

Tradução do texto original em inglês

José Ignacio Coelho Mendes Neto

Tradução do prefácio

Ana Elisa Laquimia de Souza

Revisão

Juva Batella

Revisão das referências bibliográficas

Thiago Reis e Ana Elisa Laquimia de Souza

* * *

Uma versão reduzida e modificada do Capítulo II foi previamente publicada em língua inglesa pelo *American Journal of Comparative Law*, vol. 60, n. 3, p. 805-850 (Summer 2012).

Uma versão reduzida e modificada do Capítulo III foi previamente publicada em língua inglesa pelo *American Journal of Comparative Law*, vol. 60, n. 4, p. 1043-1074 (Fall 2012).

Uma versão reduzida e modificada do Capítulo IV foi previamente publicada em língua inglesa pelo *Theoretical Inquiries in Law*, vol. 13, n. 2, p. 503-523 (July 2012).

Uma versão reduzida e modificada do Capítulo V foi previamente publicada em língua inglesa pela *Fordham Law Review*, vol. 80, n. 6, p. 2917-2973 (2012).

* * *

Esta obra integra a Coleção Direito, Desenvolvimento e Justiça, coordenada por José Rodrigo Rodriguez, e faz parte da linha de pesquisa "Direito e Desenvolvimento", desenvolvida pela DIREITO GV (FGV/SP). Foi avaliada e aprovada pelos membros do Conselho Editorial desta coleção:

Alexandre da Maia (UFPE): Pernambuco.

Antônio José Maristrello Porto (Direito Rio): Rio de Janeiro.

Antonio Moreira Maués (UFPA): Pará.

Gustavo Feitosa (UFC): Ceará.

Gustavo Ferreira Santos (UFPE): Pernambuco.

Ivo Gico Jr. (UCB): Brasília.

Marcus Faro de Castro (UnB): Brasília.

Solange Silva Teles (Mackenzie): São Paulo.

Vera Karam de Chueiri (UFPR): Paraná.

MARIANA PARGENDLER

Doutora e mestre em Direito pela Yale University.
Doutora e bacharel em Direito pela Universidade Federal do Rio Grande do Sul. Professora da Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas (DIREITO GV).

EVOLUÇÃO DO DIREITO SOCIETÁRIO

LIÇÕES DO BRASIL

2013

série
PRODUÇÃO CIENTÍFICA
Direito Desenvolvimento Justiça

 **Editora
Saraiva**

 FUNDAÇÃO
GETÚLIO VARGAS

DIREITO GV
ESCOLA DE DIREITO DE SÃO PAULO

que as categorias de famílias jurídicas seguiram uma trajetória mais parabólica do que linear. Contrariamente aos entendimentos convencionais, a reificação das famílias jurídicas pode ter atingido o seu ápice no século XX – após o final da primeira globalização em 1914, mas antes da segunda globalização, na segunda metade desse século.

Sugiro aqui que a visão do século XIX como um período dominado por uma dicotomia forte e consciente entre Direito românico e *common law* é, em grande parte, anacrônica. A realidade mostrava-se mais complicada. No século XIX, uma variedade de fatores – do subdesenvolvimento teórico ao anticolonialismo e ao livre-comércio – delimitou o papel da tradição jurídica. O mais importante é que muitas escolhas críticas que acabariam por moldar as filiações de famílias jurídicas ainda não haviam sido feitas. Tanto a Alemanha quanto o Brasil são considerados membros típicos da tradição romanista, embora tenham carecido de um código civil – a marca por excelência da tradição romanista – durante todo o século XIX. O *Bürgerliches Gesetzbuch* alemão entrou em vigor em 1900, enquanto o primeiro código civil do Brasil só foi promulgado em 1916. Em ambos os casos, o atraso não foi acidental, mas sim resultado de um desacordo genuíno quanto à vontade de um código e à adequabilidade dos modelos existentes.⁴⁹⁸

O desenvolvimento das categorias de famílias jurídicas não pode, como habitualmente se presume, ser explicado somente pelas tradições históricas de longa data; ele também foi moldado, e de modo profundo, por tendências mais recentes da política e da economia. Como a maior parte da literatura de direito comparado enfocou a medida em que as famílias jurídicas ainda são relevantes, a investigação das causas e consequências das concepções fortes das tradições jurídicas fornece caminhos interessantes para a pesquisa futura.

⁴⁹⁸ A famosa oposição à codificação por parte da Escola Histórica de Savigny vem à mente aqui. Ver, e.g., REIMANN, Mathias. The Historical School against Codification: Savigny, Carter, and the Defeat of the New York Civil Code. *The American Journal of Comparative Law*, Ann Arbor, v. 37, n. 1, p. 95-119, Winter 1989, para um breve panorama dos argumentos anticodificação de Savigny em inglês e sua influência na oposição aos esforços de codificação em Nova Iorque. Para uma descrição do processo tortuoso que levou à adoção do Código Civil brasileiro, ver Capítulo II *supra*.

