministério do Planejamento, Desenvolvimento e Gestão e tem como suas principais atribuições¹²²: (i) “promover a articulação e a integração das políticas das empresas estatais e propor diretrizes e parâmetros de atuação sobre políticas de pessoal, de governança e de orçamento” (Decreto nº 9.035/17, art. 41, I); (ii) “processar e disponibilizar informações econômico-financeiras encaminhadas pelas empresas estatais” (Decreto nº 9.035/17, art. 41, II); (iii) “participar das atividades relativas a processos de modelagem e desenvolvimento de operações que tenham como objetivo a desestatização, a reestruturação, a fusão, a incorporação, a cisão e a liquidação de empresas estatais federais” (Decreto nº 9.035/17, art. 41, III); (iv) manifestar-se sobre assuntos estratégicos relacionados às empresas estatais (Decreto nº 9.035/17, art. 41, IV), tais como criação de novas empresas, alteração de estatuto, operações de reestruturação societária; e (v) coordenar o Grupo Executivo da CGPAR, funcionando como Secretaria-Executiva da referida Comissão (Decreto nº 9.035/17, art. 41, VIII).

Segundo material divulgado pela própria Secretaria, a missão da SEST, quando de sua criação, seria endereçar a

ausência de uma visão sistêmica e coordenada da situação do conjunto das estatais [que] permitia a ocorrência de decisões isoladas que resultaram na elevação do nível de endividamento do setor, além de contribuir para a execução desordenada de vários projetos e programas prioritários do Governo.¹²³

¹²² Na primeira edição da Revista das Estatais, divulgada em janeiro de 2017 pela SEST, a Secretaria, além de informar brevemente os seus focos de atuação, menciona que entre as suas preocupações “está a identificação das razões que deram origem à criação de determinada empresa, quais sejam, o relevante interesse da coletividade e os imperativos da segurança nacional, conforme preconiza a Constituição Federal, e se estas estão presentes para justificar a sua manutenção pelo Estado, ou ensejam sua transformação ou atualização”. MINISTÉRIO DO PLANEJAMENTO, DESENVOLVIMENTO E GESTÃO. **Revista das Estatais**. Secretaria de Coordenação e Governança das Empresas Estatais, v. 1 (jan. 2017). Brasília: MP, 2017. Disponível em: <<http://www.planejamento.gov.br/assuntos/empresas-estatais/publicacoes/revista-das-estatais-1>>. Acesso em 19 nov. 2017.

¹²³ MINISTÉRIO DO PLANEJAMENTO, DESENVOLVIMENTO E GESTÃO. **Revista das Estatais**. Secretaria de Coordenação e Governança das Empresas Estatais, v. 1 (jan. 2017). Brasília: MP, 2017. Disponível em: <<http://www.planejamento.gov.br/assuntos/empresas-estatais/publicacoes/revista-das-estatais-1>>. Acesso em 19 nov. 2017.

À CGPAR, por sua vez, compete, por exemplo, (i) “aprovar diretrizes e estratégias relacionadas à participação acionária da União nas empresas estatais federais”, com vistas à defesa dos interesses da União como acionista, promoção de gestão eficiente e de boas práticas de governança etc. (Decreto nº 6.021/07, art. 3º, I), (ii) “estabelecer critérios e procedimentos [técnicos, e nunca políticos], a serem adotados pelos órgãos competentes, para indicação de diretores e dos representantes da União nos conselhos de administração e fiscal das empresas estatais federais” (Decreto nº 6.021/07, art. 3º, II) e (iii) “estabelecer diretrizes para a atuação dos representantes da União nos conselhos de administração e fiscal, ou órgãos com funções equivalentes, das empresas estatais federais e de sociedades em que a União participa como minoritária” (Decreto nº 6.021/07, art. 3º, IV).

O Decreto nº 6.021/07 cria, ainda, um Grupo Executivo para funcionar como unidade de apoio técnico e administrativo da CGPAR, composto por 3 membros titulares (e seus respectivos suplentes), sendo os membros indicados pelo Ministério do Planejamento, Desenvolvimento e Gestão (a quem cabe coordenar o Grupo Executivo), pelo Ministério da Fazenda e pela Casa Civil da Presidência da República — diga-se, um membro indicado por cada Ministério. O aludido Grupo Executivo, como órgão técnico de apoio da CGPAR, tem como principais atribuições as de (i) formular propostas de diretrizes globais e estratégias para submeter à apreciação da CGPAR e (ii) acompanhar a implementação das diretrizes e estratégias aprovadas pela CGPAR (Decreto nº 6.021/07, art. 5º).

Como se veio de dizer, a SEST atua como representante do Ministério do Planejamento, Desenvolvimento e Gestão e coordena o Grupo Executivo da CGPAR, de modo que ambos os órgãos (SEST e CGPAR) deverão funcionar de maneira complementar — *i.e.*, a SEST, do alto de sua visão sistêmica e coordenada das empresas estatais de diversos setores, deverá municiar o Grupo Executivo de informações a respeito de tais companhias e auxiliar na definição de diretrizes e estratégias para atuação da União como acionista das empresas de que tem participação.

Atualmente, na realidade brasileira, SEST e CGPAR são os principais órgãos responsáveis pelo aperfeiçoamento da atuação do Estado como controlador de SEMs e das práticas de governança a serem observadas em tais empresas estatais, podendo concretizar essa missão de várias maneiras — por exemplo, através da emissão de pareceres de orientação e resoluções com diretrizes gerais a serem observadas pelas empresas estatais.

Há que se mencionar, ainda, a supervisão ministerial das empresas estatais, prevista no art. 19 do Decreto-lei nº 200/67, segundo o qual todo órgão da Administração direta e indireta está sujeito à supervisão do Ministro-Chefe do Ministério a que o órgão está vinculado¹²⁴.

Observe-se que, como salienta Carolina Barros Fidalgo, “[n]ão há relação hierárquica entre as empresas estatais e os Ministérios a que estão subordinadas, mas tão-somente relação de tutela administrativa, a qual, contudo, não se presume, devendo ser prevista expressamente em lei”¹²⁵.

Desse modo, o Ministério competente poderá interceder junto à empresa estatal para promover os objetivos previstos nos arts. 25 e 26 do Decreto-lei nº 200/67 (ligados à consecução de programas e políticas de governo e dos objetos sociais da empresa), mas os atos praticados para esse fim não serão vinculantes para as empresas e seus administradores.¹²⁶

A título de reforço, vale mencionar o que dispõem os arts. 89 e 90 da Lei nº 13.303/16¹²⁷, que desautorizam qualquer tipo de ingerência do órgão supervisor que reduza ou suprima a autonomia da empresa estatal (conforme regulada pela respectiva lei autorizadora de sua criação) ou que afete diretamente a sua administração e funcionamento. Entendemos como positivo o comando, sobretudo em vista das recomendações que serão expostas no capítulo seguinte, no que concerne ao necessário insulamento dos órgãos administrativos das empresas estatais em relação a tentativas de interferência política em seu funcionamento.

¹²⁴ No âmbito da supervisão ministerial, há controvérsia a respeito da possibilidade de interposição de recurso hierárquico impróprio contra decisões administrativas tomadas por empresas estatais. Hely Lopes Meirelles define o recurso hierárquico impróprio como “o que a parte dirige a autoridade ou órgão estranho à repartição que expediu o ato recorrido, mas com competência julgadora expressa, como ocorre com tribunais administrativos e com os chefes do Executivo federal, estadual e municipal” (MEIRELLES, Hely Lopes. **Direito Administrativo Brasileiro**. 27. ed. São Paulo: Malheiros, 2002, p. 646). Como o recurso hierárquico depende de previsão legal expressa, parte da doutrina entende que a competência de supervisão genérica, própria da supervisão ministerial, não legitima, por si só, a interposição de tal modalidade recursal para o Ministro-chefe do Ministério a que se vincula a empresa estatal.

¹²⁵ FIDALGO, Carolina Barros. **O Estado empresário**: das sociedades estatais às sociedades privadas com participação minoritária do Estado. São Paulo: Almedina, 2017, p. 341.

¹²⁶ Defendendo a ausência de subordinação hierárquica, Mario Engler Pinto Junior afirma: “Tais comandos possuem natureza de mera recomendação, salvo quando editados no exercício da competência regulatória legalmente reconhecida ou transformados em deliberação da assembleia geral de acionistas.” (PINTO JUNIOR, Mario Engler. A estrutura da administração pública indireta e o relacionamento do Estado com a companhia controlada. **Revista de Direito Público da Economia**, Belo Horizonte. v. 7, n. 28, out./dez. 2009, p. 57)

¹²⁷ Art. 89. O exercício da supervisão por vinculação da empresa pública ou da sociedade de economia mista, pelo órgão a que se vincula, não pode ensejar a redução ou a supressão da autonomia conferida pela lei específica que autorizou a criação da entidade supervisionada ou da autonomia inerente a sua natureza, nem autoriza a ingerência do supervisor em sua administração e funcionamento, devendo a supervisão ser exercida nos limites da legislação aplicável. / Art. 90. As ações e deliberações do órgão ou ente de controle não podem implicar interferência na gestão das empresas públicas e das sociedades de economia mista a ele submetidas nem ingerência no exercício de suas competências ou na definição de políticas públicas.

Parece-nos, portanto, que a noção tradicional de supervisão ministerial vem dando lugar ao controle indireto, através da atuação de órgãos como a SEST e a CGPAR, que estabelecem diretrizes e participam do exercício do controle do Estado sobre as empresas estatais, mas sem que haja qualquer imposição baseada em questões hierárquicas, nem muito menos ingerência direta no dia-a-dia das empresas estatais¹²⁸.

3.2 O efetivo exercício do controle societário

Tratou-se acima do controle das empresas estatais pelo Poder Executivo, na definição de diretrizes e estratégias para atuação do Estado como acionista controlador. Em seguida, pretendemos abordar a forma com que é exercido, na prática, o controle do Estado sobre as empresas estatais, ou seja, através de sua condição de acionista controlador.

No plano societário, entende-se por acionista controlador (isto é, aquele que pode exercer o poder de controle) a pessoa ou grupo de pessoas que (i) dispõe de participação acionária em quantidade suficiente para prevalecer, de modo permanente, nas deliberações assembleares e indicar a maioria dos administradores da sociedade e (ii) usa efetivamente tal poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia (cf. a definição do art. 116 da LSA).

Assim, muito embora os órgãos do Poder Executivo acima referidos tenham competência para estabelecer diretrizes e estratégias para orientar a atuação do Estado como acionista controlador de empresas estatais, a verdade é que o poder de controle, na prática, é diretamente exercido no seio da companhia, em seus órgãos sociais, seja na assembleia geral (na qual a União votará como acionista, através de seus representantes legais, salvo em casos de conflito de interesses, obviamente), seja no âmbito de seus órgãos de administração

¹²⁸ Isso não quer dizer que as empresas estatais ainda não sofram relevante pressão e ingerência política nos dias atuais. Essa interferência, no entanto, se dá diretamente por meio da nomeação de administradores que, muitas vezes desprovidos de independência e capacidade técnica, atuam como verdadeiros porta-vozes da vontade política dos governantes, funcionando a sua nomeação como mecanismo de barganha política. Aliás, a nomeação dos membros de cargos de administração nas empresas estatais, conquanto tenha sido balizada com maior rigor pela Lei nº 13.303/16, ainda é tema bastante delicado, por viabilizar esse uso indevido das empresas estatais pelo governo em exercício. O tema será abordado em seguida, quando for mencionado o efetivo exercício do controle societário das SEMs.

