

O *Tratado de direito comercial*, em 8 volumes, é a mais importante obra da literatura jurídico-comercialista nacional. Reunindo a colaboração de 126 juristas, escolhidos entre os melhores profissionais e doutrinadores do direito comercial brasileiro, a obra abrange todos os ramos da disciplina. O volume 4 é dedicado exclusivamente à sociedade anônima, compreendendo “relações societárias” e “mercado de capitais”, desdobrando-se em quatro núcleos temáticos: as relações e os conflitos societários, governo da sociedade, mercado de capitais e sociedade de economia mista.

Indicado para:

Profissionais

SAC

0800-0117875

De 2ª a 6ª, das 8h30 às 19h30

[www.editorasaraiva.com.br/contato](http://www.editorasaraiva.com.br/contato)

ISBN 978-85-02-62940-0



9 788502 629400

tratado  
de direito  
comercial

FÁBIO ULHOA COELHO

Coordenador

4

# 4

# tratado de direito comercial

FÁBIO ULHOA COELHO

Coordenador

Relações Societárias  
Mercado de Capitais

347.7

T776

2015

v. 4

100  
Saraiva

312.7  
2054  
5.01

FÁBIO ULHOA COELHO  
Coordenador

# 4 tratado de direito comercial

Relações Societárias  
Mercado de Capitais

2015

BIBLIOTECA  
SERGIO BERMUDEZ

100 ANOS  
Saraiva

15676



Rua Henrique Schaumann, 270, Cerqueira César – São Paulo – SP  
CEP 05413-909  
PABX: (11) 3613 3000  
SAC: 0800 011 7875  
De 2ª a 6ª, das 8:30 às 19:30  
www.editorasaraiva.com.br/contato

**Direção editorial** Luiz Roberto Curia  
**Gerência editorial** Thais de Camargo Rodrigues  
**Editoria de conteúdo** Eveline Gonçalves Denardi  
**Assistência editorial** Bruna Gimenez Boani

**Coordenação geral** Clarissa Boraschi Maria  
**Preparação de originais** Maria Izabel Barreiros Bitencourt Bressan e  
Ana Cristina Garcia (coords.)

**Projeto gráfico** Mônica Landi  
**Arte e diagramação** Claudirene de Moura Santos Silva  
**Revisão de provas** Amélia Kassis Ward e  
Ana Beatriz Fraga Moreira (coords.)  
Maria de Lourdes Appas  
Williams Calazans de Vasconcelos de Melo  
**Serviços editoriais** Elaine Cristina da Silva  
Kelli Priscila Pinto  
Marília Cordeiro

**Capa** Andrea Vilela de Almeida

**Produção gráfica** Marli Rampim  
**Impressão** Pro Editora Gráfica  
**Acabamento** Pro Editora Gráfica

ISBN 978-85-02-63457-2 obra completa  
ISBN 978-85-02-62940-0 volume 4

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)  
(Câmara Brasileira do Livro, SP, Brasil)

Tratado de direito comercial, volume 4 : relações  
societárias e mercado de capitais / Fábio Ulhoa Coelho.  
– São Paulo : Saraiva, 2015.

Vários autores.

1. Direito comercial 2. Direito comercial - Brasil 3.  
Direito societário - Brasil 4. Mercado de capitais - Brasil  
I. Coelho, Fábio Ulhoa.

15-02482 CDU-347.7(81)

Índice para catálogo sistemático:

1. Brasil : Direito comercial 347.7(81)

**Data de fechamento da edição: 25-5-2015**

Dúvidas?

Acesse [www.editorasaraiva.com.br/direito](http://www.editorasaraiva.com.br/direito)

Nenhuma parte desta publicação poderá ser reproduzida  
por qualquer meio ou forma sem a prévia autorização da  
Editora Saraiva.  
A violação dos direitos autorais é crime estabelecido na  
Lei n. 9.610/98 e punido pelo artigo 184 do Código Penal.

140.348.001.001

## SUMÁRIO

### VOLUME 4

#### RELAÇÕES SOCIETÁRIAS E MERCADO DE CAPITALIS

Apresentação ..... 7

#### Parte 12

#### As relações e conflitos societários

Capítulo 12.1 As relações societárias	
<i>Fábio Ulhoa Coelho</i> .....	13
Capítulo 12.2 O controlador	
<i>Rodrigo R. Monteiro de Castro</i> .....	22
Capítulo 12.3 O acordo de controle como pacto social	
<i>Modesto Carvalhosa</i> .....	40
Capítulo 12.4 Acordos de acionistas típicos e atípicos	
<i>Eduardo Lysias Maia Abraão</i> .....	53
Capítulo 12.5 A proteção do acionista minoritário	
<i>Ecio Perin Junior</i> .....	73
Capítulo 12.6 Conflitos de interesses na sociedade anônima	
<i>Gustavo Saad Diniz</i> .....	97
Capítulo 12.7 A arbitragem nos conflitos societários	
<i>Arnoldo Wald</i> .....	121

## Capítulo 15.1

### SOCIEDADE DE ECONOMIA MISTA

*Mario Engler Pinto Junior\**

#### 1. INTRODUÇÃO

A atuação do Estado na esfera econômica assumiu proporções avantajadas como resposta à crise financeira deflagrada em 2008, que exigiu medidas vigorosas e articuladas das autoridades públicas. No caso específico do Brasil, a figura da empresa estatal ganhou destaque ainda maior, por conta da decisão política de utilizar a participação acionária do Estado para consecução dos mais variados objetivos governamentais. De outra parte, observou-se a proliferação de novas empresas públicas unipessoais, criadas com o propósito de apoiar o governo na consecução de objetivos estratégicos, sobretudo quando se faz necessária a interlocução qualificada com o setor privado para organizar o funcionamento de setores específicos. A disseminação foi tão abrangente que suscita dúvidas se o modelo já não estaria caminhando para o esgotamento.

Paralelamente, ganhou impulso o modelo de parceria societária para exploração conjunta de determinados empreendimentos, incluindo grandes projetos de infraestrutura. Nesses casos, uma empresa estatal com presença relevante no setor resolve consorciar-se com empresas privadas para disputar a licitação, daí resultando arranjos contratuais e societários muito peculiares. O mesmo efeito ocorre quando o edital impõe a participação minoritária de empresa estatal no capital da sociedade de propósito específico, a ser constituída pela empresa privada vencedora da licitação, para atuar como concessionária.

---

\* Professor e Coordenador do Mestrado Profissional da FGV Direito-SP. Doutor em Direito Comercial pela USP. Advogado e Procurador do Estado de São Paulo (aposentado).

Forçoso reconhecer, por outro lado, que a empresa estatal está sujeita a algumas tendências disfuncionais, que necessitam ser equacionadas: (i) a priorização da busca de resultados financeiros em detrimento do legítimo interesse público; (ii) a captura dos administradores pelos interesses subalternos da corporação; e (iii) utilização para fins políticos desconectados do objeto social. Não é por outra razão que a empresa estatal enfrenta atualmente séria crise de identidade, que, no fundo, tem a ver com as incertezas sobre o seu verdadeiro papel e a natureza dos interesses a que deve servir.

O momento atual impõe uma reflexão mais aprofundada sobre questões até então pouco percebidas. Não faltam exemplos de situações concretas que desafiam a compreensão dos juristas, tais como:

- (i) Qual o limite quantitativo para a política de contenção dos preços praticada pela Petrobras? A Petrobras está juridicamente obrigada a alinhar os preços de venda de derivados de petróleo com as cotações internacionais?
- (ii) A opção das empresas do Grupo Eletrobrás, de renovar antecipadamente as concessões do setor elétrico nas condições propostas pelo Governo Federal, possui fundamento jurídico? E se a mesma decisão fosse tomada pelas companhias de geração estaduais?
- (iv) Faz sentido a política de geração de lucros e distribuição de dividendos adotada pelo BNDES, considerando que o Tesouro Nacional é o único acionista e tem promovido sucessivas capitalizações?
- (v) Uma companhia aberta do setor de saneamento básico pode deixar de aplicar o aumento nas tarifas de água e esgoto autorizado por agência reguladora?
- (vi) Uma empresa estatal que opera linhas de metrô pode reclamar do Estado (enquanto acionista controlador) as perdas advindas da decisão política de cancelar o reajuste tarifário anunciado?

Este capítulo não responderá diretamente a essas indagações, mas se propõe a fornecer algumas pistas para que o leitor compreenda as principais variáveis a serem consideradas no enfrentamento do problema<sup>1</sup>.

## 2. CONCEITO DE EMPRESA ESTATAL E SEUS DESDOBRAMENTOS

A Constituição Federal utiliza as expressões “empresa pública” e “sociedade de economia mista” em diversas passagens, embora sem defini-las direta-

<sup>1</sup> O presente capítulo está baseado em outros textos já escritos pelo autor sobre o mesmo tema.

mente<sup>2</sup>. Portanto, a noção jurídica correspondente deve ser construída levando em conta o conjunto de normas constitucionais e legais aplicáveis a tais entidades. Daí resulta que a caracterização da sociedade de economia mista pressupõe o concurso de dois elementos essenciais, sendo um formal e outro substancial. Primeiro, a existência de autorização legislativa para constituição da companhia e, segundo, a titularidade do controle acionário por pessoa jurídica de direito público<sup>3</sup>.

As definições de empresa pública e sociedade de economia mista constantes do art. 5º do Decreto-Lei federal n. 200/67 têm os seguintes ingredientes comuns: (i) criação autorizada por lei; (ii) personalidade jurídica de direito privado; (iii) patrimônio próprio; (iv) forma societária (que pode ser diferente da sociedade anônima no caso de empresa pública); e (v) exploração de atividade econômica. O traço distintivo reside no fato de a empresa pública ter como único acionista a União, enquanto na sociedade de economia mista apenas a maioria do capital votante deve pertencer à União ou a entidades da administração indireta. Tais disposições são aplicáveis exclusivamente em nível federal, com o objetivo de identificar as entidades sujeitas ao regime jurídico próprio da administração indireta daquela esfera de governo.