Capítulo IV

O Estado brasileiro como acionista

I. Introdução: intervenção do Estado no Brasil oitocentista

Assim como na maioria dos países, as empresas públicas e as sociedades de economia mista tornaram-se mais, e não menos, comuns no Brasil no século XX, e especialmente na segunda metade do século.⁴⁹⁹ Isto não quer dizer que a intervenção do Estado era inexistente na economia brasileira oitocentista. Pelo contrário, o governo exercia um controle significativo sobre a atividade econômica. No seu livro seminal sobre a história do Estado brasileiro, Raymundo Faoro diz que a ascendência do governo sobre a atividade econômica no século XIX se estendia

a todas as atividades comerciais, industriais e de serviços públicos. O Estado autorizava o funcionamento de sociedades por cotas de responsabilidade limitada (*sic*), fechava contratos com bancos, concedia privilégios, fazia concessões especiais para a administração de ferrovias e portos, assegurava o fornecimento de materiais e garantia os pagamentos de juros. A soma desses favores e privilégios envolvia a principal parte das atividades econômicas [...] que poderiam existir somente através da vida transmitida pelo cordão umbilical do Estado.⁵⁰⁰

⁴⁹⁹ Ver Capítulo V *infra* para uma descrição das sociedades de economia mista nos EUA, na China e na Europa continental.

⁵⁰⁰ FAORO, Raymundo. *Os Donos do Poder: Formação do Patronato Político Brasileiro*. 3. ed. São Paulo: Globo, 2001. Embora os legisladores brasileiros estivessem bem informados sobre os avanços jurídicos estrangeiros e o advento das leis de constituição geral de empresas na Europa e nos EUA, eles relutaram em abrir mão do controle sobre o processo de constituição de em-

Tal como em outros países, a ascensão da forma de S.A. no Brasil estava estreitamente ligada às necessidades de financiamento do Estado. Em reação à invasão iminente de Portugal por Napoleão, a família real portuguesa, em 1808, fugiu de Lisboa para procurar abrigo no Rio de Janeiro. Nesse mesmo ano, o príncipe-regente de Portugal autorizou a criação da primeira sociedade anônima nativa do Brasil, o primeiro Banco do Brasil, com o intuito de emitir a moeda necessária para o financiamento das despesas da monarquia e o desenvolvimento do comércio e da indústria locais.⁵⁰¹

Tendo exaurido as suas reservas na transferência para o Brasil, o governo português procurou capitalizar o Banco inteiramente com fundos privados, vendendo as suas ações a comerciantes e proprietários rurais prósperos, que formalmente deveriam exercer o controle sobre a instituição. De acordo com o estatuto real do Banco, o príncipe-regente de Portugal nomearia os primeiros administradores, mas as eleições subsequentes ocorreriam na assembleia-geral de acionistas. Somente os quarenta maiores investidores portugueses tinham o direito de participar das assembleias de acionistas, e nenhum acionista podia proferir mais de quatro votos.⁵⁰²

A subscrição das primeiras cem ações necessárias para a inauguração das atividades do Banco, conforme exigido pelo estatuto, levou catorze meses. O governo português tentou, ao início, compensar a falta de interesse espontâneo nas ações do Banco, distribuindo favores políticos – de títulos reais a cargos públicos – que atraíssem mais acionistas, mas não resultou. Em 1812, somente 26 ações adicionais tinham sido subscritas. O governo então tornou-se acionista do Banco do Brasil quando, devido à dificuldade persistente de atrair investimento privado, deu uma contribuição de capital proveniente de impostos recém-criados e cujas receitas seriam direcionadas para o Banco.⁵⁰³ O governo português abriu mão do seu direito aos dividendos pelos cinco primeiros anos, ajudando, assim, a assegurar o pagamento de dividendos generosos aos investidores privados, uma estratégia que fi-

presas por quase duas décadas. Ver Capítulo II *supra* para uma discussão mais detalhada.

⁵⁰¹ Evidentemente, havia várias sociedades anônimas coloniais constituídas em Portugal que atuavam no Brasil no século XVIII. Para uma descrição minuciosa dessas companhias, ver MARCOS, Rui Manuel de Figueiredo. *As Companhias Pombalinas: contributo para a história das sociedades por ações em Portugal*. Coimbra: Livraria Almedina, 1997.

⁵⁰² Ver Alvará (12 de outubro de 1808), que aprova os estatutos do Banco do Brasil, arts. IX, X e XI.

⁵⁰³ Alvará (20 de outubro de 1812).

nalmente conseguiu atrair um número suficiente de subscritores. Em 1817, os investidores haviam subscrito a totalidade do capital mínimo do Banco, de 1,2 mil réis, encerrando o que foi a primeira e mais prolongada oferta pública de ações da história brasileira.⁵⁰⁴

Contrariamente ao Banco da América do Norte, de 1781, e ao primeiro Banco dos Estados Unidos, nos quais o governo detinha uma participação significativa (60% e 20%, respectivamente), o Banco do Brasil era financiado de modo esmagador pelo capital privado, embora o governo fosse o seu principal cliente.⁵⁰⁵ Em 1821, a Fazenda, o maior acionista unitário do Banco, detinha apenas 76 (ou 3,4%) do total de 2.235 ações emitidas.⁵⁰⁶ Como outras sociedades anônimas brasileiras do século XIX, o Banco do Brasil, formalmente, assemelhava-se mais a uma companhia patrocinada pelo governo e beneficiária e fonte de favores públicos do que a uma empresa estatal cuja maioria acionária fosse detida pelo governo.⁵⁰⁷ Não obstante, os historiadores notaram que, apesar da pequena participação acionária do governo e das disposições estatutárias em contrário, o Banco do Brasil estava *de facto*, se não *de jure*, sob controle governamental.⁵⁰⁸

⁵⁰⁴ Para uma descrição minuciosa da experiência do primeiro Banco do Brasil, ver FRANCO, Afonso Arinos de Melo. *História do Banco do Brasil (Primeira Fase – 1808-1835)*. Rio de Janeiro: Banco do Brasil, 1973.