(notadamente, conselho de administração e diretoria), por intermédio dos administradores nomeados pelo controlador^{129,130}.

De fato, essa interface entre os órgãos administrativos das empresas estatais e o Poder Executivo é das mais delicadas, sendo bastante elevado, na prática, o risco de “contaminação” política de tais companhias, conforme as vontades dos governantes em exercício. Diversas têm sido as iniciativas no sentido de oferecer diretrizes e recomendações a empresas estatais no Brasil e no mundo para que aumentem o seu nível de independência e isolamento contra pressões externas.

Há diversos *guidelines* publicados por instituições nacionais e internacionais visando ao aperfeiçoamento (i) das formas de atuação do Estado como acionista controlador no dia-a-dia societário de empresas estatais e (ii) das normas de governança aplicáveis a tais empresas. Podem ser destacados, nesse particular, os guias da OCDE, do Banco Mundial, do IBGC e o Programa Destaque em Governança de Estatais da BM&FBOVESPA (antiga denominação da B3).

No que toca à atuação do Estado como controlador, são uníssonas as recomendações de tais *guidelines* no sentido de que haja:

- (i) a “segregação entre a chamada função de propriedade e as demais funções exercidas pelo Estado, particularmente a regulação de determinados setores, [o que] tende a impedir que as SEMs provoquem distorções nas condições de livre concorrência nos mercados em que atua”¹³¹;

¹²⁹ Normalmente, a estrutura administrativa da empresa estatal é composta por um conselho de administração, cujos membros são apontados pelos acionistas (consequentemente, a maioria dos conselheiros será indicado pelo Estado), por uma diretoria executiva, cujos membros são eleitos pelos conselheiros, além do conselho fiscal, que tem funcionamento permanente nas SEMs (a teor do art. 240 da LSA). Em todos os casos, portanto, o controlador terá maioria dos representantes eleitos para tais órgãos. Adicionalmente, podem ser criados comitês especializados em determinadas matérias (auditoria, compliance etc.).

¹³⁰ Outra forma de exercício de influência societária decisiva pelo Estado é a titularidade das chamadas *golden shares* pelo ente estatal, mesmo após a privatização da companhia e a alienação do controle anteriormente detido pelo Estado. As *golden shares* são classes específicas de ações que conferem ao Estado, seu titular, direitos especiais, como o poder de veto em relação a matérias estratégicas. Na experiência brasileira, a União Federal ainda detém *golden shares* da Vale e da Embraer, por exemplo. Recentemente, foi divulgada a realização de estudos para privatização do controle da Eletrobras, com a conservação de *golden shares* sob titularidade estatal. Nesse sentido: Governo terá “golden share” na Eletrobras após privatização. **Thomson Reuters**. Brasília, 06 nov. 2017. Disponível em: <<https://br.reuters.com/article/topNews/idBRKBN1D62L4-OBRTTP>>. Acesso em 04 dez. 2017.

¹³¹ INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Boas práticas de governança corporativa para sociedades de economia mista** (Série Cadernos de Governança Corporativa, 14). São Paulo: IBGC, 2015. Disponível em: <http://www.ibgc.org.br/userfiles/2014/files/Arquivos_Site/Caderno14.PDF>. Acesso em: 20 nov. 2017.

- (ii) a devida identificação da política de propriedade acionária do Estado e do responsável, dentro da estrutura da Administração Pública, pela consecução de tais políticas;
- (iii) o necessário insulamento político dos administradores eleitos pelo controlador (assim como a sua nomeação por critérios técnicos, e não políticos), para que possam agir com independência, sem ingerência direta do Poder Executivo na administração da companhia; e
- (iv) transparência com relação às decisões tomadas pelo controlador e na divulgação de informações financeiras, contábeis e operacionais da companhia, de modo a permitir o controle pelos órgãos competentes e pela sociedade em geral.

De modo geral, portanto, sugere-se, a nosso ver com acerto, isolar a administração das empresas estatais da indesejável interferência política por parte do Poder Executivo, assegurando que a condução das atividades seja realizada por profissionais especializados no setor de atuação da sociedade (e não por políticos, de acordo com as suas vontades momentâneas) e que seus administradores tenham a necessária independência em relação ao acionista controlador.

De toda forma, tendo em vista que esse isolamento político das empresas estatais tem se mostrado bastante difícil de ser alcançado, vem ganhando a força a adoção de práticas mais rigorosas de governança corporativa em empresas estatais, tendo por objeto, principalmente, (i) a nomeação de administradores com base em critérios técnicos, (ii) os deveres fiduciários que devem ser observados por tais administradores e, por fim, (iii) regras de transparência e *compliance* a que se sujeitam as empresas estatais, no que se refere à divulgação de informações (de natureza contábil, financeira, operacional, comercial etc.).

Carolina Barros Fidalgo, citando Mario Engler Pinto Junior, menciona que:

em não sendo possível eliminar a participação direta do Estado na economia, a segunda melhor solução (“*the second best choice*”) que vem sendo proposta pelos organismos internacionais é a introdução de instrumentos de governança corporativa, assemelhando-se a empresa estatal ao máximo à sociedade privada, em especial no que diz respeito à adoção de práticas de boa administração, fortalecimento dos órgãos societários e promoção da transparência.¹³²

¹³² FIDALGO, Carolina Barros. **O Estado empresário**: das sociedades estatais às sociedades privadas com participação minoritária do Estado. São Paulo: Almedina, 2017, p. 354.

Nesse sentido, a Lei nº 13.303/16 sofisticou o regramento aplicável às SEMs no que toca a tais práticas de governança, notadamente ao (i) impor requisitos mais rigorosos para a nomeação de administradores para cargos em empresas estatais (vide, por exemplo, art. 17 do referido diploma legal), (ii) prever a avaliação anual de desempenho dos administradores (art. 13, III), (iii) estabelecer a criação de comitês especializados (v.g., Comitê de Auditoria Estatutário) e a elaboração e divulgação de código de conduta e integridade, além de (iv) estabelecer requisitos mínimos de transparência na divulgação de informações, nos termos de seu art. 8º (o qual prevê, dentre outros, a divulgação da já citada carta anual, da política de distribuição de dividendos e de transações com partes relacionadas e relatório de sustentabilidade) e de gestão de riscos e controle internos (*compliance* — cf. art. 9º)¹³³.

Tem-se, portanto, a necessidade de criação de um arcabouço jurídico complexo e rigoroso no que toca à governança das empresas estatais: não basta a adequada definição dos limites à atuação do Estado como acionista controlador de empresas estatais. Haja vista o evidente interesse político envolvido em tal ambiente, faz-se necessário, ainda, instaurar filtros eficientes de governança, transparência e controles internos dos atos praticados pelo Estado nessa condição, a fim de restringir a atuação do ente estatal e, mais do que isso, viabilizar o controle de tais atos pelos órgãos autorizados (e pela coletividade).

¹³³ Na percepção de André Guskow Cardoso, o novo marco regulatório representou “evidente evolução. As exigências de transparência, de governança corporativa e de estruturas e práticas de controle têm o potencial de ampliar a transparência e regularidade na atuação das empresas estatais. Amplia-se a possibilidade de acompanhamento e controle pela sociedade e pelos órgãos de controle, permitindo as referidas entidades sejam utilizadas efetivamente para a consecução dos objetivos para os quais elas foram criadas.” (CARDOSO, André Guskow. Governança corporativa, transparência e compliance nas empresas estatais: o regime instituído pela Lei 13.303/2016. **Informativo Justen, Pereira, Oliveira e Talamini**, Curitiba, nº 116, outubro de 2016. Disponível em: <<http://www.justen.com.br/pdfs/IE116/IE116-Andre-governan%C3%A7a-e-compliance-empresas-estatais.pdf>>. Acesso em: 20 nov. 2017)

4. ANÁLISE DE DECISÕES RECENTES SOBRE A MATÉRIA

Embora não haja, até o momento, um número muito elevado de decisões e pronunciamentos dos principais órgãos envolvidos no controle das SEMs que tratem especificamente dos limites à atuação estatal como controlador, foram proferidas, nos últimos anos, algumas importantes decisões sobre a matéria.

Como se verá em seguida, o entendimento a respeito da interpretação do art. 238 da LSA não é pacífico, verificando-se a existência de posicionamentos conflitantes e decisões que não se conformam com o regime jurídico aplicável às SEMs e que desconsideram a sua natureza societária.

Passamos, agora, a analisar e criticar duas decisões que nos parecem emblemáticas (por terem suscitado discussão centralizada no art. 238 da LSA e no papel do Estado como acionista controlador), com base nas premissas propostas e firmadas no decorrer deste trabalho.

A primeira delas foi proferida pela 3ª Turma do STJ em 2012, no julgamento do caso Petroquisa, e teve por objeto a condenação da Petrobras, na qualidade de controladora da Petroquisa (sua antiga subsidiária integral com atuação no setor petroquímico), por abuso de poder de controle decorrente da alienação, ocorrida na década de 1990, de ativos de titularidade da Petroquisa (participações em outras societárias), recebendo como contrapartida títulos da dívida pública emitidos pelo Tesouro Nacional e já vencidos (conhecidos à época como “moedas podres”), nos termos da Lei nº 8.031/90, que instituiu o Programa Nacional de Desestatização.

A segunda foi proferida pelo Colegiado da CVM em 2015, por ocasião da edição da MP 579, que facultava a concessionárias do setor elétrico a renovação de suas concessões com vencimento previsto para 2017, desde que concordassem com determinadas condições previstas na citada MP, dentre os quais o recebimento de indenização por ativos e investimentos não amortizados de acordo com critérios menos favoráveis do que aqueles que vinham sendo adotados até então para contabilização de tais indenizações. À época, a União, na qualidade de controladora (direta ou indireta, conforme o caso) da Eletrobras e demais empresas do grupo, votou favoravelmente à adesão aos termos da MP 579, tendo o exercício de seu direito de voto (e mesmo o conteúdo do voto em si) sido questionado por acionistas minoritários e apreciado pela CVM.

4.1 Caso Petroquisa

Nos idos de 1990, foi instituído, por meio da Lei nº 8.031/90, o Programa Nacional de Desestização, que visava a permitir o desinvestimento do Estado em diversas empresas estatais, mediante a alienação de suas participações societárias.

Nesse contexto, a Petrobras Química S.A. – Petroquisa alienou, com fundamento na aludida norma (e contando com o voto favorável da Petrobras, sua controladora, para a consumação de tais operações), participações societárias que detinha em cerca de 30 companhias e recebeu, a título de pagamento¹³⁴, títulos emitidos pelo Tesouro Nacional que já estavam vencidos e não pagos e vinham, por isso, sendo negociados em mercado com expressivo deságio. Tais títulos deveriam permanecer sob a titularidade da Petroquisa até que fossem futuramente substituídos por novos títulos especiais da dívida pública, de longo prazo, mas cujas características eram então desconhecidas.