A suficiência do requisito formal da participação majoritária do capital votante, para determinar se uma sociedade pode ser considerada empresa esta-

<sup>2</sup> A ausência de um conceito constitucional de empresa pública e sociedade de economia mista é apontada por Carlos Ari Sundfeld: “A Constituição Federal de 1988, tanto em sua redação original como na resultante da Emenda 19, de 1998, menciona as ‘sociedades de economia mista’ e as ‘empresas públicas’ (por exemplo: art. 22, XXVII; art. 37, XIX), chegando a aludir, também, à (à primeira vista enigmáticas) figura das ‘sociedades controladas, direta ou indiretamente, pelo Poder Público’ (caso do art. 37, XVII) e das ‘sociedades instituídas e mantidas pelo Poder Público’ (art. 71, II), ademais das ‘subsidiárias’ de todos esses entes (exemplo: art. 37, XX). Mas essa diversidade tipológica não adquire qualquer sentido constitucional, pelo simples fato de a Constituição não se haver encarregado de, direta ou indiretamente, apontar as diferenças, limitando-se a tratar do que há de comum a todas essas sociedades: o regime da Administração Pública Indireta. Portanto, não existe um conceito constitucional de empresa pública e de sociedade de economia mista” (A participação privada nas empresas estatais. In: SUNDFELD, Carlos Ari (coord.). *Direito administrativo econômico*. São Paulo: Malheiros Ed., 2000, p. 267).

<sup>3</sup> Cf. COMPARATO, Fábio Konder. Sociedade de economia mista transformada em sociedade anônima ordinária – inconstitucionalidade, *Revista Trimestral de Direito Público*, São Paulo, n. 25, p. 62, jan.-mar. 1999. Nas palavras do autor: “O termo técnico utilizado em tais disposições representa, na verdade, um conceito em tudo análogo às *regulae iuris* da terminologia técnica romana: ou seja, nada mais é do que a expressão condensada de um conjunto de normas, ou aquilo que Ihering denominou de ‘construção jurídica’”.

tal integrante da administração pública, é confirmada pelo disposto no art. 165, § 5º, II, da Constituição Federal. O dispositivo constitucional prescreve a necessidade de aprovação legislativa do orçamento de investimento das “empresas em que a União, direta ou indiretamente, detenha a maioria do capital social com direito de voto”. No mesmo sentido dispõe o art. 2º da Lei Complementar n. 101/2000, que define empresa controlada, para efeito de sujeitá-la a certos controles em matéria de gestão fiscal responsável, como sendo a “sociedade cuja maioria do capital social com direito a voto pertença, direta ou indiretamente, a ente da Federação”.

O conceito de “empresa estatal” possui conotação mais ampla, abrangendo todos os tipos societários em que a maioria absoluta do capital votante pertença, direta ou indiretamente, a alguma pessoa política (União, Estado, Distrito Federal ou Município). A titularidade da participação majoritária pode caber a um único ente público, ou estar dividida entre várias entidades da administração pública direta e indireta, inclusive pertencentes a distintas esferas de governo. Por outro lado, não há necessidade de que o controle acionário da empresa estatal seja exercício de forma exclusiva e incondicional pelo setor público. O ordenamento jurídico brasileiro admite o exercício do controle compartilhado, em que algumas decisões societárias relevantes são tomadas obrigatoriamente com o concurso da vontade dos acionistas privados, desde que isso não cerceie a aptidão de a companhia de economia mista cumprir seu mandato estatal.

Além da empresa pública e da sociedade de economia mista tipificadas no Decreto-Lei n. 200/67, também se incluem na categoria geral de empresa estatal (i) a companhia cuja totalidade do capital social pertença a entidades integrantes da administração pública de diferentes esferas de governo; (ii) a companhia cuja maioria do capital votante pertença a entidades da administração pública integrantes de diferentes esferas de governo, desde que o controle acionário esteja consolidado por algum mecanismo institucional (*v.g.*, acordo de acionistas); (iii) a subsidiária integral ou sociedade controlada por qualquer empresa estatal; (iv) a sociedade controlada conjuntamente por mais de uma empresa estatal, inclusive quando pertencentes a diferentes esferas de governo.

A existência de prévia autorização legislativa para constituição da empresa estatal não é condição essencial da sua inserção no domínio da administração pública. A sociedade controlada direta ou indiretamente por pessoa jurídica de direito público, cuja criação, por qualquer razão, não tenha sido precedida de lei autorizativa, também está subordinada aos ditames constitucionais aplicáveis ao conjunto do setor público: (i) princípios da legalidade, impessoalidade,

moralidade, publicidade e eficiência (cf. art. 37, *caput*, da CF); (ii) submissão ao controle externo do Tribunal de Contas (cf. art. 71, II, da CF); (iii) exigência de concurso público para admissão de pessoal (cf. art. 37, II); e (iv) contratação mediante processo licitatório (cf. art. 37, XXI).

Ao contrário do Decreto-Lei n. 2.627, de 19 de setembro de 1940 (legislação anterior sobre sociedades anônimas), que era silente sobre a figura da sociedade de economia mista, a Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (lei atual sobre sociedades anônimas) dedicou um capítulo inteiro ao assunto, com normas derogatórias do regime comum aplicável às demais companhias (Capítulo XIX, arts. 235 a 242).

Não consta da Lei n. 6.404/76 nenhuma alusão expressa à figura da empresa pública, o que denota a preocupação primordial de regular a convivência entre acionista controlador público e acionistas minoritários privados, e não propriamente o funcionamento da sociedade unipessoal controlada pelo poder público. No entanto, a pluralidade qualitativa de sócios não deve ser vista como condição essencial para a companhia controlada por pessoa jurídica de direito público ficar sujeita ao tratamento diferenciado aplicável às sociedades de economia mista. A rigor, tanto a sociedade efetivamente unipessoal, quanto aquela integrada apenas por entidades da administração pública, podem ser destinatárias das disposições contidas no Capítulo XIX da Lei n. 6.404/76.

Não há um conceito unívoco de sociedade de economia mista, seja porque a Constituição Federal não contém uma definição explícita, seja porque o Decreto-Lei n. 200/67 aplica-se exclusivamente à administração pública federal e com foco em questões típicas de organização administrativa, seja ainda porque a Lei n. 6.404/76 também se esquivou da conceituação direta. O intérprete deve ficar atento para o fato de que o ordenamento jurídico utiliza o termo “sociedade de economia mista” em diversas passagens, porém, com nuances distintas quanto ao regime jurídico aplicável<sup>4</sup>. Sob o prisma da legislação so-

<sup>4</sup> Eros Roberto Grau chama atenção para a existência de mais de um conceito legal de sociedade de economia mista no direito positivo brasileiro, eis que o Decreto-Lei federal n. 200/67 e a Lei n. 6.404/76 concebem-na de formas diversas (GRAU, Eros Roberto. *Lucratividade e função social nas empresas sob controle do Estado*, *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, n. 55, p. 39-40, jul.-set. 1984). No mesmo sentido manifesta-se Newton de Lucca: “(...) inexistindo, na ordenação jurídica nacional, um conceito unívoco do que seja uma ‘sociedade de economia mista’, conforme será mostrado logo a seguir, sendo possível ocorrer tal categorização em razão da presença de diferentes fatores, poderá perfeitamente ocorrer que uma sociedade seja ‘de economia mista’, segundo a conceituação de um determinado diploma legal, sem que venha a ser considerada como tal por outro texto de lei”

cietária, a empresa controlada por uma companhia mista não estaria abrangida pelas exceções do Capítulo XIX da Lei n. 6.404/76 e, no entanto, pode ser considerada sociedade de economia mista em face do texto constitucional.

Tornou-se pacífica a existência de sociedades de economia mista subnacionais, seja para prestação de serviços públicos, seja para exercício de atividade econômica qualificada pelo relevante interesse coletivo a que se refere o art. 173 da Constituição Federal, estando ambas sujeitas aos ditames da legislação societária<sup>5</sup>. Apenas o motivo de segurança nacional é considerado privativo da União para efeito de justificar a intervenção no domínio econômico, não se estendendo às demais esferas de governo<sup>6</sup>.

A nova redação dada ao art. 173 pela Emenda Constitucional n. 19/1998, previu a instituição do chamado “estatuto jurídico da empresa pública, da sociedade de economia mista e de suas subsidiárias que explorem atividade econômica de produção ou comercialização de bens ou de prestação de serviços”, dispondo, dentre outras coisas, sobre regime simplificado de licitação e contratação de obras, serviços, compras e alienações, observados os princípios da administração pública.

O art. 173 sugere que o estatuto jurídico das empresas estatais deva ser veiculado pela legislação federal, destinando-se à aplicação em âmbito nacional,

(*O regime jurídico da empresa estatal no Brasil*. Tese (Livre-Docência em Direito Comercial), Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 1986, p. 131).

<sup>5</sup> Cf. COMPARATO, Fábio Konder. Venda em bolsa de ações da União Federal no capital de sociedade de economia mista e desrespeito às normas disciplinares do mercado de capitais. In: *Novos ensaios e pareceres de direito empresarial*. Rio de Janeiro: Forense, 1981, p. 295. No mesmo sentido: MUKAI, Toshio. A sociedade de economia mista na Lei das S.A., *Revista de Direito Administrativo*, Rio de Janeiro, n. 136, p. 298, abr.-jun. 1979.