⁵⁰⁵ Para descrições do Banco da América do Norte e do Banco dos Estados Unidos, ver Capítulo V, Seção II(A) *infra*. Embora o Banco do Brasil também descontasse letras de câmbio de curto prazo, a maioria das notas do Banco eram usadas para financiar os déficits públicos. PELÁEZ, Carlos Manuel. The Establishment of Banking Institutions in a Backward Economy: Brazil, 1800-1851. *Business History Review*, Boston, v. 49, n. 4, p. 446-472, Winter 1975, p. 464.

⁵⁰⁶ FRANCO, *supra* nota 504, p. 82. Mas ver HOLANDA, Sérgio Buarque de. *História Geral da Civilização Brasileira*. São Paulo: Difel, 1962, v. I, p. 113 (afirma que o governo detinha aproximadamente 23% das ações do Banco em 1821).

⁵⁰⁷ Contudo, a ausência de um grau significativo de propriedade estatal no Banco do Brasil de 1808 passou despercebida aos estudiosos do Direito Societário. Ver, e.g., FERREIRA, Waldemar. *A Sociedade de Economia Mista em seu Aspecto Contemporâneo*. São Paulo: Max Limonad, 1956, p. 90-1 (descreve o Banco do Brasil como a primeira sociedade de economia mista do país); PINTO JUNIOR, Mario Engler. *Empresa Estatal: Função Econômica e Dilemas Societários*. São Paulo: Atlas, 2010, p. 17 (observa que o governo português era o acionista controlador do primeiro Banco do Brasil). Ver também nota 517 *infra* e o texto que a acompanha para o exemplo das companhias ferroviárias como mais um caso de empresas patrocinadas pelo governo no Brasil oitocentista.

⁵⁰⁸ FRANCO, *supra* nota 504, p. 22. O Banco do Brasil não era um caso único de sociedade anônima semipública pioneira sobre a qual o governo exercia um

Em dificuldades financeiras após o regresso da família real portuguesa para Lisboa em 1821, levando consigo as reservas metálicas do Banco, este primeiro Banco do Brasil acabou dissolvido após a expiração do seu prazo de vinte anos em 1829.⁵⁰⁹ Um segundo banco patrocinado pelo Estado só surgiria em 1853,⁵¹⁰ quando o governo imperial forçou a fusão dos dois maiores bancos brasileiros da época – o Banco Comercial, de 1842, e o novo Banco do Brasil sob controle privado, de 1852 – para formarem um outro Banco do Brasil, semioficial, com monopólio da emissão de moeda. Embora fosse inteiro uma propriedade de acionistas privados,⁵¹¹ o seu estatuto conferia especificamente ao Imperador do Brasil o direito de nomear o presidente.⁵¹² O

controle significativo apesar de sua participação acionária modesta. Pelo menos desde a Companhia das Índias Orientais holandesa, Estados com falta de dinheiro tinham por hábito constituir sociedades anônimas para cumprir funções públicas. A contribuição do Estado para muitas dessas primeiras sociedades assumia a forma de privilégios jurídicos, incluindo direitos de monopólio, em vez de investimento financeiro na empresa. Para uma descrição da estrutura de governança da Companhia das Índias Orientais holandesa, ver GELDERBLUM, Oscar; JONG, Abe de; JONKER, Joost. Putting Le Maire into Perspective: Business Organization and the Evolution of Corporate Governance in the Dutch Republic, 1590-1610. In: KOPPELL, Jonathan. *The Origins of Shareholder Advocacy*. New York: Palgrave MacMillen, 2011 (informam que os Estados-Gerais tinham direitos de governança significativos, enquanto os investidores externos careciam de direito de voto). Ver também RODRIGUES, Nuno Cunha. *“Golden-Shares”: As empresas participadas e os privilégios do Estado enquanto acionista minoritário*. Coimbra: Coimbra Editora, 2004, p. 110 (nota que as companhias pombalinas foram fundadas exclusivamente pelo capital privado, embora seus estatutos lhes conferissem poderes soberanos significativos).

⁵⁰⁹ TOPIK, Steven. A Empresa Estatal em um Regime Liberal: O Banco do Brasil – 1905-1930. *Revista Brasileira de Mercado de Capitais*, Rio de Janeiro, v. 7, n. 19, p. 70-83, 1981, p. 70.

⁵¹⁰ Uma proposta anterior para a criação de um segundo Banco do Brasil em 1833 não foi adiante. De acordo com o estatuto proposto para a nova instituição bancária, o governo deteria pelo menos um quinto (ou 4.000) das 20.000 ações do Banco. Ver BRASIL, Câmara dos Deputados. *Annaes do Parlamento Brasileiro: Câmara dos Srs. Deputados (29 de abril de 1833)*. p. 65.