Por tais razões, a Porto Seguro Imóveis, acionista minoritária da Petroquisa, ajuizou ação contra a Petrobras, sob o argumento de que a aprovação, pela controladora, de operações em condições tão desfavoráveis teria por único propósito atender aos interesses da União Federal (controladora da Petrobras), em prejuízo dos interesses da própria Petroquisa e de seus minoritários, o que importou em violação de seus deveres elencados nos arts. 116 e 117 da LSA. O pedido veiculado pela Porto Seguro foi de condenação da Petrobras ao pagamento de indenização por todos os prejuízos causados à Petroquisa em razão do exercício abusivo de seu poder de controle, na forma do art. 246 da LSA, acrescido do prêmio ao minoritário previsto no §2º do citado dispositivo e de honorários advocatícios devidos a seus patronos.

Em sua tese central de defesa, a Petrobras afirmou que a privatização dos ativos e a forma de pagamento eleita decorreram de previsão legal expressa constante da Lei nº 8.031/90, tendo a controladora se limitado a cumprir o que determinava a lei federal, o que afastaria a sua responsabilidade no que diz respeito às condições comerciais da operação (que foram reconhecidamente desfavoráveis à companhia).

A linha de argumentação da Porto Seguro prevaleceu em primeira¹³⁵ e segunda instâncias¹³⁶ (no Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro), com a condenação da

¹³⁴ Na realidade, a Petroquisa recebeu uma pequena parcela do pagamento em espécie e a parcela mais expressiva em títulos vencidos da dívida pública.

¹³⁵ Em passagem central da sentença de primeiro grau, afirmou-se que: “O cumprimento automático da lei, como alegado pela Ré, não serve como justificativa para isentá-la de seus deveres de controladora. Ao revés deveria se investir contra as diretrizes da Comissão Diretora do PND, defendendo não apenas o patrimônio da

Petrobras em montante bastante expressivos (superiores a R\$ 2 bilhões, em valores não atualizados), o que motivou a Petrobras a interpor recurso especial a ser apreciado pelo STJ, arguindo, dentre outras questões¹³⁷, a violação do art. 117 da LSA.

Ao apreciar o recurso especial (Recurso Especial nº 745.739/RJ, julgado em 28.08.2012), a 3ª Turma do STJ, sob a relatoria do Min. Massami Uyeda, deu provimento ao apelo, por unanimidade de votos, para afastar a condenação da Petrobras, por entender que os atos praticados não caracterizariam abuso de poder de controle. O acórdão transitou em julgado após a interposição e desprovimento dos recursos cabíveis.

Em síntese, os fundamentos adotados no acórdão que julgou o recurso observam a seguinte linha de raciocínio:

- (i) nas SEMs, o interesse do Estado estaria “acima do lucro e dos interesses dos seus investidores privados”, de modo que os acionistas privados de uma SEM, ao adquirirem seus papéis, assim o fazem “conhecedores de que essas empresas cumprem papel estratégico para o Estado”, nos termos do art. 173 da CF — ou seja, a Porto Seguro sequer poderia alegar que teria sido surpreendida com o posicionamento da Petrobras, pois conhecia a natureza societária da companhia de que era acionista;
- (ii) o representante do acionista controlador, ao participar das deliberações assembleares, “[f]ala em nome do Governo e está lá para defender os interesses do Governo”;
- (iii) por esse motivo, “os representantes dos interesses da União nas companhias tinham o dever legal de votar de acordo com as determinações da União e da Lei 8.031/90”; e

companhia controlada, como também resguardando o direito dos acionistas minoritários. E o que fez a Ré? Nada.”

¹³⁶ Em segunda instância, houve a interposição de diversos recursos, tendo sido inicialmente acolhida a apelação da Petrobras contra a sentença de primeiro grau, posição que veio a ser revista em sede de embargos infringentes opostos pela Porto Seguro. Assim, somente após longa e intensa discussão a tese sustentada pela Porto Seguro veio a prevalecer no Tribunal. Não interessa para os fins deste trabalho, porém, a descrição exaustiva do trâmite processual.

¹³⁷ ‘O recurso da Petrobras abordava outras questões processuais e materiais, a respeito das quais não se discutirá, dada a sua impertinência temática. Portanto, a análise ora realizada se limitará à questão inerente à ocorrência de abuso de poder de controle por parte da Petrobras por conta dos fatos expostos.

- (iv) nesse cenário, não teria ocorrido abuso de poder por parte da Petrobras, ao aprovar o pagamento pela alienação das participações societárias da Petroquisa com títulos “podres” da dívida pública, “pois esse era um direito assegurado ao comprador pelo art. 16 da Lei 8.031/90 e toda essa operação de desestatização atendia a interesses estratégicos da União”.

Divergimos frontalmente do entendimento manifestado pela 3ª Turma do STJ no julgamento acima mencionado.

Antes de mais nada, porque o entendimento sustentado na decisão simplesmente nega a natureza societária da SEM, de sociedade anônima, afastando a sua finalidade lucrativa, para colocar o interesse estatal (ou a sua finalidade pública) em patamar inigualável e com predominância absoluta em relação à finalidade econômica da companhia e aos direitos de seus demais acionistas. Como já se viu, a SEM se submete ao regime de direito privado, devendo perseguir o lucro em decorrência da sua própria natureza e das características desse modelo de intervenção econômica, que tem como um de seus propósitos remunerar o acionista privado.

Portanto, a linha de argumentação desenvolvida no caso em tela nos parece conceitualmente equivocada desde o seu nascedouro, justamente pelo fato de relegar a segundo plano a finalidade lucrativa da SEM, bem como os direitos de seus acionistas minoritários.

Acrescente-se que no caso em foco o interesse estatal envolvido em nada se assemelhava ao interesse público que justificou a criação da Petroquisa, constituída para atuar no setor petroquímico. A hipótese trata de interesse estratégico do Governo Federal em dar curso à política de privatização de ativos então instituída, ou seja, atividade que sequer está compreendida no objeto social da Petroquisa. Veja-se o trecho do acórdão que trata da questão:

Então, uma sociedade de economia mista tem, acima do lucro e dos interesses dos seus investidores privados, o interesse do Estado. O Estado pode, por razões estratégicas e com amparo legal, adotar decisões bem diferentes daquelas que um acionista privado faria, pois a existência desse tipo de companhia não visa comente o lucro e sim “*imperativos de segurança nacional ou a relevante interesse coletivo, conforme definidos em lei*”. Isso inclui aliená-las total ou parcialmente.

Na realidade, como afirmado anteriormente, a atenuação da lucratividade da SEM não pode se dar simplesmente “por razões estratégicas” e apenas em circunstâncias bastante

excepcionais e para realizar o interesse coletivo específico que justificou a criação da companhia. E esse relevante interesse coletivo, conforme definido na lei que autoriza a constituição da SEM, não inclui, ao contrário do que se afirma no trecho acima, a alienação de ativos daquela companhia. Operações dessa natureza não guardam a mais remota relação com o objeto social e não estão, portanto, contempladas no relevante interesse coletivo específico que justifica a criação da SEM e que autoriza, pois, o sacrifício da finalidade lucrativa da companhia (ainda que mediante compensação de tais prejuízos).

Dessa forma, o sacrifício da finalidade lucrativa da Petroquisa verificado nesse caso não poderia, nem mesmo em tese, ser atribuído ao interesse do interesse coletivo por trás de sua criação. Ao revés, o abandono da lucratividade ocorreu em prol de interesses públicos diversos e de objetivos macroeconômicos que não guardavam qualquer relação com o objeto constitutivo da companhia.

Também não procede o argumento de que a Petrobras não poderia ter agido de forma diversa no caso em exame pois tinha a obrigação de se submeter aos interesses da União e à previsão da Lei nº 8.031/90.

De início, esclareça-se que, como bem salientado pela sentença proferida nesse caso, não cabe à administração da companhia controlada simplesmente se submeter às vontades de seu controlador ou da pessoa que o elegeu. Diante de orientação ilegal ou incompatível com o interesse social, cabe ao administrador questionar a determinação do controlador, nos termos do art. 154, *caput* e § 1º, da LSA. De fato, o administrador tem deveres legais e fiduciários com a companhia e não pode se escusar de cumpri-los ao argumento de que foi orientado a tomar determinada decisão pelo controlador ou pelo acionista que o elegeu.

Assim, nem mesmo a autorização legal para recebimento de títulos “podres” em pagamento pelas participações alienadas poderia servir como fundamento para que a administração da Petrobras deixasse de exercer as suas atribuições no melhor interesse da companhia. Aliás, o próprio voto condutor reconhece que a Petrobras poderia “negar-se a cumprir tais orientações, caso se deparasse com determinações contrárias ao ordenamento jurídico”. No entanto, o mesmo voto entende que tal inconformidade não se faria presente.

Desse modo, à Petrobras competia questionar — inclusive em juízo, se necessário — a determinação da União, sua controladora, que não se encontrava alinhada aos interesses da Petroquisa, sua subsidiária integral, sob pena de incorrer, como de fato incorreu, em exercício abusivo de seu poder de controle relativamente à Petroquisa, na medida em que o saldo das operações questionadas foi reconhecidamente prejudicial à companhia controlada, que se desfez de importantes ativos sem receber adequada contraprestação por isso, tudo com o

beneplácito de sua controladora (Petrobras), que preferiu adotar postura passiva e submissa aos interesses do governo, diante de orientação de seu controlador e da edição de leis que autorizava a realização das operações em bases amplamente desfavoráveis.

Entendemos, assim, que houve de fato abuso do poder de controle por parte da Petrobras no episódio envolvendo a privatização de ativos da Petroquisa, o que ensejaria a condenação da Petrobras pelos prejuízos daí decorrentes (como havia sido determinado pelas instâncias inferiores no referido caso), pelo que discordamos, como visto, do entendimento que acabou prevalecendo no STJ naquela causa.

4.2 Caso Eletrobras

Outra decisão igualmente relevante foi proferida pelo Colegiado da CVM, sob a relatoria da Diretora Luciana Dias, no julgamento do Processo Administrativo Sancionador (PAS) nº RJ2013/6635, em maio de 2015.

Por seu ineditismo (foi a primeira vez em que a União Federal foi condenada, na condição de acionista controladora de uma empresa estatal, ao pagamento de multa por voto em conflito de interesses) e pela relevância da matéria (especialmente no contexto histórico em que a decisão foi proferida, quando vinham se multiplicando os episódios de uso abusivo de empresas estatais como *longa manus* do Governo Federal para a implementação de objetivos políticos e macroeconômicos), a decisão proferida pela CVM naquela ocasião foi amplamente noticiada na mídia à época¹³⁸.