<sup>6</sup> A lei estadual ou municipal, que autoriza a constituição de empresa pública ou sociedade de economia mista, deve aceitar integralmente o modelo previsto na Lei n. 6.404/76, não lhe sendo facultado alterar as normas de ordem pública previstas naquele diploma legal, para melhor adequá-las às peculiaridades locais. Isso porque falta aos entes subnacionais competência legislativa em matéria de direito civil e comercial, que é privativa da União nos termos do art. 22, I, da Constituição da República. Nesse sentido, pondera Newton de Lucca: “Os Estados-membros e os Municípios não podem, por mais louváveis que possam ser os seus propósitos, editar normas que sejam derogatórias do direito comum das sociedades. Podem tomar de empréstimo o modelo jurídico de sociedade por ações para o exercício da sua atividade. Podem, em nome do interesse público, acrescentar a esse modelo, normas de controle da natureza administrativa. Mas não podem deformar esse modelo, a pretexto de estarem editando regras de direito administrativo” (*O regime jurídico da empresa estatal no Brasil*. Tese (Livre-Docência em Direito Comercial), Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 1986, p. 121).

o que, por seu turno, consolida a possibilidade de utilização da forma societária pelas três esferas de governo. Não se deve confundir estatuto jurídico com estatuto social, para entender que também este último está submetido à reserva legal.

Caberá à legislação referida no art. 173 da Carta Política dispor sobre pontos importantes relativos à empresa pública e à sociedade de economia mista, compreendendo: (i) função social e formas de fiscalização pelo Estado e pela sociedade; (ii) sujeição ao regime jurídico próprio das empresas privadas, inclusive quanto aos direitos e obrigações civis, comerciais, trabalhistas e tributários; (iii) licitação e contratação de obras, serviços, compras e alienações, observados os princípios da administração pública; (iv) constituição e funcionamento dos conselhos de administração e fiscal, com a participação de acionistas minoritários; e (v) mandato, avaliação de desempenho e responsabilidade dos administradores.

### 3. A LÓGICA DA ATUAÇÃO EMPRESARIAL DO ESTADO

A atuação empresarial do Estado pode ocorrer em ambientes bastante distintos: (i) prestação de serviços públicos de titularidade estatal; (ii) exploração de monopólio; e (iii) exercício de atividade econômica sujeita à livre-iniciativa e em regime de competição com empreendedores privados.

Em se tratando de prestação de serviços públicos, a adoção da forma societária é orientada por critérios de conveniência e oportunidade, seguindo a lógica da descentralização administrativa. Trata-se de técnica de organização jurídica de determinada atividade considerada de utilidade pública.

Nada impede que a União explore, por meio da administração direta, atividades consideradas como monopólio pelo art. 177 da Constituição Federal (*v.g.*, exploração, produção e transporte de petróleo e gás natural, e operações envolvendo materiais nucleares e seus derivados), ainda quando sejam passíveis de contratação com empresas privadas. No entanto, a constituição de empresa estatal para essa finalidade faz todo sentido sob o ponto de vista econômico e operacional, pois permite maior agilidade de atuação e facilidade de relacionamento com agentes privados<sup>7</sup>.

<sup>7</sup> “Art. 177. Constituem monopólio da União: I – a pesquisa e a lavra das jazidas de petróleo e gás natural e outros hidrocarbonetos; II – a refinação do petróleo nacional ou estrangeiro; III – a importação e exportação dos produtos e derivados básicos resultantes das atividades previstas nos incisos anteriores; IV – o transporte marítimo do petróleo bruto de origem nacional ou de derivados básicos de petróleo produzidos

Em relação a outras atividades econômicas sujeitas à livre-iniciativa, o Estado pode ter restringida sua capacidade empreendedora. Vale dizer, o Estado não é titular da mesma liberdade de empreender assegurada constitucionalmente ao setor privado. O exercício pelo Estado de qualquer atividade com conteúdo econômico, que não seja originalmente de titularidade estatal (*v.g.*, prestação de serviço público e exploração de monopólio) e possa concorrer com a iniciativa privada, pressupõe a existência de relevante interesse coletivo ou motivo de segurança nacional (cf. art. 173 da CF). Nessa hipótese, o recurso ao modelo de sociedade empresária adquire outra dimensão, assim como o relacionamento do Estado com o setor privado.

Em qualquer dos três cenários (prestação de serviço público, exploração de monopólio e exercício de atividade econômica sujeita à livre-iniciativa privada), a empresa estatal não age de forma economicamente neutra, mas funciona como instrumento de políticas públicas. É importante lembrar que as políticas públicas não têm necessariamente compromisso com a eficiência econômica (alocativa ou produtiva), podendo inspirar-se no ideal puramente redistributivista<sup>8</sup>.

Daí decorre que a atuação da empresa estatal não se orienta pela mesma lógica especulativa que estimula os empreendedores privados a assumirem riscos em troca de retorno financeiro. A produção estatal é qualificada por objetivos tipicamente públicos, que nem sempre priorizam a realização de investimentos em função de sua maior rentabilidade ou buscam gerar valor aos acionistas<sup>9</sup>.

no País, bem assim o transporte, por meio de conduto, de petróleo bruto, seus derivados e gás natural de qualquer origem; V – a pesquisa, a lavra, o enriquecimento, o reprocessamento, a industrialização e o comércio de minérios e minerais nucleares e seus derivados. § 1º A União poderá contratar com empresas estatais ou privadas a realização das atividades previstas nos incisos I a IV deste artigo, observadas as condições estabelecidas em lei (...).”

<sup>8</sup> A eficiência produtiva é medida pelo desempenho de cada empresa e decorre da razão entre custo de insumos e valor da produção. Uma empresa será tão mais eficiente quanto menor for o custo de sua produção. Já a eficiência alocativa tem a ver com o emprego economicamente mais rentável dos fatores de produção. Conforme adverte Ana Frazão Azevedo Lopes, “a busca da eficiência produtiva logo se mostrou uma excelente justificativa para a concentração empresarial, que passou a ser vista não apenas como útil, mas também como indispensável para a economia de escala. Sob essa perspectiva, a proteção à concorrência tornou-se um paradoxo, na medida em que a concentração do poder econômico seria benéfica para o consumidor” (LOPES, Ana Frazão Azevedo. *Empresa e propriedade: função social e abuso de poder econômico*. São Paulo: Quartier Latin, 2006, p. 309).

<sup>9</sup> A racionalidade da atuação econômica do Estado é destacada pelo doutrinador português Luís S. Cabral de Moncada: “Sucede contudo que a racionalização da activi-

#### 4. O INTERESSE PÚBLICO INCORPORADO NA EMPRESA ESTATAL

O interesse público inerente à empresa estatal possui nuances distintas, conforme se trate de prestação de serviço público, exploração de monopólio ou de exercício de atividade econômica em ambiente concorrencial. A rigor, toda empresa estatal (qualquer que seja o seu campo de atuação) deve estar a serviço de alguma missão pública que lhe é específica. No modelo constitucional brasileiro, a atuação empresarial pública não pode ficar reduzida ao objetivo da maximização de lucros, nem guiar-se exclusivamente pelos impulsos de mercado.

O elastério do conceito de relevante interesse coletivo, referido no art. 173 da Constituição Federal de 1988, permite interpretá-lo com a amplitude necessária para abarcar não só a função anterior de integração capitalista, destinada a suprir a insuficiência ou ineficiência da produção particular, como também a intervenção ativa com propósitos redistributivistas ou para fortalecer a concorrência. É possível a empresa estatal proporcionar benefício direto ao consumidor, dependendo da forma como forem alocados seus investimentos e também da política de preços adotada, notadamente quando se trata de mercado disputado simultaneamente por competidores privados.

A constatação sobre a relevância do interesse coletivo ou a presença do motivo de segurança nacional, autorizadores do ingresso do Estado no domínio econômico, não é exclusiva do Poder Executivo, mas deve ser compartilhada com o Poder Legislativo, na medida em que envolve um juízo eminentemente político. É o que se depreende da referência expressa, constante da parte final do *caput* do art. 173, que atribui à lei o condão de definir concretamente aqueles pressupostos jurídicos. “Relevante interesse coletivo” e “segurança nacional” são conceitos indeterminados, que não prescindem de integração legislativa para sua aplicação específica<sup>10</sup>.

dade económica pública nem sempre poderá ser decalcada a partir da racionalidade da actividade económica privada, orientada esta para o lucro. É que a racionalidade da decisão pública é também eminentemente política, devendo contar com um mundo de preocupações alheias ao empresário privado. A conformação da decisão é, portanto, altamente complexa” (*Direito económico*, 4. ed. rev. e atual. Coimbra: Coimbra Ed., 2003, p. 247).

<sup>10</sup> A propósito do assunto, confira-se a observação de Luís Roberto Barroso: “Não é fácil, para o intérprete constitucional, definir, com precisão, o que seja segurança nacional ou relevante interesse coletivo. Note-se que, no particular, tal atribuição foi deferida, primeiramente, ao legislador ordinário, ao qual sempre se reconheceu uma certa amplitude de julgamento quanto à conveniência e oportunidade da actividade económica

O interesse público incorporado na empresa estatal (sob forma de sociedade unipessoal ou com participação de capitais privados) não se confunde com o interesse patrimonial do Estado, ainda que este último também seja merecedor de proteção jurídica. A empresa estatal está sempre a serviço do interesse da coletividade como um todo, que pode eventualmente entrar em conflito com outros objetivos tipicamente estatais<sup>11</sup>. Para distinguir entre o interesse da coletividade e o interesse do Estado enquanto pessoa jurídica titular de direitos e obrigações de caráter individual, a doutrina utiliza respectivamente as expressões “interesse público primário” e “interesse público secundário”<sup>12</sup>. O interesse secundário teria natureza instrumental e sua preservação constitui normalmente requisito para o bom atendimento do interesse primário, o qual deve sempre prevalecer na hipótese de confronto entre ambos. Somente o interesse público primário pode ser equiparado ao interesse coletivo referido no art. 173 da Constituição Federal e, portanto, encampado como finalidade publicista da empresa estatal.