⁵¹¹ FRANCO, *supra* nota 504, p. 395.

⁵¹² Decreto 1.223 (31 de agosto de 1853). Os acionistas eram encarregados de eleger os diretores do Banco, mas não podiam proferir mais de 15 votos cada. *Id.* Um decreto interpretativo subsequente do governo também deixou claro que, embora como regra geral as assembleias de acionistas fossem responsáveis por interpretar o significado das disposições estatutárias ambíguas, o estatuto do Banco do Brasil devia ser interpretado pelo governo imperial. Ver Decreto 588 (16 de dezembro de 1861).

Banco pertenceria em 53% aos acionistas das instituições fusionadas, e o restante do seu capital seria oferecido para subscrição pelo público em geral.⁵¹³

As sociedades anônimas exerceram um papel capital no desenvolvimento das ferrovias no Brasil, mas nesse caso a propriedade estatal mostrava-se, uma vez mais, pouco expressiva. Uma exceção notável era a Estrada de Ferro D. Pedro II, uma das maiores sociedades anônimas do Brasil oitocentista, cujo estatuto conferia ao Imperador do Brasil, cujo nome havia sido dado às ferrovias, o direito de nomear o presidente da companhia. O governo imperial chegou a ser um acionista majoritário da Estrada de Ferro D. Pedro II,⁵¹⁴ que acabou encampada pelo Estado, na sua totalidade, em 1863, em troca de títulos do governo.⁵¹⁵ Da mesma forma, em 1861, depois de trocar ações por títulos do governo, o próprio governo imperial tornara-se acionista da Estrada de Ferro de Pernambuco.⁵¹⁶ Ainda assim, via de regra, o apoio do governo à construção de ferrovias no Brasil, apesar de muito generoso, costu-

⁵¹³ Para uma descrição do favoritismo na alocação das ações da oferta subscrita em excesso do segundo Banco do Brasil, ver Capítulo II *supra*. Uma das primeiras sociedades anônimas que tinha participação governamental era a Imperial Companhia Seropédica Fluminense, constituída pelo Decreto 1.341 de 2 de março de 1854. Essa manufatura de seda era inicialmente de propriedade privada mas recebeu socorro financeiro do Imperador D. Pedro II, que era seu acionista majoritário à época da sua constituição.

⁵¹⁴ Durante algum tempo, o governo deteve a maioria das ações da Estrada de Ferro D. Pedro II, mas não tinha direito legal de controle sobre a sociedade, cujo estatuto, como a maioria dos seus equivalentes da época, limitava os direitos de voto dos grandes investidores prevendo um limite de 20 votos por acionista. Para uma discussão dos conflitos entre o interesse financeiro do Estado e seu direito de controle limitado pelo estatuto da companhia, ver Discurso do Sr. Ottoni (sessões de 26 de agosto de 1861 e 30 de agosto de 1861). In: BRASIL, Câmara dos Deputados. *Annaes do Parlamento Brasileiro: Câmara dos Srs. Deputados*. Para uma discussão dos direitos de voto dos acionistas nas companhias oitocentistas brasileiras, ver Capítulo II, Seção III, *supra*.

⁵¹⁵ EL-KAREH, Almir Chaiban. *Filha Branca de Mãe Preta: A Companhia da Estrada de Ferro D. Pedro II. (1855-1865)*. Petrópolis: Vozes, 1982, p. 45. Ver BRASIL, Câmara dos Deputados. *Annaes do Parlamento Brasileiro: Câmara dos Srs. Deputados* (sessão de 30 de agosto de 1861). p. 341 (discute a ajuda do governo às ferrovias); BRASIL, Câmara dos Deputados. *Annaes do Parlamento Brasileiro: Câmara dos Srs. Deputados* (sessão de 28 de julho de 1862).

⁵¹⁶ Ver Imperiais Resoluções da Seção de Fazenda do Conselho de Estado, *supra* nota 136, v. V, p. 35 e ss. (Consulta n. 619, de 27 de março de 1861).

mava assumir a forma de garantias de dividendos de 5% ou 7% às companhias ferroviárias privadas, em vez de propriedade direta.⁵¹⁷

II. A ascensão da sociedade de economia mista

As participações acionárias do Estado, inicialmente modestas, adquiriram uma importância muito maior no século XX. As rupturas do comércio internacional durante a I Guerra Mundial levaram o Brasil a significativas mudanças econômicas e políticas. O governo federal adotou um programa de desvalorização da moeda para minimizar as perdas dos produtores de café (então a oligarquia mais poderosa do Brasil), o que surtiu o efeito colateral imprevisto de aumentar o custo dos produtos estrangeiros e impulsionar a industrialização local.⁵¹⁸ Nesse período, o nível de atividade do mercado de capitais – até então o segundo mais alto da América Latina – declinou rapidamente e a propriedade societária concentrou-se ainda mais nas mãos de famílias abastadas.⁵¹⁹

A tendência à propriedade societária concentrada também era evidente nas empresas em que o governo detinha participação minoritária. Se o primeiro Banco do Brasil, de 1808, havia nascido com uma estrutura de controle oligárquica mas relativamente dispersa,⁵²⁰ quando o terceiro Banco do Brasil foi criado, em 1905, o governo federal adquiriu um terço do seu capital total, que representava o maior bloco votante.⁵²¹ Em 1923, a Fazenda adquiriu ações suficientes para se tornar o seu acionista majoritário.⁵²² Quando o governo estadual adquiriu uma grande participação acionária no Banco do Estado de São Paulo

⁵¹⁷ Para uma descrição do desenvolvimento das ferrovias no Brasil, ver, e.g., SUMMERHILL, William R. *Order Against Progress: Government, Foreign Investment, and Railroads in Brazil*. Stanford: Stanford University Press, 2003.