Em setembro de 2012, o Governo Federal editou a Medida Provisória nº 579 (MP 579), posteriormente convertida na Lei nº 12.783/13, que, no que interessa para o julgamento daquele PAS, estabelecia diretrizes para (i) a renovação de concessões de geração e transmissão de energia elétrica com vencimento até 2017 e (ii) o cálculo das indenizações devidas pela União às concessionárias ao final da concessão, por conta da existência de ativos de transmissão de energia elétrica ainda não totalmente amortizados (mas cujos investimentos já haviam sido realizados por concessionários).

Com efeito, a MP 579 (com as alterações implementadas pela MP 591, editada em novembro de 2012) autorizava a renovação imediata das concessões com vencimento até

¹³⁸ Confira-se, por exemplo: CVM multa União por conflito de interesses na Eletrobras. **Jornal O Globo**. Rio de Janeiro, 26 jun. 2016. Disponível em: <<https://oglobo.globo.com/economia/cvm-multa-uniao-por-conflito-de-interesses-na-elektrobras-16267496>>. Acesso em: 25 nov. 2017.

2017, desde que os concessionários aderissem aos demais termos nela contidas, em especial: (i) a remuneração por tarifas específicas previstas em portarias do Ministério de Minas e Energia (inferior às que vinham sendo então praticadas), com o objetivo de reduzir tarifas de energias cobradas do público consumidor, e (ii) os critérios de cálculo da indenização devida pela União para fins de amortização de ativos (igualmente desfavorável às concessionárias, fato que foi reconhecido inclusive em documentos internos produzidos pelas áreas técnicas da Eletrobras), com a renúncia a qualquer pretensão de cobrança de valores adicionais sob essa rubrica (o que impediria qualquer questionamento futuro quanto ao critério de indenização e à constitucionalidade da MP 579).

Por considerarem desvantajosas as condições propostas na MP 579, a expressiva maioria dos agentes do setor de energia elétrica não aderiu aos seus termos. Na prática, apenas as companhias que integram o grupo Eletrobras (e têm como controladora final a União) deliberaram pela adesão às condições determinadas na norma¹³⁹, conforme a manifestação (prevalecente) da União, controladora da Eletrobras (que por sua vez é controladora de outras companhias de seu grupo), nas assembleias que trataram do assunto.

Diante disso, alguns minoritários da Eletrobras requereram a instauração de PAS, sob o argumento de que o voto da União em tais assembleias teria sido proferido em conflito de interesses, na forma do art. 115, §1º, da LSA. Considerando que a União seria beneficiada com a adesão das companhias aos termos da MP 579 (já que isso reduziria significativamente o valor das indenizações a que estaria obrigada a pagar a tais concessionárias pela amortização de seus ativos), tais minoritários sustentavam que a controladora teria interesse conflitante com o a Eletrobras (a quem, por óbvio, interessa maximizar o valor da indenização a que faria jus) e, por conseguinte, não poderia ter participado da deliberação pertinente à adesão, ou não, da Eletrobras às condições propostas na referida MP.

Além da alegação de conflito de interesses, chegou-se a afirmar que a União teria exercido abusivamente o seu poder de controle da Eletrobras, ao aprovar a adesão da companhia a condições manifestamente desfavoráveis, assim deixando de atuar de acordo com o interesse social e pautando-se apenas por interesses políticos. No entanto, a Superintendência de Relações com Empresas (SEP) da CVM limitou-se a formular o seu termo de acusação, para fins de instauração do PAS, com base no exercício do direito de voto

¹³⁹ Estima-se que a opção pela adesão aos termos da MP 579 tenha causado prejuízos bilionários à Eletrobras: Ingerência do governo na Eletrobras ajuda a causar rombo de R\$ 13 bi desde 2012. **Jornal O Globo**. Rio de Janeiro, 06 jun. 2014. Disponível em: <<https://oglobo.globo.com/economia/ingerencia-do-governo-na-elektrobras-ajuda-causar-rombo-de-13-bi-desde-2012-12380463>>. Acesso em 25 nov. 2017.

em situação de conflito de interesses, deixando de fundamentar a acusação no abuso de poder de controle.

Nesse caso, o entendimento predominante, por unanimidade, no Colegiado da CVM foi diametralmente oposto àquele que se verificou quando do julgamento do caso Petroquisa, tanto assim que, como já se disse, a União foi condenada ao pagamento de multa no valor de R\$ 500 mil (à época, o valor máximo para condenações dessa natureza), com o reconhecimento do conflito de interesses sustentado e da impossibilidade de que ela exercesse seu direito de voto em tais condições.

Embora o núcleo da acusação fosse a existência de conflito de interesses, o fato é que, no decorrer do voto proferido pela Diretora Luciana Dias, foi realizada uma análise criteriosa do regime jurídico aplicável às SEMs, dos deveres e responsabilidades do acionista controlador de tais companhias, assim como dos limites para atuação em descompasso com a finalidade lucrativa, que foi reconhecida como inerente às SEMs.

Nesse sentido, é ilustrativo do entendimento externado naquela ocasião o seguinte trecho do voto condutor:

Na verdade, a principal consequência do art. 238 [da LSA] não é um regime de exceção justificado pelo interesse público, mas, sim, a confirmação de que o regime jurídico societário, construído e desenvolvido ao longo do tempo como um parâmetro de convívio para a proteção dos interesses típicos de uma coletividade dos sócios, permanece incólume e aplicável à disciplina das situações de conflito que podem opor os acionistas, sejam eles públicos ou privados.

A decisão prossegue afirmando que o texto do art. 238 da LSA, que faz referência apenas ao interesse público que justificou a criação da SEM, “denota a preocupação do legislador de limitar a utilização heterodoxa da companhia ao conteúdo de uma norma específica, conferindo previsibilidade e segurança jurídica aos investidores em geral”. Daí a conclusão que não pode o Estado orientar os negócios sociais tendo em mira qualquer interesse público, “mas tão somente aquele enunciado na lei que criou a respectiva estatal” — que se confundiria com o interesse público primário, afastando, assim, o interesse público meramente secundário.

Outro ponto abordado pela decisão — e que foi igualmente tratado neste trabalho — diz respeito à necessária separação de funções estatais quando atua como regulador e como controlador, circunstância que gera inegável conflito de interesses para o Estado (o que se verifica com facilidade no caso da Eletrobras ora analisado). Após analisar as recomendações

da OCDE a esse respeito (já mencionadas anteriormente no curso deste trabalho), a Diretora Luciana Dias concluiu que:

O princípio de separação das funções do Estado regulador e do Estado controlador de companhias que atuam em setores competitivos não é plenamente adotado no Brasil — a realidade demonstra que os responsáveis por políticas públicas setoriais tem grande influência na gestão das companhias estatais atuantes no setor por eles regulado. Os autos deste processo são a prova cabal disso: as pessoas envolvidas na elaboração das portarias do Ministério de Minas e Energia regulamentando os valores das indenizações previstas na MP 579 eram as mesmas que compareciam às reuniões do conselho de administração que analisaram o impacto da MP 579 sobre a Eletrobras. Portanto, a função regulatória do Estado foi exercida pelas mesmas pessoas que avaliaram as consequências dessa política para a Eletrobras — obviamente, os responsáveis pela formulação da política pública exarada pela MP 579 tinham motivos legítimos para defendê-la; mas, dentro do contexto societário, não tinham isenção para avaliá-la em relação à Eletrobras.

O Colegiado da CVM também reconheceu, a nosso ver com acerto, o fato de que, ao optar pela constituição de uma SEM para fins de intervenção na esfera econômica e prestação de determinada atividade econômica, o Estado está automaticamente aderindo e se sujeitando ao regime próprio das companhias privadas¹⁴⁰ (e muitas vezes abertas, como no caso da Eletrobras), salvo no que toca a exceções expressa e legalmente previstas a esse regime. Não há, porém, qualquer ressalva quanto à aplicação das regras típicas para a caracterização de conflito de interesses envolvendo SEMs, razão pela qual não se justifica o afastamento da aplicação do art. 115, §1º, da LSA à hipótese discutida.

Nessa linha, reconheceu-se que (i) “mesmo a persecução do interesse público que justificou a criação da companhia deve ser feita de acordo com as demais normas da lei, sobretudo aquelas que estabelecem uma proteção aos acionistas minoritários” e que, (ii) dentre as características básicas das sociedades anônimas previstas na LSA, está a sua finalidade lucrativa (reconhecida até mesmo como traço distintivo de tais companhias), que é

¹⁴⁰ Vale mencionar os seguintes trechos da decisão: “Não há nada que obrigue o Estado a prestar os serviços de transmissão e geração de energia elétrica por meio de uma sociedade anônima com acionistas privados. Pelo contrário: o poder público poderia confiar essas atividades a outro tipo de entidade integrante da Administração Pública, Direta ou Indireta (incluindo uma empresa pública), caso em que teria ampla liberdade para estabelecer as normas internas de governança da prestadora de serviços. (...) Talvez o interesse público que justificou a criação da companhia fosse melhor atendido se o poder público pudesse descuidar da finalidade lucrativa da sociedade e eventualmente alocar todos os excedentes na melhora do serviço público que ela presta. Da mesma forma, sem se preocupar com a geração de excedentes, o poder público poderia cobrar dos consumidores tarifas ainda menores, que bastassem para manter a economicidade da prestação do serviço — isto é, a sua mera sustentabilidade do ponto de vista econômico. O Estado sempre poderá fazê-lo e de forma legítima, por meio de algumas das formas que pode adotar para prestar os serviços públicos de sua incumbência. No entanto, ao recorrer às sociedades anônimas, em especial, sob a forma aberta, a observância do regime da Lei nº 6.404, de 1976, se impõe e essa liberdade sofre restrições.”

fundamental para que seus acionistas/investidores possam obter remuneração pelo aporte realizado.

Em outras palavras, todas as limitações impostas pela Lei nº 6.404/76 à atuação do controlador — dentre as quais o impedimento de votar quando se caracterizar situação de conflito de interesses — são igualmente aplicáveis ao Estado quando atua nessa condição. Tais limitações não se revelam óbices ao atingimento do interesse público justificador da criação da SEM, mas tão somente fatores que balizam e condicionam o comportamento a ser observado pelo Estado na perseguição a esse interesse coletivo — fatores aos quais, repita-se, o Estado aderiu livre e conscientemente ao optar por explorar diretamente atividade econômica mediante a criação da SEM.

A decisão do Colegiado da CVM arremata:

Assim como o interesse público que justificou a criação da sociedade não equivale a uma carta branca para desprezar a natureza lucrativa das companhias, ele tampouco autoriza a pessoa jurídica de direito público que controla uma sociedade de economia mista a ignorar outras normas que igualmente constam da Lei nº 6.404, de 1976.

Foi com base nesses argumentos que a CVM que a deliberação a ser tomada na assembleia da Eletrobras em que se discutiu a conveniência de a companhia aderir aos termos da MP 579 configurou situação de conflito de interesses envolvendo a União, controladora da referida companhia, de modo que o art. 115, §1º, da LSA desautorizava a União a exercer seu direito de voto naquela ocasião.

Tendo a União votado na referida assembleia, agiu em descompasso com a determinação legal, infringindo o dispositivo acima referido, pelo que foi aplicada multa no valor de R\$ 500 mil (à época, o valor máximo previsto para multas dessa natureza na Lei nº 6.385/76).