A presença de acionistas privados no capital da empresa estatal não altera a natureza e a intensidade do respectivo interesse público. A qualidade do in-

pública. O certo é que a fluidez de tais termos projetam-nos no campo dos conceitos jurídicos indeterminados, a serem delineados em cada caso concreto. Não comportam eles, por via de consequência, definição linear e genérica que lhes confira sempre a mesma identidade” (Modalidades de intervenção do Estado na ordem econômica. Regime jurídico das sociedades de economia mista. Inocorrência de abuso de poder econômico. In: *Temas de direito constitucional*. 2. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2003, p. 408-409). No mesmo sentido, confira-se BAZILLI, Roberto Ribeiro. Serviços públicos e atividades econômicas na Constituição de 1988, *RDA: Revista de Direito Administrativo*, v. 197, p. 17, jul.-set. 1994.

<sup>11</sup> Conforme adverte Fábio Konder Comparato, “o *status rei romanae*, da famosa definição de Ulpiano, não era a organização burocrática do poder político, mas o bem comum do povo romano. *Publicum* opunha-se a *proprium*. No direito moderno, porém, o interesse público passou a confundir-se com o interesse estatal, e entre o Estado como pessoa jurídica e os particulares, seja como cidadãos, seja como indivíduos, a esfera do social desintegrou-se” (A reforma da empresa, *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, n. 50, p. 59, abr.-jun. 1983).

<sup>12</sup> A distinção é adotada por Celso Antônio Bandeira de Mello, que chama atenção para a possibilidade de o Estado titularizar interesses individuais próprios: “Assim, independentemente de ser, por definição, encarregado dos interesses públicos, o Estado pode ter, tanto quanto as demais pessoas, interesses que lhe são particulares, individuais, e que, tal como os interesses delas, concebidas em suas meras individualidades, se encarnam no Estado enquanto pessoa. Estes últimos não são interesses públicos, mas interesses individuais do Estado, similares, pois (sob prisma extrajurídico), aos interesses de qualquer outro sujeito” (*Curso de direito administrativo*. 21. ed. rev. e atual. São Paulo: Malheiros Ed., 2006, p. 63).

teresse público e as estratégias para sua consecução são substancialmente iguais na empresa pública unipessoal e na sociedade de economia mista com participação de investidores de mercado. A diferença entre ambas reside na forma de conciliar o interesse público com a finalidade lucrativa inerente ao tipo societário ou, mais especificamente, na fixação de um limite ao sacrifício da lucratividade da companhia para o cumprimento de sua missão pública.

## 5. CONCILIAÇÃO ENTRE FINALIDADE LUCRATIVA E INTERESSE PÚBLICO

O fim público da empresa estatal não se confunde com o interesse individual do Estado enquanto acionista controlador, mas se encontra internalizado na companhia, como parte indissociável da causa societária. Tal solução é peculiar à legislação brasileira e nem sempre está presente nas tradições de outros países<sup>13</sup>.

Na sociedade de economia mista, a relação simbiótica entre interesse público e finalidade lucrativa encontra apoio no art. 238 da Lei n. 6.404/76<sup>14</sup>. É certo que o dispositivo autoriza o Estado, enquanto acionista controlador, a influir na atuação da companhia para assegurar o cumprimento da missão pública que lhe é peculiar, sem que isso configure abuso de poder de controle. No entanto, a legitimação da conduta estatal somente adquire sentido lógico se estiver conforme o interesse da companhia controlada, o que, por sua vez, pressupõe a ampliação do conceito para incorporar objetivos lícitos de política pública. Sob o ponto de vista jurídico, opera-se a penetração do interesse público no interior da companhia. Não se trata, porém, de qualquer interesse público, mas apenas daquele previsto na lei autorizativa da constituição da companhia, reproduzido no estatuto social e compatível com seu campo de atuação.

<sup>13</sup> Vem ganhando destaque no direito norte-americano a figura da *benefit corporation* ou da *flexible purpose corporation*. Vários Estados já editaram legislações que permitem a uma companhia, sem abdicar de sua finalidade lucrativa, incorporar formalmente no objeto social a adoção de medidas e ações em prol de terceiros afetados pela atividade empresarial (*stakeholders*), ainda que isso implique redução do retorno financeiro em benefício dos acionistas. Para maiores informações sobre o assunto, cf. AMERICAN BAR ASSOCIATION. Benefit Corporation White Paper. *The Business Lawyer*, v. 64, n. 4, ago. 2013.

<sup>14</sup> “Art. 238. A pessoa jurídica que controla a companhia de economia mista tem os deveres e responsabilidades do acionista controlador (arts. 116 e 117), mas poderá orientar as atividades da companhia de modo a atender ao interesse público que justificou a sua criação.”

A flexibilização da finalidade lucrativa, em decorrência da internalização do interesse público qualificado no art. 238 da Lei n. 6.404/76, é confirmada pela concessão do direito de recesso aos demais acionistas, quando o Estado assume o controle acionário de companhia já existente por força de desapropriação. A regra está prevista no art. 236, parágrafo único, do mesmo diploma legal, como solução compensatória ao sócio privado em razão da mudança na causa típica da sociedade anônima. A introdução de outros propósitos no interesse social constitui alteração nas bases essenciais do negócio societário<sup>15</sup>. No sentido inverso, o ingresso de sócios privados na sociedade controlada pelo Estado não altera o perfil publicista do interesse social. Isso porque a situação de controle estatal já é do conhecimento antecipado dos novos investidores e provavelmente estará refletida no preço das ações adquiridas, ou então será compensada por outras vantagens como maior solidez e credibilidade do empreendimento capitaneado pelo Poder Público.

A principal diferença entre empresa estatal e empresa privada está na relevância da finalidade lucrativa. Na companhia controlada totalitariamente pelo Estado, a obtenção de resultado positivo tem em mira precipuamente assegurar a preservação da empresa enquanto unidade produtiva, o que pressupõe normalmente a autossuficiência financeira. Se houver acionistas privados, o lucro serve ainda para remunerar o investimento acionário, segundo padrões adequados de risco-retorno.

A oposição entre objetivos aparentemente díspares (finalidade lucrativa e missão pública) não pressupõe necessariamente a abolição de nenhum deles. Não se trata de subordinar incondicionalmente a finalidade lucrativa à realização da missão pública, nem tampouco libertar a empresa estatal para gerar ilimitadamente valor a seus acionistas (público e privado). A saída está em considerar normal a convivência entre interesses divergentes no âmbito da companhia mista. Tais interesses, por seu turno, devem ser reconciliados pelas estruturas procedimentais internas, mediante o arbitramento da margem de lucro ideal pelos órgãos de administração, sem necessariamente suprimi-la nem maximizá-la.

<sup>15</sup> É interessante notar que a Lei n. 6.404/76 não prevê a alternativa do recesso, caso a aquisição do controle acionário por ente público tenha caráter derivado, isto é, seja decorrente de negócio jurídico consensual. Assumindo-se que a omissão do legislador nesse particular foi proposital, restará ao acionista privado, desde que seja detentor de ações ordinárias, a porta de saída pela aceitação da oferta pública que o adquirente do controle acionário está obrigado a realizar, nos termos do art. 254-A do citado estatuto legal.

A ponderação entre lucratividade e objetivos de política pública deve levar em conta a sustentabilidade financeira da companhia no longo prazo, considerando o retorno propiciado pela totalidade dos negócios sociais, e não a rentabilidade de cada operação específica. Em outras palavras, nem todo investimento realizado 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<sup>16</sup>.

## 6. A FUNÇÃO SOCIAL DA EMPRESA ESTATAL

O conceito de função social também se aplica à propriedade pública, assim como à empresa estatal. A função social da empresa está expressamente contemplada nos arts. 116, parágrafo único, e 154, *caput*, da Lei n. 6.404/76, sendo um desdobramento do princípio geral da função social da propriedade, previsto nos arts. 5º, XXIII e 170, III, da Constituição Federal. Trata-se de regra de conduta aplicável respectivamente ao acionista controlador e aos administradores da companhia.

Seria equivocado, porém, confundir o interesse público característico da empresa estatal, com o interesse público que integra o conceito de função social e é comum a todas as companhias, independentemente da origem do capital acionário. Enquanto o primeiro possui foco restrito, está delimitado pelo objeto social e representa a própria razão de ser da companhia sob controle estatal, o segundo está apoiado em norma geral dirigida indistintamente a qualquer sociedade anônima, abrange um universo definido de indivíduos afetados pela atividade empresarial, e não tem por escopo a execução de políticas públicas.

<sup>16</sup> O conceito de custo médio ponderado de capital (*weighted average cost of capital* ou WACC) depende da estrutura de capital da companhia. Trata-se da média ponderada do custo de oportunidade das várias fontes de recursos utilizadas para financiar atividades sociais. Os recursos captados pela companhia têm basicamente duas origens: (i) participação acionária e (ii) empréstimo. As importâncias recebidas dos acionistas a título de integralização de ações configuram o capital próprio (ou passivo não exigível), enquanto os valores tomados por empréstimo constituem o capital de terceiros (que são tratados como dívida e contabilizados no passivo circulante ou de longo prazo). Cada uma dessas fontes possui diferentes custos implícitos para a companhia.

A circunstância de a empresa estatal estar autorizada a flexibilizar a finalidade lucrativa para atendimento do fim público que lhe é peculiar, conforme se depreende do art. 238 da Lei n. 6.404/76, não justifica a existência de uma função social diferenciada. Embora tanto o interesse público inerente à empresa estatal quanto a função social presente em qualquer companhia sirvam de contraponto ao ideal da maximização de lucros, os motivos que inspiram um e outro são completamente distintos. Em suma, as companhias privadas e estatais possuem exatamente o mesmo nível de compromisso perante terceiros afetados pela atividade empresarial.

## 7. EMPRESA ESTATAL DE SEGUNDO GRAU

Muito já se discutiu se, à luz do art. 235, § 2º, da Lei n. 6.404/76, haveria a chamada companhia mista de segundo grau, vale dizer, aquela controlada por outra empresa estatal, porém, igualmente sujeita ao regime especial do Capítulo XIX do diploma legal do acionariado, inclusive quanto à presença do interesse público referido no art. 238, tendo em vista ainda que o Decreto-Lei n. 200/67 não distingue entre controle direto ou indireto, para fim de caracterizar a sociedade de economia mista como entidade integrante da administração pública<sup>17</sup>.