⁵¹⁸ FURTADO, Celso. *Formação Econômica do Brasil*. 17. ed. São Paulo: Nacional, 1980, p. 213-4.

⁵¹⁹ Ver RAJAN, Raghuram; ZINGALES, Luigi. The Great Reversals: The Politics of Financial Development in the Twentieth Century. *Journal of Financial Economics*, Rochester, v. 69, n. 1, p. 5-50, July 2003 (estimam que o valor de mercado das companhias abertas do Brasil às vésperas da I Guerra Mundial atingiu 25% do PIB, nível que não foi ultrapassado até os anos 1990); MUSACCHIO, Aldo. Law Versus Contracts: Shareholder Protections and Ownership Concentration in Brazil, 1890-1950. *Business History Review*, Boston, v. 82, n. 3, p. 445-473, Sep. 2008.

⁵²⁰ Ver nota 501 *supra* e o texto que a acompanha.

⁵²¹ TOPIK, *supra* nota 509, p. 71.

⁵²² *Id.*

(Banespa), em 1926, as escalas de voto graduadas acabaram eliminadas do estatuto da sociedade, para se garantir um controle estatal incontestado, uma prática que se tornaria onipresente nos socorros financeiros e nas nacionalizações de companhias privadas pelo governo nas décadas seguintes.⁵²³

Em 1932, o Brasil promulgou a sua primeira norma a permitir a emissão de ações preferenciais sem direito a voto, as quais se tornariam o principal mecanismo de exercício do controle concentrado incontestado nas décadas subsequentes.⁵²⁴ O Decreto 21.536, de 1932, permitia às sociedades anônimas emitir ações sem direito a voto, contanto que tais títulos conferissem uma preferência de dividendo ou de liquidação aos seus detentores.⁵²⁵ Muitas empresas passaram a emitir ações preferenciais sem direito a voto que estipulavam somente uma preferência de liquidação, o que tornava os títulos semelhantes às ações ordinárias sem direito a voto. Tal como as sociedades anônimas sob controle familiar, as empresas estatais fariam, posteriormente, amplo uso das ações preferenciais sem direito a voto para obter financiamento acionário externo sem a necessidade de o governo abrir mão do controle absoluto dos assuntos societários.

No Brasil e em outros lugares, os interesses do Estado-acionista desempenharam um papel importante no apoio à promulgação de leis

⁵²³ MUSACCHIO, *supra* nota 519, p. 468.

⁵²⁴ Decreto 21.536 de 1932. A mesma norma também proibiu expressamente a emissão de ações com direito de voto plural, que desde então são ilegais no Brasil. Entretanto, a emissão de ações preferenciais sem direito a voto, sozinha, acabaria por fazer do Brasil o país, no mundo, com o maior número de ações de classe dupla e a maior disparidade entre direitos de voto e de participação econômica. Ver SILVA, André Carvalho da; SUBRAHMANYAM, Avinidhar. Dual-Class Premium, Corporate Governance and the Mandatory Bid Rule: Evidence from the Brazilian Stock Market. *Journal of Corporate Finance*, v. 13, n. 1, p. 1-24, Mar. 2007, p. 4 (ações de classe dupla); NENOVA, Tatiana. *Control Values and Changes in Corporate Law in Brazil*. 2001. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=294064>. Acesso em: 15 nov. 2011 (disparidade entre direitos de participação econômica e de voto).

⁵²⁵ Foi só com as reformas jurídicas de 1997 e 2001 que a Lei das S.A. exigiu que as companhias conferissem preferências mais substanciais (tais como tratamento favorável de dividendos ou direitos de venda conjunta em casos de alienação de controle) em troca da retirada do direito de voto. De acordo com o decreto de 1932, cuja redação foi incorporada às normas societárias subsequentes, as ações preferenciais sem direito a voto adquiriam direitos de voto temporariamente se os dividendos não fossem pagos por três exercícios consecutivos. Contudo, um pagamento de dividendo nominal era suficiente para evitar a aplicação dessa norma.

societárias que permitem desvios do padrão “uma-ação-um-voto”.⁵²⁶ Os desvios do voto proporcional no Brasil costumam assumir a forma de ações preferenciais sem direito a voto. Em outros países, esquemas alternativos de votação, que separam os direitos de voto dos direitos de participação econômica, também incluem ações com direito de voto plural e limites de voto.⁵²⁷ A conveniência de uma proibição ampla dos desvios da regra “uma-ação-um-voto” constitui um dos principais temas da governança corporativa contemporânea, e permanece sujeita a debate.