A nosso ver, a decisão proferida pelo Colegiado da CVM procedeu a uma análise altamente técnica e acertada das questões que permeiam a atuação estatal na qualidade de controlador de SEM. De fato, a prática totalidade dos argumentos adotados como razões de decidir pela CVM à época se alinha com as premissas e fundamentos em que se ampara o presente trabalho, com destaque para:

- (i) a aplicabilidade do regime jurídico de Direito Privado às SEMs, com todas as regras e deveres usualmente aplicáveis a companhias privadas, salvo aquelas que tenham sido expressamente afastadas em lei;

- (ii) a finalidade lucrativa das empresas estatais, em especial das SEMs, que devem perseguir o lucro não só para o reinvestimento em sua própria atividade, mas ainda para remuneração de seus acionistas privados;
- (iii) a impossibilidade de se atenuar tal finalidade lucrativa com base em todo e qualquer interesse público, mas apenas para fins de atendimento a interesse específico e previsto em lei, qual seja, aquele que justificou a criação da SEM e foi informado em sua lei autorizadora e no respectivo estatuto;
- (iv) o fato de que o Estado, ao optar por intervir na economia através de SEM, conscientemente se submete às regras aplicáveis aos controladores de empresas privadas e às sociedades anônimas em geral; e
- (v) a necessidade de se endereçar o conflito de interesses decorrente da dupla função do Estado em relação às empresas estatais (de regulador e controlador).

A decisão da CVM representa, portanto, verdadeiro *leading case* a ser futuramente prestigiado e observado por todo o mercado e pelos intérpretes da legislação aplicável às SEMs.

Lamentavelmente a nosso ver, a decisão aqui analisada foi recentemente reformada pelo Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (CRSFN), por meio de decisão proferida em junho de 2017, que reverteu a condenação da União e afastou o entendimento de que teria se configurado conflito de interesses no caso concreto.

Conquanto a decisão ainda não tenha sido publicada, os argumentos adotados pelo CRSFN foram no sentido de dar interpretação ampliativa ao art. 238 da LSA, de modo a autorizar a controladora da União a exercer seu voto nas condições já acima descritas.

O julgamento terminou inicialmente empatado: votaram favoravelmente à reforma da decisão da CVM os representantes do Ministério da Fazenda, do Banco Central e da Associação Brasileira das Companhias Abertas (Abrasca); de outro lado, votaram pela manutenção da condenação da União os representantes da Federação Brasileira dos Bancos (Febraban), a Associação Nacional das Corretoras e Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários, Câmbio e Mercadorias (Ancord) e a Associação Brasileira das Entidades dos

Mercados Financeiro e de Capitais (Anbima). Diante do empate, a presidente do CRSFN, indicada pela Fazenda, usou o voto de qualidade para afastar a condenação da União¹⁴¹.

O resultado final do julgamento reacende a polêmica quanto à prolação de decisões políticas (e pouco técnicas) em casos como os analisados neste capítulo, sobretudo quando se constata a participação de representantes de órgãos públicos no debate, proferindo votos favoráveis à União.

¹⁴¹ Logo após o julgamento no CRSFN, a CVM divulgou Comunicado ao Mercado informando o teor da referida decisão, mas reafirmando “o posicionamento de seu Colegiado à época do julgamento em primeira instância”. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2017/20170628-3.html>> (acesso em 26.11.2017)

CONCLUSÃO

O propósito deste trabalho foi o de analisar os limites (quantitativos e qualitativos) à atuação do Estado como acionista controlador de SEMs quando se desvia da finalidade lucrativa de tais companhias com base na autorização contida na parte final do art. 238 da LSA.

A relevância do tema se justifica por diversos fatores. Em primeiro lugar, porque as SEMs sempre tiveram participação intensa e marcante na economia brasileira, que se caracteriza historicamente pela intervenção do Estado, desde o início do século XX. De fato, durante muito tempo predominou em nosso país a corrente econômica do desenvolvimentismo, segundo a qual, sobretudo em países de industrialização tardia, seria papel do Estado contribuir decisivamente para o processo de industrialização e desenvolvimento econômico, por incapacidade de a iniciativa privada exercer esse papel.

Nesse contexto, desde as primeiras décadas do século XX, foram criadas inúmeras SEMs para atuar nos mais diversos setores da economia nacional, o que dá a medida dessa atuação intensa do Estado na esfera econômica, considerando o fato já mencionado de que a constituição de empresa estatal tem por objetivo a exploração direta de atividade econômica (em sentido amplo) pelo Estado, ou seja, configura hipótese de intervenção estatal direta no domínio econômico, afastando a prestação daquela atividade pelo particular (ou ao menos atuando em regime de competição).

Em segundo lugar, tendo em vista a multiplicação de casos polêmicos nos últimos anos envolvendo o exercício do poder de controle pelo Estado, alguns dos quais foram mencionados e inclusive examinados em maior detalhe no decorrer do trabalho. Naturalmente, na medida em que certas ações levadas a efeito pelo Estado na condição de controlador de SEMs são objeto de debate jurídico, faz-se necessário examinar o arcabouço aplicável aos entes estatais quando agem nessa qualidade.

Positivamente, a base constitucional para a intervenção do Estado na economia através da criação de SEMs é o art. 173 da CF, que é claro ao afirmar que, ressalvadas as hipóteses previstas no texto constitucional, “a exploração direta de atividade econômica pelo Estado só será permitida quando necessária aos imperativos da segurança nacional ou a relevante interesse coletivo, conforme definidos em lei”. O referido dispositivo, a nosso ver, consagra o princípio da subsidiariedade, o qual, apesar da discussão travada na seara acadêmica, possui base constitucional, haja vista (i) a previsão expressa contida no citado art. 173 de que a

atuação estatal será subsidiária, previsão essa que deve ser contextualizada (ii) com os princípios norteadores da ordem econômica constitucional, em especial a livre iniciativa, que também se apresenta como princípio fundamental da República.

Assim é que a nossa constituição econômica estabeleceu opção pelo primado da livre iniciativa, que se notabiliza pela atuação livre e prioritária do particular, preferência essa que só pode ser excetuada diante de hipótese necessária aos imperativos da segurança nacional ou a relevante interesse coletivo.

Portanto, ao invés de se questionar a existência de base constitucional para o princípio da subsidiariedade, parece-nos relevante compreender o alcance do referido princípio, o que está diretamente vinculado à interpretação que se confere ao conceito de relevante interesse coletivo. Trata-se, a toda evidência, de conceito jurídico indeterminado, que admite situações que se enquadrarão nas zonas de certeza positiva ou negativa (isto é, hipóteses de atividades que evidentemente poderão ser classificadas ou afastadas como de relevante interesse coletivo), assim como outras situações limítrofes, que estarão englobadas na denominada zona cinzenta.

Reside aí — nas zonas cinzentas — o grande complicador da interpretação do conceito de relevante interesse coletivo: justamente por se tratar de zona cinzenta, será possível fundamentar razoavelmente tanto o entendimento favorável quanto o entendimento contrário à exploração da atividade limítrofe pelo Estado, de modo que ambas as posições poderão ser aplicadas na prática.

Em tais situações, o elemento-chave para definição quanto à atuação, ou não, do Estado será político-ideológico: a depender da orientação ideológica do intérprete — de viés liberal ou intervencionista —, a solução poderá ser diferente. Adotado entendimento mais liberal, sob o aspecto econômico, a permissão para intervenção estatal com fundamento no art. 173 da CF será certamente mais restritiva; de outro lado, adotada postura intervencionista, a amplitude do referido dispositivo constitucional tende a se alargar, com a abertura de espaço para que mais atividades sejam consideradas como de relevante interesse coletivo.

Superada a discussão preliminar a propósito do alcance do princípio da subsidiariedade, importa esclarecer que a SEM já nasce com duas finalidades precípuas: (i) a finalidade social, que é justamente a realização do relevante interesse coletivo que deu causa à sua criação; e (ii) a finalidade econômica, a saber, a obtenção de resultados positivos para distribuição de lucros aos seus acionistas.

De um lado, a finalidade social da SEM se confunde com o atingimento do interesse público que justificou a sua criação, nos termos do próprio art. 173 da CF. Portanto, ao

mesmo tempo em que cria para o Estado a prerrogativa de adotar determinadas medidas para o fim de perseguir a realização desse interesse público específico, o relevante interesse coletivo (ou interesse público) que motivou a criação da companhia tem o efeito de limitar e vincular a atuação estatal como acionista controlador. Em outras palavras, o Estado não recebe uma carta branca para realizar quaisquer interesses estratégicos — ou mesmo políticos — por meio da SEM; o permissivo constitucional impõe a delimitação interesse coletivo que balizará a atuação do Estado, a fim de que somente esse interesse justifique medidas atenuadoras da finalidade econômica da sociedade.

Recentemente, com a edição da Lei nº 13.303/16, foram estabelecidas novas diretrizes para a realização da função social das empresas estatais, orientando tais companhias a perseguir determinados objetivos sociais na condução de seus negócios, como a universalização economicamente sustentada do acesso aos produtos e serviços disponibilizados pela SEM e a gestão eficiente de seus recursos, dentre outros.

A finalidade econômica, por outro lado, decorre da própria natureza da SEM, que deve ser obrigatoriamente constituída sob a forma de sociedade anônima, além de possuir personalidade jurídica de direito privado, a impor a submissão da SEM ao regramento próprio das empresas privadas, como determina o art. 173, §1º, II, da CF, inclusive no que toca a obrigações civis e comerciais.

Nesse sentido, é inerente a toda e qualquer sociedade anônima a sua finalidade lucrativa, com o objetivo de gerar lucros que possam ser ao final distribuídos aos seus acionistas, de modo a remunerar o investimento realizado na empresa. O mesmo raciocínio se aplica às SEMs: os acionistas privados que adquirem participação em tais companhias não são nada além de investidores para tais sociedades, que aportam recursos com a legítima expectativa de serem remunerados por esse investimento, a exemplo do que se verifica em toda e qualquer sociedade.

Vale dizer que tais circunstâncias são de pleno conhecimento do Estado quando toma a decisão consciente de constituir SEM para explorar diretamente uma atividade econômica. Não é essa a única forma possível para que o Estado atue na economia. Assim sendo, quando ele assim decide, sujeita-se automaticamente a todas as consequências daí decorrentes — inclusive, e especialmente, a submissão ao regramento societário aplicável às empresas privadas. Evidentemente, se a finalidade lucrativa das SEMs pudesse ser desprezada, essa técnica de organização estatal estaria fadada ao insucesso, eis que nenhum acionista, em sã consciência, estaria disposto a adquirir ações de uma companhia que não tivesse por

finalidade obter resultados positivos e remunerar o investimento de seus acionistas. A lógica da participação minoritária do capital privado em SEMs é estritamente econômica.

Além disso, a obtenção de lucros pelas SEMs é de extrema importância também para que a empresa possa reinvestir parte dos lucros na própria atividade, contribuindo para a melhoria e expansão dos serviços, em linha com a sua missão de universalização dos serviços. Isso não seria possível, por razões óbvias, em meio a um quadro de déficit financeiro da companhia.