A forma de conciliar a figura do controle indireto do Estado com a persecução do interesse público primário pressupõe que o disposto no § 2º do art. 235 seja interpretado com temperamento. É possível aceitar o enquadramento da subsidiária ou da sociedade indiretamente controlada na categoria de companhia mista referida na legislação societária, porém não de forma automática. Para que a sociedade secundária mereça tal tratamento, mister se faz que a lei autorizativa assim disponha expressamente, ou ao menos estabeleça alguma finalidade pública amparada pelo art. 238 da Lei n. 6.404/76.

<sup>17</sup> Sobre o assunto, confira-se PENTEADO, Mauro Rodrigues. Caracterização jurídica das sociedades de economia mista, *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, n. 43, p. 111-119, jul.-set. 1981. Nesse artigo, o autor chama a atenção para a mudança do posicionamento da Consultoria Geral da República, que, ao analisar a situação jurídica das antigas concessionárias estaduais de telefonia cujo controle acionário foi adquirido pela TELEBRÁS, negou-lhe a condição de sociedade de economia mista federal, à míngua de lei específica atributiva dessa qualidade. O autor retomou o tema em outra oportunidade, para reafirmar a ênfase no conteúdo da autorização legislativa, como principal elemento identificador da autêntica companhia mista sujeita ao regime especial da Lei n. 6.404/76 (cf. PENTEADO, Mauro Rodrigues. As sociedades de economia mista e as empresas estatais perante a Constituição de 1988, *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, n. 73, p. 5-21, jan.-mar. 1989).

O requisito estará naturalmente preenchido quando se tratar de subsidiária integral de companhia mista, constituída nos termos do art. 251 da Lei n. 6.404/76. Não obstante a autonomia relativa do interesse da subsidiária integral, em face do interesse da controladora, o desmembramento nesse caso nada mais é do que uma técnica de organização empresarial, cuja racionalidade depende de fatores econômicos. Não seria razoável enxergar a subsidiária integral da sociedade de economia mista como uma companhia comum e desvinculada de qualquer mandato estatal<sup>18</sup>. Se a lei que autorizou a criação da subsidiária integral não lhe atribuir nenhuma missão pública específica, a sua atuação nesse particular deverá pautar-se pela consecução do interesse coletivo incorporado na companhia matriz.

O mesmo raciocínio aplica-se à companhia de cujo capital participe alguma sociedade de economia mista, minoritária ou majoritariamente, em conjunto com uma ou mais pessoas jurídicas de direito público, ou entidades integrantes da respectiva administração indireta. A ausência de participação de qualquer acionista genuinamente privado no capital da companhia secundária afasta o conflito potencial entre interesse público e finalidade lucrativa, que, sob a ótica do § 2º do art. 235, deveria ser solucionado em favor da segunda alternativa.

A condição de sociedade anônima ordinária (isto é, não sujeita às exceções do Capítulo XIX da Lei n. 6.404/76) somente se justifica quando a sua base acionária incluir investidores de mercado, pouco importando se sociedade de economia mista em posição superior detém participação suficiente para o exercício isolado do poder de controle. Ainda nesse caso, a companhia controlada poderá apoiar o mandato estatal da sociedade de economia mista controladora, desde que a atividade assim exercida esteja compreendida no objeto social e não implique sacrifício da lucratividade.

## 8. O CONTEÚDO DA AUTORIZAÇÃO LEGAL

Não obstante a importância dada à intervenção do legislador, para que o Estado possa valer-se da forma societária com o propósito de organizar a pres-

<sup>18</sup> Nesse particular, merece ser criticada a decisão do Superior Tribunal de Justiça, que consentiu na decretação de falência de subsidiária integral de sociedade de economia mista, por não lhe ser aplicável a exceção prevista no então vigente art. 242 da Lei n. 6.404/76 (REsp 729.779-RJ).

tação de serviços públicos ou exercer atividade econômica vocacionada à realização do interesse coletivo, é certo que nem a Constituição Federal, nem o Decreto-Lei federal n. 200/67, nem tampouco a Lei n. 6.404/76 estabelecem a abrangência da autorização legislativa.

Parece correto supor, porém, que o principal ingrediente da prescrição legal é a definição do objeto da companhia, com o mesmo nível de detalhamento exigido pelo § 2º do art. 2º da Lei n. 6.404/76, vale dizer, “de modo preciso e completo”<sup>19</sup>. Apesar da importância de a lei instituidora especificar os objetivos de cada empresa estatal, o excesso de minúcia pode ser contraproducente em razão da necessidade de adaptação posterior imposta pela dinâmica do mercado e das inovações tecnológicas<sup>20</sup>.

Nada impede que o diploma autorizativo disponha sobre operações permitidas e proibidas à companhia, linhas específicas de políticas públicas, natureza do interesse coletivo que deve ser perseguido, valor do capital social e sua divisão, composição dos órgãos de administração, além de abordar outras matérias que devam constar do estatuto social. Embora haja flexibilidade quanto à extensão da lei autorizativa, o conteúdo mínimo indispensável consiste na indicação precisa e completa do objeto da companhia, sob pena de frustrar os comandos que condicionam a ação empresarial pública ao prévio escrutínio do legislador.

Os negócios sociais deverão observar estritamente os limites impostos pela autorização legal reproduzida no objeto da companhia. O alargamento do campo de atuação empresarial para incorporar novas atividades (salvo quando

<sup>19</sup> “Art. 2º Pode ser objeto da companhia qualquer empresa de fim lucrativo, não contrário à lei, à ordem pública e aos bons costumes. (...) § 2º O estatuto social definirá o objeto de modo preciso e completo. (...)”

<sup>20</sup> O alerta é de John B. Heath: “É importante que o propósito subjacente seja articulado de forma que as pessoas incumbidas da gerência da empresa possam saber o que se espera delas no escalão mais alto da política. Se a empresa foi autorizada e estabelecida pelo órgão legislativo do País, deveria caber a esse órgão a especificação, no instrumento legal respectivo, dos propósitos principais da organização. Os argumentos em favor dessa especificidade são que a direção suprema da empresa interessada pode ter uma compreensão melhor das razões pelas quais está onde está. Por outro lado, há talvez um argumento ainda mais forte contra uma especificação demasiada, já que esta pode impedir, inevitavelmente, que a empresa responda ao mercado ou às mudanças técnicas e pode inibir a geração e a implementação de novas ideias” (Sistemas de controle para empresas públicas em países em desenvolvimento. Uma estrutura para sistemas de controle, *Revista de Administração Pública*, Rio de Janeiro, v. 14, n. 2, p. 52, abr.-jun. 1980).

tenham caráter acessório ou estejam diretamente relacionadas com a atividade fim), bem como a ampliação da base territorial da empresa estatal, demandam nova intervenção legislativa<sup>21</sup>.

## 9. O EXERCÍCIO DO CONTROLE ACIONÁRIO PELO ESTADO

A palavra controle possui várias acepções, podendo significar tanto fiscalização, vigilância, verificação, quanto comando, regulação, direcionamento e constrangimento<sup>22</sup>. No sentido mais forte de poder de dominação, o controle pressupõe a capacidade de influenciar o comportamento de indivíduos que detêm autoridade ou participam do processo decisório. O direito societário, especialmente a Lei n. 6.404/76, emprega a expressão “poder de controle” como aptidão para comandar em última instância as atividades empresariais.

No âmbito da administração pública, o conceito de controle engloba as atividades de vigilância e fiscalização, assim como de orientação e correção, que a autoridade superior exerce sobre a entidade controlada. Trata-se de conceito suficientemente amplo para incluir o aspecto da dominação, que constitui a nota característica do controle acionário nas sociedades anônimas, embora sua manifestação não ocorra necessariamente pelos canais específicos da legislação societária.

A propriedade acionária estatal não assegura automaticamente a atuação da companhia no sentido de atender ao interesse público que justificou a sua criação. A criatura pode desenvolver objetivos próprios conflitantes com a função instrumental que lhe foi atribuída originariamente<sup>23</sup>. Já o exercício do

<sup>21</sup> A esse respeito, Modesto Carvalhosa esclarece: “A prática do regime de estrita observância do objeto social da sociedade mista, determinado por lei, deve ser desdobrada. Assim, nas atividades-fim, o administrador deve observar estritamente o princípio da legalidade. Quanto às atividades-meio, desenvolvidas para a consecução do objeto social legalmente instituído, cabe ao agente público – administrador da sociedade de economia mista – o benefício da discricionariedade. E, com efeito, seria incompatível com a função de administrador de sociedade mista não poder eleger os melhores meios para a consecução dos objetivos de ordem pública que justificaram a sua criação” (*Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*, v. 4, t. 1, p. 376-377).

<sup>22</sup> Cf. COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima*. 4. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2005, p. 27-30.

<sup>23</sup> Praxy Fernandes observa que não basta a propriedade acionária para que uma empresa seja considerada verdadeiramente estatal, mas é necessário que incorpore algum propósito genuinamente público. Nas palavras do autor: “Conquanto o teste da propriedade possa levar indiretamente à conclusão de que, sendo os donos autorida-

controle acionário, desde que convenientemente estruturado e havendo clareza sobre o verdadeiro propósito da função empresarial do Estado, pode contribuir para o direcionamento das atividades da empresa estatal. A solução alternativa implica mudança qualitativa da postura do Estado em relação à companhia controlada. O Estado como acionista controlador passa a exercer sua influência dominante na condução dos negócios sociais por intermédio dos órgãos societários.