Os críticos da imposição obrigatória do voto proporcional observam que os acionistas minoritários dispersos são conhecidos como “racionalmente apáticos”, pois têm pouco interesse em exercer o seu direito de voto nas assembleias de acionistas ou mesmo por procuração.⁵²⁸ Além do mais, as leis dos países onde a propriedade mista é menos frequente e o mercado de capitais mais desenvolvido conferem às sociedades anônimas e aos acionistas uma flexibilidade considerável na determinação das disposições sobre direitos de voto. O Direito dos EUA e o do Reino Unido por tradição permitem desvios da regra “uma-ação-um-voto”, mesmo se a imensa maioria das suas companhias abertas adotou exatamente esse esquema na prática.⁵²⁹

Embora os estudos empíricos e teóricos sobre este tema reconheçam que o esquema “uma-ação-um-voto” acarreta custos e benefícios,

⁵²⁶ Ver Capítulo V *infra* para os casos da França e da Alemanha.

⁵²⁷ De acordo com a Lei das S.A. brasileira, limites de voto são permitidos, mas o direito de voto plural não. Lei 6.404/76, art. 110, §2º.

⁵²⁸ Para um enunciado clássico desse problema, ver GARRIGUES, Joaquín. *Nuevos Hechos, Nuevo Derecho de Sociedades Anónimas*. Madrid: Editorial Revista de Derecho Privado, 1933, p. 84 e ss. (descreve a falta de interesse dos pequenos acionistas em influenciar os assuntos societários).

⁵²⁹ GOMPERS, Paul A.; ISHII, Joy L.; METRICK, Andrew. Extreme Governance: An Analysis of Dual-Class Firms in the United States. *Review of Financial Studies*, Oxford, v. 23, n. 3, p. 1051-1088, Mar. 2010, p. 1052 (somente cerca de 6% das companhias abertas nos EUA possuem estrutura de classe dupla); SHEARMAN; STERLING. *Proportionality between Ownership and Control in E.U. Listed Companies: Comparative Legal Study*. 2007 (constatam que apenas 5% de uma amostra de empresas no Reino Unido adotam ações com direito de voto plural e 0% delas adotam ações ordinárias sem direito a voto). Mas ver BENNEDSEN, Morten; NIELSEN, Kasper Meisner. *The Principle of Proportional Ownership, Investor Protection and Firm Value in Western Europe*. ECGI Finance Working Paper n. 134, 2006, disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=941054>. Acesso em: 15 nov. 2011 (julgam surpreendentemente alta a proporção de 25% de empresas de classe dupla na sua amostra de empresas do Reino Unido).

a “visão dominante” na literatura, no entanto, enfatiza as virtudes econômicas do voto proporcional como regra geral.⁵³⁰ Conferir direitos de voto proporcionais à participação acionária do investidor produz incentivos benéficos que subsistem, mesmo se os acionistas minoritários se mostram passivos e se sentem, na maioria das vezes, desestimulados a votar.⁵³¹

Em primeiro lugar, o voto proporcional incentiva e facilita o funcionamento eficaz do mercado de controle acionário.⁵³² Em contrapartida, normas de votação desproporcional, como as ações sem direito a voto, as ações com direito de voto plural ou os limites de voto, servem geralmente de defesa contra aquisições hostis, eliminando ou enfraquecendo o mercado de controle acionário como um freio disponível contra a má administração. Contudo, mesmo se os acionistas minoritários se mostram apáticos e o mercado de controle acionário resta indisponível por causa da propriedade concentrada, a regra “uma-ação-um-voto” ainda pode ajudar a melhorar os incentivos para os acionistas controladores.

Ao disjuntar os direitos de voto do interesse econômico subjacente na sociedade, os desvios da regra “uma-ação-um-voto” criam incentivos a uma tomada de decisão ineficiente. De modo específico, as regras de votação desproporcionais são usadas com frequência para permitir que um acionista detentor de menos da maioria do capital

⁵³⁰ ADAMS, Renée; FERREIRA, Daniel. One Share-One Vote: The Empirical Evidence. *Review of Finance*, Oxford, v. 12, n. 1, p. 51-91, 2008, p. 52 (“[a] ideia de que o princípio ‘uma ação-um voto’ é desejável pode ser considerada a visão predominante na literatura”). Adams e Ferreira pesquisam a literatura empírica sobre as consequências econômicas da regra uma-ação-um-voto e postulam que, embora “as conclusões da literatura empírica sobre a desproporcionalidade da participação acionária discordem com frequência”, “há algum apoio na literatura para a hipótese de que os desvios da regra uma-ação-um-voto afetam negativamente o valor das ações externas”. *Id.*, p. 85-5. Ver também BURKART, Mike; LEE, Samuel. One Share-One Vote: The Theory. *Review of Finance*, Oxford, v. 12, n. 1, p. 1-49, 2008, p. 1 (resenham a literatura econômica teórica e concluem que resta “uma questão aberta saber se a obrigatoriedade de uma-ação-um-voto melhoraria a qualidade da governança corporativa”).

⁵³¹ Ver HANSMANN, Henry. *Ownership of Enterprise*. Cambridge, MA: Harvard University Press, 1996, p. 11 e ss. (descreve o papel dos direitos de voto “formais” em diferentes estruturas empresariais mesmo se os acionistas da empresa possam escolher não exercê-los).