Assentada a premissa de que, para o acionista privado, a aquisição de participação em SEM funciona como um investimento típico, isto é, tem por fim a obtenção de lucro como forma de remuneração daquele investimento ao longo do tempo, é fundamental para o sucesso desse modelo empresarial que o acionista privado tenha previsibilidade quanto aos riscos inerentes ao modelo. Isso porque, a par do risco do negócio — subjacente a toda e qualquer atividade empresarial —, parece-nos que o risco mais relevante que se apresenta a quem se associa ao Estado é o de que seus direitos e interesses, na condição de acionista minoritário, sejam molestados em prol da realização de interesses políticos perseguidos pelo próprio Estado.

Há que se definir, pois, diretrizes e limites à atuação do Estado como acionista controlador de SEM, de modo a assegurar que o acionista minoritário conheça de antemão os riscos decorrentes de sua decisão de se associar ao ente estatal — circunstância que, insista-se, é crucial para o sucesso dessa técnica de intervenção do Estado na economia. Daí, uma vez mais, a relevância de se compreender em que hipóteses poderá o Estado, atuando como controlador, sacrificar ou atenuar a finalidade lucrativa das SEMs em prol de sua finalidade social.

A resposta passa pela interpretação do art. 238 da LSA¹⁴², que, ao mesmo tempo em que impõe ao Estado, na qualidade de acionista controlador, os mesmos deveres e responsabilidades típicos de qualquer controlador de companhia privada, também autoriza que o Estado oriente as atividades da companhia de modo a atender o interesse público que justificou a sua criação.

Inicialmente, quanto aos deveres e responsabilidade normalmente atribuídos ao controlador de qualquer companhia privada, vimos que o nosso ordenamento jurídico aplicou, de forma conjugada, as teorias contratualista e institucionalista do interesse social. Assim sendo, o controlador, nos termos do § único do art. 116 da LSA, além de perseguir o interesse

¹⁴² Cujas redação não foi impactada com a edição da Lei nº 13.303/16, que apenas reforça a previsão do citado dispositivo em seu art. 4º, §1º, sem grandes inovações.

comum dos sócios — a exploração do objeto social (fim mediato da sociedade) com a obtenção de lucros e distribuição de dividendos (fim imediato) —, também tem deveres negativos no que toca aos interesses da coletividade, no sentido de não realizar o interesse social (como interesse dos sócios) em conflito com normas e preceitos consagrados pelo ordenamento jurídico da comunidade em que atua. De toda forma, é inequívoca a missão do acionista controlador de orientar a companhia para a consecução de sua finalidade lucrativa, como regra.

A nossa proposta de interpretação do citado art. 238 é no sentido de que o interesse público que justificou a criação da SEM (e em vista do qual pode, em circunstâncias excepcionais, seja atenuada a finalidade lucrativa da companhia) seja restritivamente entendido, considerando-se, para esse fim, tão somente aquele interesse coletivo que foi descrito na lei de autorização da criação da companhia. A nosso ver, essa interpretação restritiva foi, inclusive, consagrada quando da edição da Lei nº 13.303/16, que, em seu art. 2º, §1º, que condiciona a constituição de empresas estatais à “prévia autorização legal que indique, *de forma clara*, relevante interesse coletivo ou imperativo de segurança nacional, nos termos do *caput* do art. 173 da Constituição Federal” — a precisa delimitação desse interesse funcionaria, portanto, como o limite qualitativo à atuação do Estado como controlador.

De toda sorte, não se desconhece o fato de que, na prática, essa descrição do interesse específico que motivou a criação da SEM não tem sido adequadamente realizada na lei autorizadora — o que gera um problema prático com relação a companhias já constituídas, mas em relação às quais não houve o cuidado necessário na especificação do interesse público que justificou a sua criação, para os fins do art. 238 da LSA.

Em tais situações excepcionais, não sendo possível a solução *de lege ferenda* (a qual, conquanto seja indubitavelmente a mais correta, é de inegável dificuldade prática), com a regularização da descrição na própria lei autorizadora, será admissível a regularização da questão por meio (i) da regularização do objeto social informado no estatuto da companhia e, complementarmente, (ii) com a divulgação de interesse público motivador da criação da SEM na carta anual que deve ser divulgada nos termos do art. 8º, inciso I, da Lei nº 13.303/16.

Nesse sentido, a inserção de tal informação na aludida carta anual (como, aliás, tem sido recomendado pela SEST em modelo de carta já disponibilizado pela Secretaria) tem o potencial de se configurar como interessante *second best solution* para o fim de dar transparência quanto às hipóteses em que será excepcionalmente admissível o sacrifício da lucratividade da SEM em prol do interesse público que justificou a sua criação.

Há ainda o limite quantitativo à atuação estatal na condição de acionista controlador. Nesse particular, mesmo quando for legítima a atenuação da lucratividade da SEM (sempre mediante compensação à companhia), ficará o ente estatal adstrito a considerar alguns princípios básicos em seu modo de agir: (i) o princípio da proporcionalidade (observadas a necessidade e adequação da medida, além de sua proporcionalidade em sentido estrito); (ii) o princípio da fundamentação das decisões administrativas, que impõe ao controlador, em casos tais, que apresente fundamentação mais detalhada no momento da deliberação a ser tomada em assembleia, conjugando-se tal dever de fundamentação, ainda, com (iii) o princípio da transparência, com base no qual defendemos que toda decisão que venha a acolher operação deficitária ou menos lucrativa para a SEM deve se submeter a avaliação de impacto regulatório e financeiro, com a identificação dos custos resultantes da medida, além de ajuste entre companhia e seu controlador (conforme o art. 8º, §2º, inciso I, da Lei nº 13.303/16), no qual deverá estar prevista a compensação da companhia.

Todas essas restrições, aliás, decorrem também do direito fundamental à boa administração pública, que pressupõe maior rigor na ponderação e definição de políticas públicas, as quais devem funcionar como verdadeiros instrumentos de consecução de objetivos de Estado — e não de governo —, em linha com a previsão constitucional.

Ainda sobre os limites quantitativos, é certo que a SEM deverá ter resultado global positivo, por se tratar, como se viu, de sociedade igualmente orientada para auferir lucro. Desse modo, ainda que possam ser aprovadas operações deficitárias para a companhia, estas devem ser pontuais, sem que o resultado geral da companhia seja negativo (salvo em circunstâncias extremas, que tenham superado os testes aplicáveis de acordo com os princípios já acima mencionados e que, ademais, não se verifiquem em SEMs que atuem em ambiente competitivo).

Por tais razões, não nos parece lícito que a SEM seja utilizada como mecanismo para a realização de objetivos macroeconômicos (por exemplo, o controle da inflação mediante o represamento de preços), nem tampouco como instrumento de regulação. A criação de empresa estatal atende a uma finalidade bastante específica, a saber, a prestação direta da atividade econômica prevista em sua lei de autorização, a qual, por sua própria natureza, foi excepcionalmente confiada ao Estado, em mitigação da livre iniciativa que governa a ordem econômica constitucional. Portanto, o permissivo constitucional, longe de outorgar carta branca ao Estado para orientar a companhia para seus exclusivos interesses, limita a atuação do Estado na orientação dos negócios da SEM — trata-se de permissão restrita e vinculada.

Até porque a criação de SEM não é a única maneira de o Estado intervir na esfera econômica, sendo certo que diversas são as alternativas regulatórias para que sejam promovidas políticas públicas de caráter mais amplo, sem que se interfira na natureza societária e no regime jurídico aplicável às SEMs. Entendimento contrário, a nosso ver, importaria em verdadeira tributação por via transversa do particular — que, tendo investido em sociedade que pudesse ser usada para o fim de dar curso a políticas públicas genéricas, se veria forçado a oferecer verdadeira prestação pecuniária compulsória, sem a existência de previsão legal, o que não é admitido pelo art. 3º do CTN.

Acrescente-se que o duplo papel que cumpre o Estado com relação às SEMs — como regulador e controlador de tais companhias — também contribui para que seja controvertida a sua atuação no exercício de seu poder de controle. De fato, se ao próprio Estado cabe editar as normas aplicáveis às SEMs — às quais se vinculará quando estiver agindo na posição de acionista controlador —, não é difícil concluir que essa duplicidade de papéis acarreta delicado conflito de interesses envolvendo tais sociedades.

É comum que alguns dos principais *guidelines* especializados em governanças de empresas estatais enderecem o tema com a sugestão de que sejam segregadas as funções de propriedade acionária e regulação dentro da estrutura organizacional da Administração, de modo a evitar que os mesmos setores competentes para a edição do arcabouço jurídico e regulatório aplicável às empresas estatais também exerçam os poderes de controlar diretamente tais companhias. Adicionalmente, sugere-se que as leis e atos normativos em geral sejam igualmente aplicáveis às empresas estatais — sem exceções e distinções legais — e que sejam privilegiadas condições competitivas entre companhias estatais e privadas, sem benefícios para aquelas no que toca ao acesso a recursos financeiros.

Outra alternativa, sustentada por parte da doutrina, seria a criação de um regime corporativa dualista, com dois regramentos distintos — um aplicável especificamente às empresas estatais e outro aplicável às demais companhias privadas. Com isso, ainda que o regime a que estivessem sujeitas as estatais lhes fosse mais benéfico (e menos favorável, consequentemente, aos acionistas minoritários), tal condição não afetaria o regramento próprio das companhias privadas — o que, em última análise, poderia servir como desestímulo para que acionistas privados investissem em empresas estatais. Na prática, esse potencial desestímulo pode, ao menos em tese, ser um dos fatores que desincentivam o Poder Público a estabelecer o regime dualista em tais moldes.

Igualmente relevante é a discussão sobre a necessidade de compensação do particular (acionista privado), a fim de viabilizar a recomposição dos prejuízos causados à sociedade

como decorrência de operações ou de atos que, ainda que legítimos à luz do interesse público que justificou a criação da SEM, sacrifiquem ou atenuem a finalidade lucrativa da SEM.

Conquanto a LSA seja omissa no que diz respeito à possibilidade de compensação a ser paga pelo Estado em tais situações, parece-nos que a Lei nº 13.303/16 endereçou a matéria no art. 8º, §2º, I, ao prever a necessidade de formalização de contrato ou ajuste entre a companhia e seu controlador quando a primeira assumir obrigações e responsabilidades em “condições distintas às de qualquer outra empresa do setor privado em que atuam”, a com devida identificação dos custos associados às medidas e, a nosso ver, da forma de compensação da companhia por tais prejuízos. Não fosse assim, não seria necessário prever a celebração de instrumento negocial e consensual entre as partes, bastando que o controlador impusesse a operação sem maiores desdobramentos.

A compensação também nos parece desejável sob o ponto de vista da racionalidade econômica. A recomposição dos prejuízos suportados pela companhia tem o efeito de preservar o interesse do acionista em aportar recursos na SEM, mitigando aquele que, já se disse, se apresenta como o maior risco da participação acionária privada em empresa estatal — a expropriação dos interesses e direitos dos minoritários pelo Estado. Positivamente, se a companhia for ressarcida por operações deficitárias (em montante suficiente a “anular” o prejuízo resultante daquela operação específica), aquele ato não impactará o seu resultado financeiro final, o qual deverá ser positivo, na medida em que tais operações deficitárias, repita-se, devem ser pontuais e aprovadas apenas dentro dos limites quantitativos e qualitativos já estabelecidos, mas sem prejudicar o resultado geral da companhia.