No contexto da legislação societária, o Estado controlador não dispõe de prerrogativas especiais dissociadas da propriedade acionária, razão pela qual deve se valer do direito de voto nas deliberações da assembleia geral para comandar a companhia. O conclave assemblear pode decidir sobre quaisquer matérias de interesse social, inclusive indicando as linhas gerais das políticas públicas e comportamentos especiais de mercado que devem ser adotados pela companhia controlada. A manifestação controladora do Estado pode servir para alinhar a atuação empresarial com os demais objetivos da administração pública, no bojo de uma planificação mais abrangente que se faça porventura necessária.

Os deveres e responsabilidades do Estado como acionista controlador são mais amplos do que os imputáveis ao empresário privado, nos termos do parágrafo único do art. 116 da Lei n. 6.404/76<sup>24</sup>. Além de atuar no interesse dos demais acionistas (se existentes) e de terceiros abrangidos pelo conceito de função social da empresa (trabalhadores, consumidores, fornecedores, credores e comunidade local), o Estado deve exercer ativamente o poder de comando para fazer com que a companhia cumpra sua missão pública, na esteira do art. 238 da Lei n. 6.404/76. Seria equivocado interpretar o verbo “poderá”, empregado no art. 238 da Lei n. 6.404/76, no sentido meramente autorizativo de

des públicas, as metas e os objetivos da organização visam ao atendimento de interesses públicos, o teste do propósito público é necessário para que se identifique, de modo específico, aquilo que se procura conseguir com a participação do governo no negócio. Existe algum propósito público – que possa ser definido – resultante da criação de uma empresa pública? Deve-se salientar que este teste deverá ter importantes repercussões no comportamento e na atuação da empresa pública” (Empresa pública – uma palavra e uma visão, *Revista de Administração Pública*, Rio de Janeiro, v. 16, n. 4, p. 87, out.-dez. 1982).

<sup>24</sup> “Art. 116. (...) Parágrafo único. O acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender.”

*facultas agendi*. Trata-se, na verdade, de dever jurídico imputável ao acionista controlador público, que pode ser cumprido de diferentes formas, não pressupondo necessariamente o envolvimento com as atividades rotineiras da companhia, nem tampouco a paralisia dos órgãos de administração na persecução da respectiva missão pública<sup>25</sup>.

A exemplo de qualquer controlador privado, o Estado também pode praticar abuso de poder de controle quando orienta a sociedade de economia mista, seja por meio do exercício do voto em assembleia geral, seja por qualquer outro tipo de influência dominante, a agir fora dos limites do seu objeto ou contrariando o interesse social<sup>26</sup>. A diferença aqui é que o interesse da companhia não se resume à exploração da atividade econômica prevista no estatuto social para produzir lucros e distribuí-los aos acionistas, ou simplesmente promover a valorização do investimento acionário, mas também incorpora o fim público que justificou a sua criação, nos termos do art. 238 da Lei n. 6.404/76. É o interesse da companhia entendido no sentido mais amplo (interesse público combinado com finalidade lucrativa), que passa a ser o referencial para o exercício regular do poder de controle pelo Estado acionista.

O abuso ocorre quando o Estado se apropria dos recursos sociais em proveito próprio ou de terceiros não legitimados, movido apenas pelo interesse público secundário, sem que a medida seja justificável sob a ótica do atendimento do interesse público primário específico da companhia controlada. A

<sup>25</sup> Nesse sentido, adverte Fábio Konder Comparato: “Quando a lei, portanto, dispõe que a pessoa jurídica que controla a sociedade de economia mista ‘poderá orientar as atividades da companhia de modo a atender ao interesse público que justificou a sua criação’, ela está expressando um dever, não uma permissão. Temos, aí, um dos frequentes casos em que o verbo ‘poder’ significa, tecnicamente, ‘dever’, como foi salientado pela melhor doutrina hermenêutica. O Estado-acionista não pode, sob pena de incorrer em ilegalidade e inconstitucionalidade, deixar de atender às exigências do interesse público que justificaram a criação da sociedade de economia mista, a fim de satisfazer o interesse econômico dos acionistas privados” (Sociedade de economia mista transformada em sociedade anônima ordinária – inconstitucionalidade, cit., p. 63).

<sup>26</sup> O risco da adoção de condutas abusivas por parte do Estado, em prejuízo dos acionistas privados que investiram recursos na empresa estatal, tem sido preocupação constante dos organismos multilaterais. Nesse sentido, o Banco Mundial alerta: “As with other controlling shareholders, the state may abuse the rights of minority shareholders that have invested in SOEs. This can include transactions that benefit management or other SOEs at the expense of outside shareholders” (THE WORLD BANK. *Held by the visible hand: the challenge of SOE corporate governance for emerging markets*. [s.l.], May 2006, cit., p. 29).

situação equivale à apropriação dos benefícios privados do controle, em que o empobrecimento da companhia corresponde ao enriquecimento sem causa de seu acionista controlador. *A contrario sensu*, a execução de políticas públicas ou o exercício de função regulatória de mercado por intermédio da empresa estatal não implicam favorecimento indevido do acionista controlador, ainda que o Estado tenha interesse político ou econômico no resultado daí decorrente. Para configurar exercício abusivo do controle acionário, o benefício do acionista controlador precisa ter natureza egoísta.

## 10. CONFIANÇA LEGÍTIMA E TRANSPARÊNCIA DE CONDUTA

Diante da dualidade de objetivos da empresa estatal, a prerrogativa do acionista controlador para definir diretrizes estratégicas e estabelecer prioridades torna o convívio societário ainda mais crítico. O Estado pode resolver a qualquer momento colocar maior ênfase na busca do interesse público em detrimento da finalidade lucrativa, surpreendendo acionistas minoritários que haviam desenvolvido outra crença sobre a condução dos negócios sociais. A incerteza daí decorrente acaba desestimulando a participação privada no capital da sociedade de economia mista.

O preço que o investidor está disposto a pagar para adquirir ou subscrever ações emitidas por empresa estatal embute um desconto devido ao risco político inerente ao controle governamental. Existe sempre o receio de que o Estado possa alterar posteriormente o custo e a extensão das políticas públicas instrumentalizadas por intermédio da empresa controlada, com impacto negativo na taxa de retorno inicialmente estimada para fundamentar a decisão de investimento acionário. O risco político é avaliado com base no histórico passado e nos sinais que o Estado emite durante a fase de negociação privada ou no momento da oferta pública das ações. O adquirente de ações emitidas por empresa estatal dá um voto de confiança ao acionista controlador público, mas espera em troca alguma estabilidade nas regras do jogo.

É do interesse do Estado explicar seus planos em relação à companhia controlada e atuar de forma previsível no exercício do controle acionário, o que não implica abdicar da persecução do interesse público. A correta comunicação com os acionistas privados minimiza o custo de captação da empresa estatal<sup>27</sup>.

<sup>27</sup> Nesse sentido, argumenta a OECD: "It is in the state's own interest that other shareholders do not perceive it as an opaque and unpredictable owner, and feel that they are treated equitably. The state's track record in terms of respecting minority rights has a significant impact on the shares' value and the future capacity of the company to raise further funds on the market. Finally, having other shareholders introduces

O mercado de capitais tende a "punir" o acionista controlador e a companhia controlada que se valem do fator surpresa e adotam comportamentos oportunistas em prejuízo dos titulares de ações. A "punição" virá sob a forma de redução das cotações na bolsa de valores e, por via de consequência, também do valor de mercado da companhia. A desvalorização acionária dificulta novas captações, pois aumenta o potencial de diluição do acionista controlador. Haverá ainda cobrança de prêmios de risco mais elevados, que podem, no limite, inviabilizar a colocação das ações. A postura do Estado como acionista controlador influi na nota de crédito da companhia (*rating*), encarecendo ou barateando o acesso a outros instrumentos de dívida. Portanto, o Estado possui incentivo natural para manter a lealdade no relacionamento com os demais acionistas, sob pena de prejudicar o desempenho futuro da companhia e sua capacidade para cumprir o respectivo mandato estatal.

O bom funcionamento do sistema pressupõe que os objetivos do titular do controle estatal sejam conhecidos dos demais acionistas, tornando minimamente previsível o seu comportamento futuro. Isso não significa, contudo, impedimento absoluto para o ente público controlador redirecionar as atividades empresariais ou impor custos adicionais à companhia controlada, compatíveis com seu desempenho financeiro ou situação patrimonial, quando isso se mostre necessário ao atendimento de novas demandas do interesse coletivo. Não há regra totalmente objetiva para harmonizar os interesses conflitantes que convivem no interior da empresa estatal com capital híbrido; sempre existirá algum subjetivismo impossível de ser contratado *ex ante*. O importante, porém, é que o exercício da função controladora pelo Estado seja informado pelos princípios da confiança legítima e transparência de conduta, que, no fundo, constituem desdobramentos do conceito de boa-fé objetiva, erigido pelo art. 422 do vigente Código Civil como norma geral em matéria contratual.

As sinalizações iniciais emitidas pelo Estado como acionista controlador, sobretudo quando forem inequívocas ou estiverem revestidas de alguma formalidade, criam a expectativa legítima de que serão mantidas ao longo do tempo, salvo algum imprevisto que justifique plenamente a mudança de posicionamento. Não é correto limitar os eventos supervenientes dessa natureza apenas às alterações na conjuntura econômica, pois também podem ser fruto da vontade consciente do poder público como tradutor legítimo do interesse coletivo. Para que não haja quebra da relação fiduciária, o ônus representado pela nova estra-

market pressures and may become an important means of monitoring SOE management" (OECD – Organisation for Economic Co-operation and Development. *Corporate governance of state-owned enterprises: a survey of OECD countries*. Paris: OECD Publications, 2005, p. 70).

tégia empresarial deve ser consentâneo com a capacidade financeira da companhia. Caso o Estado contrarie as expectativas justificadamente incutidas nos adquirentes das ações, por puro oportunismo político, daí resultando a imposição de custos exagerados à companhia controlada, haverá infração ao dever de lealdade perante os demais acionistas, tornando cabível o ressarcimento<sup>28</sup>.