⁵³² Ver, e.g., HARRIS, Milton; RAVIV, Artur. Corporate Governance: Voting Rights and Majority Rules. *Journal of Financial Economics*, Rochester, v. 20, n. 1-2, p. 203-235, Jan./Mar. 1988.

acionário da sociedade exerça um controle incontestado sobre a companhia. Este tipo de “estrutura de minoria controladora”, como designada por Bebchuk, Kraakman e Triantis, cria distorções graves nos incentivos dos acionistas controladores minoritários, comparados aos incentivos dos acionistas controladores que também detêm a maioria das ações de uma sociedade.⁵³³

Só se pode “roubar” algo que pertence a outrem. Segundo esta lógica, a oportunidade e os incentivos para que os acionistas controladores pratiquem a expropriação dos minoritários, através da transferência ilícita de ativos para si (*tunneling*), aumentam à medida que o seu interesse acionário na sociedade diminui. E, como mostra o modelo de Bebchuk, Kraakman e Triantis, “à medida que o tamanho dos direitos de participação econômica detidos diminui, o tamanho dos custos de agência aumenta, não de modo linear, mas sim num ritmo que acelera rapidamente”.⁵³⁴ Por conseguinte, a regra “uma-ação-um-voto” também pode aumentar a proteção dos investidores e a eficiência administrativa, vinculando o controle incontestado à propriedade de uma maioria (ou quase maioria) do capital acionário da empresa.⁵³⁵

Ainda assim, a justificativa econômica para se impor uma proibição total dos esquemas de votação diferentes de um voto por ação pode parecer dúbida à primeira vista. Se as mudanças posteriores dos direitos dos acionistas minoritários, através de recapitalizações com duas classes de ações (*dual-class recapitalizations*), são mais obviamente problemáticas (e por isso são proibidas nos EUA), a mera legali-

⁵³³ Para um modelo que mostra o aumento exponencial dos custos de agência nas estruturas com minoria controladora, ver TRIANTIS, George G.; BEBCHUK, Lucian A.; KRAAKMAN, Reinier H. *Stock Pyramids, Cross-Ownership, and Dual-Class Equity: The Creation and Agency Costs of Separating Control from Cash Flow Rights*. In: MORCK, Randall (Ed.). *Concentrated Corporate Ownership*. Chicago: University of Chicago Press, 2000, p. 295-315.

⁵³⁴ *Id.*, p. 296.

⁵³⁵ De fato, muitas das empresas cotadas no segmento do Novo Mercado da Bolsa de Valores de São Paulo, que proíbe a emissão de ações sem direito a voto, ainda têm um acionista controlador que detém a maioria das ações da empresa. Ver GORGA, Érica. *Changing the Paradigm of Stock Ownership from Concentrated Towards Dispersed Ownership? Evidence from Brazil and Consequences for Emerging Countries*. *Northwestern Journal of International Law & Business*, Chicago, v. 29, n. 2, p. 439-554, Spring 2009, p. 523 (constata que quase 30% das empresas do Novo Mercado na sua amostra têm um acionista majoritário). Embora a presença de um acionista controlador certamente debilite o mercado do controle acionário, ainda pode ser considerada uma melhora comparada ao predomínio histórico das estruturas com minoria controladora no mercado de capitais brasileiro.

dade dos esquemas de votação alternativos revela-se certamente inócua do ponto de vista econômico. *Ex ante*, espera-se que os investidores estejam indispostos a investir nesses títulos ou que reduzam devidamente o preço das ações, a fim de contabilizar a probabilidade de uma expropriação futura.⁵³⁶

Todavia, uma abordagem com mais nuances sugere que a eficiência da regra “uma-ação-um-voto” não pode ser avaliada independentemente do grau de proteção dos investidores, conferido por um sistema jurídico dado. Num sistema que dissuade de modo adequado as operações de autonegociação (*self-dealing*), os incentivos estruturais para o bom comportamento conferidos por um esquema “uma-ação-um-voto” podem ser desnecessários – o que possivelmente justifica uma maior flexibilidade para que companhias e acionistas ajustem as suas estruturas de capital e voto. Vale notar que, tanto nos EUA como no Reino Unido – países que proporcionam níveis relativamente altos de proteção dos investidores mas, por outro lado, permitem direitos de voto díspares –, a regra “uma-ação-um-voto” ainda é a norma na prática corporativa.⁵³⁷ Isto sugere que, quando a proteção dos investidores é mais forte e as oportunidades de expropriação, mais fracas, haverá pouco incentivo para um afastamento do esquema eficiente de se atrelarem os direitos de voto aos direitos de participação econômica.