Adicionalmente, a obrigação de compensar a companhia por atos que afastem ou atenuem a finalidade lucrativa da SEM vincula e limita a atuação estatal, haja vista que os valores devidos pelo Estado sob tal perspectiva passam a concorrer com verbas destinadas a outras políticas públicas no orçamento do ente estatal. Assim, a recomposição de tais prejuízos contribui para desestimular, ao menos a médio e longo prazo, o Estado de aprovar decisões aventureiras ou meramente políticas envolvendo a SEM, dado que os efeitos financeiros decorrentes de tais medidas serão, cedo ou tarde, sentidos em toda a economia nacional. Em outras palavras, o Estado estará obrigado a comprometer recursos de seu próprio orçamento (ao invés de usar indevidamente recursos privados aportados na SEM por seus minoritários) para a consecução de tais medidas.

Vale destacar que o destinatário dessa compensação a ser paga pelo Estado é a própria companhia, que experimenta diretamente o prejuízo e deve fazer jus à recomposição pontual por cada operação deficitária levada a efeito. O acionista, por seu turno, é prejudicado apenas

indiretamente, na proporção de sua participação no capital social, não lhe sendo dado, portanto, postular o recebimento de compensação direta em vista de eventos que atenuem a lucratividade da companhia.

Lembre-se que todas essas diretrizes aqui firmadas para a atuação do Estado na condição de controlador estão, naturalmente, sujeitas a diversos mecanismos de controle por variados órgãos públicos (e também pela sociedade em geral) — com destaque para o controle legislativo, controle pelos Tribunais de Contas, controle pelas agências reguladoras, controle judicial, controle pelo Poder Executivo e pelas pessoas competentes para exercer efetivamente o controle societário das SEMs.

Interessa-nos especialmente, para os fins do presente trabalho, aquelas formas de controle que incidem diretamente sobre a atuação estatal como acionista controlador, isto é, os controles executivo e societário, além do controle judicial.

No âmbito do Poder Executivo, os principais órgãos responsáveis por estabelecer diretrizes e recomendações para a atuação do Estado como controlador de SEMs e por sugerir boas práticas de governança são a SEST e a CGPAR, esta última contando inclusive com um Grupo Executivo, para o fim de prestar apoio técnico à CGPAR, formado por membros indicados pelo Ministério do Planejamento, Desenvolvimento e Gestão (que indica a própria SEST, a quem cabe coordenar o Grupo Executivo), pelo Ministério da Fazenda e pela Casa Civil da Presidência da República. Além disso, aplica-se também a supervisão ministerial do Ministério ao qual se vincula a empresa estatal, a qual, contudo, não importa em ingerência direta e hierárquica sobre a companhia — ainda que seja possível a interposição de recurso hierárquico para o Ministro-chefe em determinadas condições. Todos esses órgãos, portanto, têm a missão de exercer as funções de propriedade acionária do Estado.

Em paralelo, tem-se a atuação dos administradores nomeados pelo ente estatal para os cargos de administração nas SEMs, que são as pessoas responsáveis por exercer, na prática diária, o poder de controle do Estado sobre tais sociedades, orientando efetivamente a condução de seus negócios. É de suma relevância, nesse particular, que haja independência e autonomia dos administradores em relação ao acionista controlador, a fim de que o conselho de administração e diretoria não se tornem mero balcão de negócios para a disposição de cargos públicos conforme a conveniência dos políticos em exercício e para que tais administradores não atuem de maneira servil aos interesses políticos do governo.

Não menos relevante é a necessidade de fixação de critérios técnicos, e não políticos, para a nomeação de membros dos órgãos de administração de empresas estatais. Nesse passo,

avançou a Lei nº 13.303/16 ao estabelecer critérios mais rigorosos para indicações para tais cargos, por exemplo, no art. 17 da norma.

Por fim, a transparência na divulgação de informações sensíveis, de diversas naturezas (societária, contábil, comercial, contratual etc.), também contribui para o controle dos atos praticados pelos administradores, sendo certo que a Lei nº 13.303/16 contém em seu escopo diversas normas de transparência aplicáveis às SEMs, tais como os requisitos mínimos elencados no art. 8º.

É certo, ainda, que quaisquer medidas praticadas em descompasso com as normas aplicáveis às SEMs — por incompatibilidade com as diretrizes estabelecidas no presente trabalho — poderão ser questionadas no Poder Judiciário, com o objetivo de revisão de tais atos. O controle judicial, entretanto, deverá ser realizado com observância das regras de deferência para com as decisões de gestão tomadas no seio da SEM, o que significa dizer que a decisão somente poderá ser revogada ou afastada diante de evidente desconformidade com a legislação aplicável.

Como se viu, esse controle vem sendo verificado na prática, ainda que não com tanta frequência. Abordamos, nesse sentido, os fundamentos de duas importantes decisões, uma do STJ e outra da CVM (reformada em grau recursal pelo CRSFN) — proferidas nos casos Petroquisa e Eletrobras, respectivamente —, sobre os limites à atuação estatal na qualidade de acionista controlador. Inicialmente, as conclusões alcançadas por uma e por outra foram diametralmente opostas — enquanto o STJ ampliou (a nosso ver, de forma indevida) o conceito de interesse público que autoriza o sacrifício da lucratividade da SEM (para englobar quaisquer interesses estratégicos do Estado), o Colegiado da CVM aplicou interpretação mais restritiva, limitando o conceito àquele interesse específico que justificou a criação da companhia.

A reforma da decisão da CVM no âmbito do CRSFN veio em péssima hora, a nosso ver, cerca de um ano após a edição do novo estatuto jurídico das empresas estatais, quando se imaginava que o regramento aplicável a tais companhias caminharia para se notabilizar como instrumento técnico e balizador do comportamento estatal em moldes rigorosos e mais protetivos aos interesses dos acionistas minoritários.

Esperamos que, nos próximos anos, o debate jurídico em torno da Lei nº 13.303/16 e das disposições aplicáveis ao Estado quando atua como acionista controlador venha a contribuir para a formação de arcabouço jurídico que resguarde e confira previsibilidade aos acionistas minoritários de SEMs, limitando, de outro lado, a atuação estatal, para que ambos os polos atuem em igualdade de condições e para que as finalidades econômica e social da

SEM convivam de forma harmônica, viabilizando o sucesso dessa técnica de organização empresarial de que dispõe o Estado para atuar no domínio econômico.

REFERÊNCIAS

ABRANCHES, Sérgio Henrique. A questão da empresa estatal – Economia, política e interesse público. **Revista de Administração de Empresas**. Rio de Janeiro. v. 19. n. 4. p. 95-105. out./dez. 1979.

ARAGÃO, Alexandre Santos de. **Empresas estatais: o regime jurídico das empresas públicas e sociedades de economia mista**. 1. ed. São Paulo: Forense, 2017.

AS 25 maiores empresas em valor de mercado no Brasil. **Exame**. São Paulo, 13 set. 2016. Disponível em <<https://exame.abril.com.br/mercados/as-25-maiores-empresas-brasileiras-em-valor-de-mercado/>>. Acesso em: 08 dez. 2017.

BONFIM, Natália Bertolo. **O interesse público nas sociedades de economia mista**. 2011. 124 f. Dissertação (Mestrado em Direito Econômico e Financeiro) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo.

BORBA, José Edwaldo Tavares. **Direito societário**. 10. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2007.

BRAZIL's monetary jeitinho. **Financial Times**. 15 jan. 2013. Disponível em: <<https://www.ft.com/content/2f5c82cb-cbba-3ace-933b-fb4153933563>>. Acesso em: 15 nov. 2017.

B3 – BRASIL, BOLSA, BALCÃO. **Programa de Destaque em Governança de Estatais**. São Paulo: B3, 2017. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/governanca-de-estatais/> Acesso em: 08 dez. 2017.

BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos. **Globalização e Competição**. Rio de Janeiro: Elsevier-Campus, 2009.

CÂMARA, Jacintho Arruda. O lucro nas empresas estatais. **Revista Eletrônica de Direito Administrativo Econômico**. Salvador. Instituto Brasileiro de Direito Público. n. 30. maio/junho/julho 2012. Disponível em: <<http://www.direitodoestado.com/revista/REDAE-30-MAIO-2012-JACINTHO-CAMARA.pdf>>. Acesso em: 07 dez. 2017.

CANTIDIANO, Luiz Leonardo. Estatais e sociedades de economia mista: basta fazer cumprir a lei. **Revista Capital Aberto**. São Paulo, edição 7, 12 nov. 2015. Disponível em: <<https://capitalaberto.com.br/temas/legislacao-e-regulamentacao/estatais-e-sociedades-de-economia-mista-basta-fazer-cumprir-a-lei/#.V5zKuTVWzIV>>. Acesso em: 07 dez. 2017.

CARDOSO, André Guskow. Governança corporativa, transparência e compliance nas empresas estatais: o regime instituído pela Lei 13.303/2016. **Informativo Justen, Pereira, Oliveira e Talamini**, Curitiba, nº 116, outubro de 2016. Disponível em: <<http://www.justen.com.br/pdfs/IE116/IE116-Andre-governan%C3%A7a-e-compliance-empresas-estatais.pdf>>. Acesso em: 20 nov. 2017.

COMPARATO, Fabio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O poder de controle na sociedade anônima**. 4. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2005.

CVM multa União por conflito de interesses na Eletrobras. **Jornal O Globo**. Rio de Janeiro, 26 jun. 2016. Disponível em: <<https://oglobo.globo.com/economia/cvm-multa-uniao-por-conflito-de-interesses-na-eletronbras-16267496>>. Acesso em: 25 nov. 2017.

CYRINO, André Rodrigues. **Até onde vai o empreendedorismo estatal? Uma análise econômica do art. 173 da Constituição**. In: ARAGÃO, Alexandre Santos de (Org.). *Empresas públicas e sociedades de economia mista*. 1. ed. Belo Horizonte: Fórum. 2015. p. 47-75.

EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A comentada**. v. 3. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

FIDALGO, Carolina Barros. **Notas sobre a ineficiência das empresas estatais e suas causas**. In: ARAGÃO, Alexandre Santos de (Org.). *Empresas públicas e sociedades de economia mista*. 1. ed. Belo Horizonte: Fórum. 2015. p. 145-182.

_____. **O Estado empresário: das sociedades estatais às sociedades privadas com participação minoritária do Estado**. São Paulo: Almedina, 2017.

FINANCIADORA DE ESTUDOS E PROJETOS. **Manual do Programa Subvenção Econômica à Inovação Nacional**. Rio de Janeiro: FINEP, 2010. Disponível em: <<http://download.finep.gov.br/manuais/manualSubvencao2010.pdf>>. Acesso em 08 dez. 2017.