Além do respeito aos vínculos societários construídos com base na confiança legítima, a boa-fé objetiva na atuação do Estado como acionista controlador requer a transparência de conduta. A divulgação antecipada das políticas públicas que o Estado pretende executar com auxílio da companhia controlada permite a mensuração dos custos implícitos. É a partir do prévio conhecimento das intenções do Estado nesse particular que os investidores poderão calcular o impacto das medidas no resultado financeiro da companhia, transferindo a informação para a cotação bursátil das ações ou para a intenção de compra apresentada no curso da oferta pública<sup>29</sup>.

## 11. FUNCIONAMENTO DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

A realidade econômica atual, caracterizada pela necessidade de rápida adaptação às condições externas em constante mutação, sugere que se preste mais atenção às estruturas internas de governança da empresa estatal, em especial ao conselho de administração. O conselho de administração pode funcionar como *locus* privilegiado da interlocução entre autoridades governamentais e gestores sociais, reforçando a justificativa da sua existência obrigatória prevista no art. 239 da Lei n. 6.404/76.

O Estado não pode dispensar a influência legítima sobre o comportamento dos conselheiros de administração eleitos com a força do voto majoritário,

<sup>28</sup> Conforme adverte Judith Martins-Costa, “trata-se, evidentemente, de uma confiança adjetivada – a confiança legítima (também dita ‘expectativa legítima’). O qualificativo ‘legítima’, aposto à ideia de confiança ou de expectativa confere objetividade ao princípio, afastando puras especulações principiológicas” (Oferta pública para aquisição de ações (OPA). Teoria da confiança. Deveres de proteção violados. A disciplina informativa e o mercado de capitais. Responsabilidade pela confiança. Abuso do poder de controle, *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n. 140, p. 241, out./dez. 2005).

<sup>29</sup> O ideal seria o próprio estatuto da empresa estatal deixar claro quais os objetivos legítimos de política pública que compõem o objeto da companhia, para cuja consecução se admite o sacrifício da lucratividade. Melhor ainda se também houver regra estatutária estabelecendo objetivamente a forma de se aferir a sustentabilidade financeira da companhia no longo prazo. O Formulário de Referência, divulgado anualmente pela companhia aberta por força do disposto na Instrução CVM n. 480/2009, poderia muito bem complementar e detalhar as informações sobre o assunto.

que formam – ou deveriam formar – um grupo coeso, capaz de atuar de modo coordenado nos limites de sua competência institucional, para assegurar que a gestão da companhia seja ao mesmo tempo eficiente e comprometida com o interesse público que justificou sua criação. No entanto, a interação através de canais informais torna precária a função controladora do Estado, seja em razão da dubiedade sobre a origem e conteúdo do comando – o que é característico de estruturas multifacetárias como a administração pública –, seja porque o acatamento passa a depender da boa vontade dos conselheiros e de sua própria visão sobre o interesse da companhia.

A orientação geral dos negócios da companhia por intermédio do conselho de administração adquire feição descentralizada, na medida em que está mais próximo do local da ação e dispõe de melhores condições para definir estratégias específicas e monitorar sua implementação. A concentração das principais decisões no conselho de administração constitui a forma mais evoluída de exercício do poder de controle sobre a empresa estatal, no duplo sentido de dominação e fiscalização. Nesse contexto, cabe ao Estado vale-se da condição de acionista prevaiente para eleger a maioria dos conselheiros, fazendo-se representar naquela instância societária por pessoas comprometidas com a causa pública e identificadas com as diretrizes da gestão em vigor. Por força ainda do *status* de acionista majoritário, o Estado pode patrocinar a indicação de membros desvinculados da administração pública, que sejam porta vozes de grupos de interesse relevantes.

O novo papel atribuído ao conselho de administração da empresa estatal, como órgão responsável pela formação da vontade social, para onde convergem interesses tanto de natureza patrimonial quanto coletiva, combina algumas vantagens logísticas em matéria de eficiência e agilidade. Além de melhorar substancialmente a qualidade das políticas empresariais, a companhia adquire capacidade de reação às mudanças que constantemente ocorrem em seu entorno e demandam pronta resposta. Por outro lado, o Estado mantém a posição de árbitro final do interesse público, na medida em que pode utilizar as demais prerrogativas associadas ao exercício do poder de controle acionário, notadamente no âmbito da assembleia geral, para impor a observância de linhas de conduta consideradas desejáveis, funcionando como instância superior ou revisora das deliberações do conselho de administração.

## 12. AUTONOMIA DOS ADMINISTRADORES E ARTICULAÇÃO COM O ESTADO

Acima do conselho de administração e da diretoria está a assembleia geral, cujas deliberações são vinculantes para os dois conjuntos de administradores.

Nas companhias com acionista controlador definido, como é o caso da sociedade de economia mista e da empresa pública unipessoal, as decisões assembleares refletem a vontade de seu titular, salvo quando configurado o conflito formal de interesses que impeça *a priori* a manifestação de voto.

O modelo de competências hierarquizadas da Lei n. 6.404/76 acaba reforçando o poder do controlador, na medida em que permite sua intervenção em qualquer assunto relativo à gestão ordinária, bastando para isso providenciar a convocação da assembleia geral e aprovar a determinação que julgar mais conveniente sob a ótica do interesse da companhia. Diante da ausência de competências privativas em matéria administrativa, nem o conselho de administração nem a diretoria possuem independência funcional face aos desígnios do acionista controlador.

A falta de independência funcional não significa que os administradores não tenham nenhuma autonomia para gerir a companhia e dependam sempre de orientação expressa da assembleia geral para atuar em qualquer sentido. Na verdade, cabe aos administradores a iniciativa de tomar as decisões e praticar todos os atos necessários ao funcionamento regular da companhia e à plena realização do objeto social, dentro dos limites estabelecidos na lei e no estatuto social. Trata-se de autonomia condicionada, eis que sujeita à observância das deliberações da assembleia geral. A limitação é confirmada nesse particular pelo poder-dever que a lei atribuí ao acionista controlador, no sentido de dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia, para fazer com que realize o seu objeto e cumpra sua função social (cf. art. 116). Na ausência de pronunciamento assemblear sobre a forma de realizar o objeto social no melhor interesse da companhia, os administradores ficam autorizados a agir discricionariamente de acordo com padrões abstratos de conduta previstos na Lei n. 6.404/76.

Quando a companhia adota a estrutura dualista, segregando as funções de deliberação e supervisão para atribuí-las ao conselho de administração (enquanto a diretoria permanece responsável pela execução e a gestão rotineira), a realização de juízos valorativos para identificar o interesse da companhia diante de situações concretas cabe exclusivamente ao órgão colegiado, cumprindo aos diretores seguir as resoluções assim tomadas. Daí resulta que o Estado como acionista controlador possui a primazia em relação aos órgãos de administração para fazer as escolhas políticas cabíveis dentro dos limites do objeto social, no sentido de definir concretamente a missão pública da companhia controlada, assim como as estratégias empresariais a serem adotadas para sua consecução.

O art. 116 da Lei n. 6.404/76 não indica os meios a serem empregados pelo acionista controlador (tanto público quanto privado) para orientar o funcionamento dos órgãos de administração com o fito de assegurar a realização do objeto da companhia e o cumprimento da função social. Tudo se passa como se a vontade do acionista controlador se confundisse com a dos gestores sociais. No entanto, a realidade jurídica não é essa, sobretudo quando se trata do relacionamento entre entidade integrante da administração pública e autoridade governamental, cujas posturas exigem um mínimo de formalização. Daí a importância da institucionalização do relacionamento entre acionista controlador e administradores, mediante a utilização de canais formais de comunicação que propiciem maior transparência, ao invés de contatos meramente informais.

Para direcionar a atuação dos órgãos de administração, nos termos do art. 116, *b*, da Lei n. 6.404/76, o caminho natural é o Estado providenciar a realização de assembleia geral e aprovar a deliberação que traduza concretamente o interesse público a ser perseguido pela companhia em determinado contexto, em detrimento da rentabilidade das operações.

### 13. DEVERES E RESPONSABILIDADES DOS ADMINISTRADORES

O reconhecimento da ampla competência da assembleia geral para decidir qualquer matéria de natureza administrativa não afasta a atribuição concorrente, porém subordinada, do conselho de administração para fixar a orientação geral dos negócios sociais, o que naturalmente compreende a definição das políticas públicas e comportamentos de mercado a serem seguidos pela empresa estatal.

A literalidade do art. 238 da Lei n. 6.404/76 não constitui obstáculo à iniciativa dos conselheiros nesse particular. O fato de a autorização ali contida dirigir-se apenas ao ente público controlador não exclui os administradores da sua abrangência, até porque se trata de comando mandatório (e não de *facultas agendi*). A capacidade de mobilização dos administradores para realização da missão pública específica de empresa estatal é decorrência lógica da conotação mais ampla do interesse social nesse caso. Daí decorre que a passividade do Estado como acionista controlador não retira dos conselheiros de administração a capacidade de agir para consecução do interesse público que justificou a criação da companhia.

O referencial ético e jurídico da atuação dos administradores é o interesse da companhia (ou interesse social). No entanto, o interesse social (notadamente o da empresa estatal) não é um conceito unívoco, porquanto admite

nuances e interpretações baseadas em critérios de conveniência e oportunidade. Não existe um só interesse social em cada situação concreta. Diante da abrangência do conceito de interesse social, cabe aos administradores fazer ponderações e identificar a melhor alternativa no contexto das atividades que constituem o objeto da companhia, respeitando os parâmetros porventura definidos pela assembleia geral.

O administrador possui deveres inerentes ao cargo que ocupa e é pessoalmente responsável por seus atos. O administrador não se submete automaticamente às ordens do acionista controlador, nem está automaticamente obrigado a seguir as determinações da assembleia geral ou do conselho de administração (no caso específico dos diretores), cabendo-lhe exercer o juízo crítico sob a ótica da pertinência com o objeto social e da compatibilidade com o interesse da companhia, ainda que interpretado com a devida elasticidade.

O fato de o ato lesivo ter sido praticado no estrito cumprimento de orientação superior não elide a responsabilidade individual do administrador. Se ficar demonstrado que se tratava de comando manifestamente ilícito por violar a lei, o estatuto social ou o interesse da companhia, o administrador estará obrigado a recompor o desfalque causado ao patrimônio social (cf. art. 158<sup>30</sup>). No entanto, para que a deliberação assemblear seja considerada contrária ao interesse da companhia, deve extrapolar os critérios de razoabilidade e proporcionalidade, sob pena de a subjetividade do administrador sobrepor-se à visão dos acionistas sobre as prioridades relativas aos negócios sociais. O administrador tem o ônus de resistir aos comandos considerados substancialmente contrários ao interesse social<sup>31</sup>.

<sup>30</sup> “Art. 158. O administrador não é pessoalmente responsável pelas obrigações que contrair em nome da sociedade e em virtude de ato regular de gestão; responde, porém, civilmente, pelos prejuízos que causar, quando proceder: I – dentro de suas atribuições ou poderes, com culpa ou dolo; II – com violação da lei ou do estatuto. (...)”

<sup>31</sup> José Alexandre Tavares Guerreiro observa: “O diretor não está adstrito necessariamente à imposição indevida que lhe faça o Conselho de Administração, se esta contrariar os imperativos legais e estatutários que regem sua conduta. A hierarquia dos órgãos em questão não suprime os deveres aos quais se acham jungidos *ex vi legis* os Diretores, cabendo-lhes o ônus de resistir a determinações em contrário. Da mesma forma, como sustenta a melhor doutrina, todo e qualquer administrador tem o poder-dever de impugnar ou não acatar as deliberações assembleares divergentes da lei ou discrepantes do estatuto” (Responsabilidade dos administradores de sociedades anônimas, *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, n. 42, p. 79, abr.-jun. 1981).

#### 14. EMPRESA ESTATAL E GOVERNANÇA CORPORATIVA

A empresa estatal conjuga as disfunções características da dispersão acionária e do capital concentrado. Ao mesmo tempo em que enfrenta o problema de agência típico da macroempresa de capital pulverizado, também convive com o conflito latente entre acionistas controlador e não controladores, na medida em que a utilização da companhia para fins políticos, por influência do Estado, acaba prejudicando o seu desempenho e frustrando as expectativas de retorno financeiro dos investidores privados.

O problema de agência decorre da falta de organização do Estado para o exercício das prerrogativas associadas à propriedade acionária, o que acaba muitas vezes transformando-o em controlador fraco e incapaz de vigiar os administradores da companhia controlada. Isso abre espaço para os gestores sociais agirem por conta própria e sem compromisso com os objetivos pretendidos pelo Estado. A situação é particularmente grave pelo fato de a empresa estatal não ter como única finalidade a geração de lucros, servindo também como instrumento de políticas públicas. Tudo isso acaba favorecendo o corporativismo e impactando negativamente o resultado da companhia, além de desviar o foco da missão pública que justificaria a manutenção da propriedade acionária estatal.

O acesso da empresa estatal ao mercado de capitais, especialmente quando acompanhado da assunção de compromissos mais rigorosos de governança corporativa, contribui para inibir a atuação predatória do acionista controlador público e minimizar o problema de agência. Com a ampliação da base acionária, o universo de potenciais prejudicados será muito maior. A existência de investidores institucionais com poderio econômico, combinado com acionistas particulares que também são eleitores, serve de desestímulo à adoção de práticas abusivas em detrimento do interesse da companhia. O mecanismo funciona como autêntico *hedge* contra risco político.

O fato de a empresa estatal ter ações listadas em bolsa de valores impõe padrões mais elevados de transparência e divulgação, o que contribui para melhorar o nível de informação do próprio Estado sobre o desempenho da companhia controlada. O monitoramento permanente dos analistas de mercado funciona como importante canal de vigilância dos administradores, permitindo ao Estado conhecer desde logo eventuais desvios de conduta, assim como tomar consciência dos fatores de risco inerentes aos negócios sociais, que não raro permanecem encobertos. Finalmente, a pressão por resultados exercida pelo mercado de capitais constitui poderoso instrumento de estímulo à eficiência operacional.

A captação de recursos no mercado de capitais oferece vantagens diretas e indiretas à companhia controlada pelo Estado. Além de dispor de novas alternativas de financiamento, a empresa estatal fica sujeita a regras de procedimento e incentivos econômicos, que também são úteis para o cumprimento do mandato estatal, desde que não se pretenda simplesmente aboli-lo sob alegação de conflito insuperável com o interesse dos acionistas minoritários<sup>32</sup>.

O investidor privado costuma se sentir atraído pela aquisição de ações emitidas por empresas estatais em razão da estabilidade da demanda de seus produtos, combinado com a garantia implícita de solvabilidade representada pelo controle acionário público. A participação capitalística do Estado em determinada companhia inspira maior confiança sobre o sucesso do empreendimento baseada ainda na ideia de idoneidade e tratamento justo<sup>33</sup>. Existe um *trade off* entre menor risco de mercado e maior risco político, ainda que daí resulte a imposição de algum desconto no preço das ações, ou na exigência de taxas de juros mais elevadas para financiar a companhia pela subscrição de títulos representativos de dívida. O investidor que resolve participar do capital da companhia mista aceita implicitamente compartilhar o custo das políticas públicas compreendidas no objeto social, na medida em que o ônus daí decorrente já está incorporado no preço das ações adquiridas. A disposição demonstrada por investidores qualificados, no sentido de continuar participando do capital de empresas estatais brasileiras com ações negociadas em bolsa de valores, pode causar perplexidade para quem analisa o fenômeno sob uma ótica mais restrita<sup>34</sup>.

<sup>32</sup> O recurso ao mercado de capitais, sem prejuízo da manutenção do controle acionário estatal, foi largamente utilizado na China para estimular a melhoria do desempenho econômico do setor produtivo e justificar a concessão de maior autonomia aos administradores. Segundo relata estudo do Banco Mundial, existem hoje centenas de empresas estatais listadas na bolsa de valores (THE WORLD BANK. *Held by the visible hand: the challenge of SOE corporate governance for emerging markets*, cit., p. 7).

<sup>33</sup> A constatação dessas nuances deve ser creditada a Lloyd Musolf: "The sources of strength in the government-private joint venture are impressive. First, the amount of potential capital is augmented to the fullest extent by the joint arrangement. Second, the ability of the government to absorb losses or to wait long periods while an enterprise develops, exceeds that of private investors. Third, commitment of government funds to a venture tends to generate a feeling of confidence on the part of the private participants, including creditors, that the undertaking is sound, that it will receive favorable treatment from the government, that injustices of management to absentee or minority investors will be minimized, and that the project will be carried through to ultimate success. Fourth, the leadership of the government, because of close and continuous contact with the private participants, can be used effectively to develop managerial skills and nurture new entrepreneurs" (*Mixed enterprise: a developmental perspective*. Lexington: Lexington Books, 1972, p. 125).

<sup>34</sup> Ver PARGENDLER, Mariana; MUSACCHIO, Aldo; LAZZARINI, Sérgio G. In

A escolha do melhor modelo de gestão corporativa para as empresas estatais depende da redefinição de seu papel e do conteúdo do ordenamento jurídico vigente. Se a prioridade for apenas a geração de valor aos acionistas, basta profissionalizar a administração e assegurar o seu insulamento em relação ao acionista controlador público, que a companhia passará a agir com a mesma lógica maximizadora da empresa privada. Nesse caso, porém, o Estado deve ponderar seriamente sobre a conveniência de privatizar a companhia mediante alienação de seu controle acionário, pois não mais haverá motivo relevante para mantê-la no setor público. Os recursos arrecadados com a venda das ações representativas do capital social poderiam financiar outros projetos prioritários e geradores de externalidades sociais positivas.

Se houver preocupação genuína com a preservação do modelo de empresa estatal, como instrumento de execução de políticas públicas legítimas, a solução deve ser outra: (i) definir em que consiste exatamente a missão pública peculiar a cada companhia mista, de modo a evitar que ela possa ser invocada levemente para legitimar práticas de gestão condenáveis; (ii) ter clareza sobre o limite do sacrifício que pode ser validamente imposto à lucratividade da companhia mista, para custeio de políticas públicas compreendidas no seu objeto social; (iii) conferir estabilidade à convivência societária entre acionista controlador público e acionistas minoritários, obrigando a companhia a ser transparente na divulgação dos custos implícitos das políticas públicas e, ao mesmo tempo, restringindo a arbitrariedade na introdução de mudanças posteriores; (iv) valorizar a estrutura interna de governança da empresa estatal, especialmente o conselho de administração, reduzindo em contrapartida o peso de outros controles tipicamente governamentais e de cunho burocrático; (v) transferir ao conselho de administração a responsabilidade de identificar o interesse público no caso concreto e de adotar as medidas necessárias à sua consecução; e (vi) abrir espaço à participação no conselho de administração de representantes dos grupos de interesse vinculados à atividade da companhia, com o propósito de institucionalizar o processo decisório sobre questões complexas que envolvem ponderação entre interesse público e finalidade lucrativa.

strange company: the puzzle of private investment in state-controlled firms, *Working Paper* 13-071, February 14, 2013, Harvard Business School. Para uma visão mais crítica sobre a atuação das empresas estatais e as distorções que podem causar no mercado de capitais, vale conferir outros trabalhos relevantes da primeira autora: PARGENDLER, Mariana. State ownership and corporate governance, *Fordham Law Review*, v. 80, n. 6, 2012; e PARGENDLER, Mariana. The Unintended Consequences of State Ownership: The Brazilian Experience, *Theoretical Inquiries in Law*, v. 13, n. 2, 2012.