FONTE, Filipe de Melo. **Supervisão ministerial e controle societário de empresas estatais: três standards para um modelo de complementaridade e limitação**. In: ARAGÃO, Alexandre Santos de (Org.). *Empresas públicas e sociedades de economia mista*. 1. ed. Belo Horizonte: Fórum. 2015. p. 183-211.

FONTES FILHO, Joaquim Rubens; PICOLIN, Lídice Meireles. Governança corporativa em empresas estatais: avanços, propostas e limitações. **Revista de Administração Pública**, Rio de Janeiro, v. 42, n. 6, p. 1.163-1.188, nov./dez. 2008.

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. **Conflito de interesses nas assembleias de S.A.** São Paulo: Malheiros Editores, 1993.

FRAZÃO, Ana. A função social das empresas estatais. **Jota**. Brasília, 19 abr. 2017. Disponível em: <<https://jota.info/colunas/constituicao-empresa-e-mercado/a-funcao-social-das-empresas-estatais-19042017>>. Acesso em: 04 nov. 2017.

FREITAS, Juarez. Políticas Públicas, Avaliação de Impactos e o Direito Fundamental à Boa Administração. **Sequência (Florianópolis)**. 2015, n. 70, p. 115-133. Disponível em: <<https://dialnet.unirioja.es/descarga/articulo/5156275.pdf>>. Acesso em: 05 dez. 2017.

GOVERNO terá “golden share” na Eletrobras após privatização. **Thomson Reuters**. Brasília, 06 nov. 2017. Disponível em: <<https://br.reuters.com/article/topNews/idBRKBN1D62L4-OB RTP>>. Acesso em 04 dez. 2017.

GRAU, Eros Roberto. **A ordem econômica na constituição de 1988**. 15. ed. São Paulo: Malheiros, 2006.

GUERRA, Sérgio. **Discrecionalidade, regulação e reflexividade**: uma nova teoria sobre as escolhas administrativas. 3. ed. revista e atualizada. Belo Horizonte: Fórum, 2015.

INGERÊNCIA do governo na Eletrobras ajuda a causar rombo de R\$ 13 bi desde 2012. **Jornal O Globo**. Rio de Janeiro, 06 jun. 2014. Disponível em: <<https://oglobo.globo.com/economia/ingerencia-do-governo-na-elektrobras-ajuda-causar-rombo-de-13-bi-desde-2012-12380463>>. Acesso em 25 nov. 2017.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Boas práticas de governança corporativa para sociedades de economia mista** (Série Cadernos de Governança Corporativa, 14). São Paulo: IBGC, 2015. Disponível em: <http://www.ibgc.org.br/userfiles/2014/files/Arquivos_Site/Caderno14.PDF>. Acesso em: 20 nov. 2017.

_____. **Carta de Opinião nº 3/2015**. Governança de sociedades de economia mista. 13 fev. 2015. Disponível em: <http://www.ibgc.org.br/userfiles/2014/files/Arquivos_Site/IBGC_Carta_de_opinio_Sociedades_de_Economia_Mista.pdf>. Acesso em: 30 nov. 2017.

_____. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. 5. ed. São Paulo, IBGC, 2015. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/index.php/publicacoes/codigo-das-melhores-praticas>>. Acesso em: 08 dez. 2017.

_____. **Governança Corporativa em Empresas Estatais listadas no Brasil**. São Paulo: IBGC, 2017. Disponível em: <http://www.ibgc.org.br/userfiles/files/Publicacoes/IBGC_Pesquisa/Publicacao-IBGCPesquisa-GC_SEMs-2017.pdf>. Acesso em: 08 dez. 2017.

JUSTEN FILHO, Marçal (Org.). **Estatuto jurídico das empresas estatais**: Lei 13.303/2016. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2016.

LAMY FILHO, Alfredo. **Temas de S.A.** Exposições e Pareceres. São Paulo: Renovar, 2007.

LAZZARESCHI NETO, Alfredo Sérgio. **Lei das Sociedades por Ações Anotada**. São Paulo: Saraiva, 2010.

LAZZARINI, Sérgio G. **Capitalismo de laços** [recurso eletrônico – versão Kindle]: os donos do Brasil e suas conexões. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011, posição 1.044.

_____; MUSACCHIO, Aldo; PARGENDLER, Mariana. **O Estado Como Acionista: Desafios Para A Governança Corporativa no Brasil**. In: FONTES FILHO, Joaquim Rubens; CÂMARA LEAL, Ricardo Pereira (Orgs.). **O Futuro da Governança Corporativa: Desafios e Novas Fronteiras**. São Paulo: Saint Paul Editora. 2013. p. 77-90.

_____; MUSACCHIO, Aldo; PARGENDLER, Mariana. Strange Company: The Puzzle of Private Investment in State-Controlled Firms, **Cornell International Law Journal**. v. 46. 2013. p. 569-610.

LEITE, Carina Lellis Nicoll Simões. **O lucro nas sociedades de economia mista**. In: ARAGÃO, Alexandre Santos de (Org.). **Empresas públicas e sociedades de economia mista**. 1. ed. Belo Horizonte: Fórum. 2015. p. 99-129.

MAJONE, Giandomenico. **Do estado positivo ao estado regulador**. In: MATTOS, Paulo Todescan Lessa (Coord.). **Regulação Econômica e Democracia: o debate europeu**. São Paulo: Singular, 2006.

MEIRELLES, Hely Lopes. **Direito Administrativo Brasileiro**. 27. ed. São Paulo: Malheiros, 2002.

MINISTÉRIO DO PLANEJAMENTO, DESENVOLVIMENTO E GESTÃO. **Carta Anual de Políticas Públicas e Governança Corporativa**. Secretaria de Coordenação e Governança das Empresas Estatais, (jan. 2017). Brasília: MP, 2017. Disponível em:

<<http://www.planejamento.gov.br/assuntos/empresas-estatais/arquivos/carta-anual-de-politicas-publicas-e-governanca-corporativa.pdf>>. Acesso em 08 dez. 2017.

_____. **Revista das Estatais**. Secretaria de Coordenação e Governança das Empresas Estatais, v. 1 (jan. 2017). Brasília: MP, 2017. Disponível em: <<http://www.planejamento.gov.br/assuntos/empresas-estatais/publicacoes/revista-das-estatais-1>>. Acesso em 19 nov. 2017.

OLIVEIRA, Gesner; RODAS, João Grandino. **Direito e economia da concorrência**. Rio de Janeiro: Renovar, 2004.

ORGANIZAÇÃO PARA A COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO. **Diretrizes da OCDE sobre governança corporativa para empresas de controle estatal**. OCDE, 2015. Disponível em: <<https://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceofstate-ownedenterprises/42524177.pdf>>. Acesso em: 08 dez. 2017.

_____. **Regulatory Impact Analysis**. Disponível em: <<http://www.oecd.org/gov/regulatory-policy/ria.htm>>. Acesso em: 08 dez. 2017.

PARGENDLER, Mariana. State Ownership and Corporate Governance. **80 Fordham L. Ver.** 2917 (2012).

_____. **The Unintended Consequences Of State Ownership: The Brazilian Experience**, Theoretical Inquiries In Law. v. 13, n. 2. 2012. p. 503-523.

PETROBRAS encolheu 85% em valor de mercado desde pico de 2008. **Portal G1**. São Paulo, 19 jan. 2016. Disponível em: <<http://g1.globo.com/economia/noticia/2016/01/petrobras-encolheu-85-em-valor-de-mercado-desde-pico-de-2008.html>>. Acesso em: 03 dez. 2017.

PINTO, Bilac. O declínio das sociedades de economia mista e o advento das modernas empresas públicas. **Revista de Direito Administrativo**. Rio de Janeiro, n. 32, p. 9-17, abr./jun. 1953.

PINTO JUNIOR, Mario Engler. **Empresa estatal: função econômica e dilemas societários**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2013.

_____. A atuação empresarial do Estado e o papel da empresa estatal. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. São Paulo, v. 48, n. 151/152, p. 256-280, jan./dez. 2009.

_____. A estrutura da administração pública indireta e o relacionamento do Estado com a companhia controlada. **Revista de Direito Público da Economia**, Belo Horizonte. v. 7, n. 28, p. 44-62, out./dez. 2009.

PREJUÍZO com preços controlados sobe 55% e Petrobras busca alta da gasolina. **Uol Economia**. São Paulo, 08 ago. 2014. Disponível em: <<https://economia.uol.com.br/noticias/redacao/2014/08/08/prejuizo-com-precos-controlados-sobe-55-e-petrobras-busca-alta-da-gasolina.htm>>. Acesso em: 07 dez. 2017.

REVOLUÇÃO da governança corporativa e privatização. **Jornal Valor Econômico. Jornal Valor Econômico**. Opinião. São Paulo, 21 nov. 2017. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/opiniao/5199943/revolucao-da-governanca-corporativa-e-privatizacao>>. Acesso em 07 dez. 2017.

ROCHA, A.M.C.G.L. **O Estado empresário: interesse público, conflito de interesses e comportamento abusivo**. In: ARAGÃO, Alexandre Santos de (Org.). Empresas públicas e sociedades de economia mista. 1. ed. Belo Horizonte: Fórum. 2015. p. 77-97.

_____. **O Estado empresário: as sociedades com participação do Estado e suas implicações para o direito societário**. 2016. 280f. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo.

SOUZA NETO, Cláudio Pereira; MENDONÇA, José Vicente Santos de. **Fundamentalização e fundamentalismo na interpretação do princípio constitucional da livre iniciativa**. In: SARMENTO, Daniel (Coord.). A constitucionalização do Direito: Fundamentos teóricos e aplicações específicas. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2007, p. 709-741.

TEMER anuncia privatização de 57 empresas e projetos, incluindo Casa da Moeda e Congonhas. **Congresso em Foco**. Brasília, 23 ago. 2017. Disponível em: <<http://congressoemfoco.uol.com.br/noticias/temer-anuncia-privatizacao-de-57-empresas-e-projetos-incluindo-casa-da-moeda-e-congonhas/>>. Acesso em: 03 dez. 2017.

THE Global 2000. **Forbes.com**. 04 ago. 2009. Disponível em: <https://www.forbes.com/lists/2009/18/global-09_The-Global-2000_Rank.html>. Acesso em: 08 dez. 2017.

THE WORLD BANK. **Corporate governance of state-owned enterprises: A Toolkit**. Washington, DC: World Bank, 2014. Disponível em: <<http://documents.worldbank.org/curated/pt/228331468169750340/Corporate-governance-of-state-owned-enterprises-a-toolkit>>. Acesso em 08 dez. 2017.

TONIN, Mayara Gasparoto. **Função social das empresas estatais**. In: JUSTEN FILHO, Marçal (Org.). Estatuto jurídico das empresas estatais: Lei 13.303/2016. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2016, p. 265-282.

VERNALHA, Fernando. O Direito Administrativo do Medo: a crise da ineficiência pelo controle. **Portal Direito do Estado**. Disponível em:

<<http://www.direitodoestado.com.br/colunistas/fernando-vernalha-guimaraes/o-direito-administrativo-do-medo-a-crise-da-ineficiencia-pelo-controle>>. Acesso em 19 nov. 2017.