Nada obstante, nos países que oferecem níveis mais baixos de proteção jurídica dos investidores – como foi historicamente o caso do Brasil – a regra “uma-ação-um-voto” pode servir como um substituto estrutural de padrões jurídicos mais complexos e técnicas sofisticadas de aplicação do Direito para esta proteção. Isto explica por que a Bolsa

⁵³⁶ Ver, e.g., GILSON, Ronald J. *Evaluating Dual-Class Common Stock: The Relevance of Substitutes*. *Virginia Law Review*, Charlottesville, v. 73, n. 5, p. 807-844, Aug. 1987 (argumenta que a permissibilidade de “ações com direito de voto limitado se reflete num preço reduzido, de modo que os acionistas da companhia no momento em que ela abre seu capital, e não os adquirentes, arcam com o custo”); GORDON, Jeffrey N. *Ties that Bind: Dual-Class Common Stock and the Problem of Shareholder Choice*. *California Law Review*, Berkeley, v. 76, n. 1, p. 1-77, Jan. 1988 (constata que recapitalizações de classe dupla têm efeito negativo sobre o patrimônio dos acionistas). Mas ver MORCK, Randall; WOLFENZON, Daniel; YEUNG, Bernard. *Corporate Governance, Economic Entrenchment, and Growth*. *Journal of Economic Literature*, Pittsburgh, v. 43, n. 3, 655-720, Sep. 2005, p. 655 (argumentam que o controle acionário incontestável “favorece uma gama de problemas de agência e, por isso, uma alocação ruim de recursos” e que “[s]e poucas famílias controlarem grandes extensões de uma economia, esses problemas de governança corporativa podem adquirir uma importância macroeconômica”).

⁵³⁷ Ver *supra* nota 530 e o texto que a acompanha.

de Valores de Nova Iorque (NYSE) incluiu o requisito “uma-ação-um-voto” como parte dos seus padrões de listagem em 1926, época na qual a maioria das hoje habituais proteções jurídicas dos investidores ainda era embrionária. De fato, foi só em 1986 – depois de mais de meio século de desenvolvimento do Direito Societário e do Mercado de Capitais – que a NYSE enfim abandonou esse requisito de listagem.⁵³⁸ Justamente quando a prática societária nos EUA havia começado a descartar as ações sem direito a voto nos anos 1920 e 1930, o Brasil emendou as suas leis para seguir o modelo dos EUA, permitindo a emissão de ações preferenciais sem direito a voto, um tipo de valor mobiliário que se tornaria comum nas suas empresas estatais emergentes.⁵³⁹

A depressão dos anos 1930 desencadeou uma maior intervenção do Estado na economia, através de controles de preço e restrições às importações. Embora não tenha criado novas empresas nesse período, aumentou a sua participação nas indústrias em que tinha um envolvimento anterior. Enquanto a maioria das companhias ferroviárias oitocentistas gozava de dividendos publicamente garantidos mas tinha como proprietários acionistas privados, em 1929 o governo adquiriu dois terços das estradas de ferro do País, uma porcentagem que aumentaria ainda mais nos anos seguintes.⁵⁴⁰

Com a constituição da Companhia Siderúrgica Nacional (CSN) em 1941 (aço) e da Companhia Vale do Rio Doce (CVRD) em 1942 (mineração), o Brasil conheceu a emergência das primeiras empresas de grande porte nas quais o governo era acionista controlador desde o começo.⁵⁴¹ A

⁵³⁸ Para um panorama e análise do histórico da regra de listagem da NYSE que estipula um voto por ação, ver SELIGMAN, Joel. Equal Protection in Shareholder Voting Rights: The One Common Share, One Vote Controversy. *George Washington Law Review*, Washington, D.C., v. 54, p. 687-724, Aug. 1986 (conclui que “ações ordinárias sem direito a voto ou com direitos de voto desproporcionais são o equivalente em Direito Societário da fixação de preços. É um dos muito poucos mecanismos que devem ser proscritos para que um sistema de mercado opere com eficiência”). *Id.*, p. 88.

⁵³⁹ Ver Capítulo II *supra* para uma discussão mais detalhada da lei brasileira de 1932.

⁵⁴⁰ EVANS, Peter. *Dependent Development: The Alliance of Multinational, State and Local Capital in Brazil*. Princeton: Princeton University Press, 1979, p. 84. A propriedade estatal de ferrovias subiria posteriormente para 71% em 1937, 77% em 1945 e 94% em 1953. SUZIGAN, Wilson. As Empresas do Governo e o Papel do Estado na Economia Brasileira. In: REZENDE, Fernando *et al.* (Eds.). *Aspectos da Participação do Governo na Economia*. Rio de Janeiro, IPEA, 1976, p. 77-107.

⁵⁴¹ Ver Decreto-Lei 3.002 (30 de janeiro de 1941) (constitui a CSN) e Decreto-Lei 4.352 (1º de junho de 1942) (constitui a CVRD). Ver PINTO JUNIOR, *supra*

CSN, responsável pela construção da siderúrgica de Volta Redonda durante a II Guerra Mundial, foi a primeira dessas companhias. O *Eximbank*, dos EUA, em troca do apoio brasileiro na guerra, concedeu um empréstimo generoso para o financiamento parcial de sua criação.⁵⁴² Por ser uma sociedade de economia mista, o governo federal tinha o controle incontestado da CSN, que deveria ser financiada parcialmente por acionistas privados.⁵⁴³ Numa campanha de imprensa de grande escala, mais tarde descrita como uma “verdadeira cruzada nacional”,⁵⁴⁴ o governo apelou para motivações patrióticas no incentivo às subscrições da CSN, também autorizando a Fazenda a transferir para empresas e cidadãos brasileiros parte das ações que tinha antes subscrito, com prestações posteriores pagas diretamente à siderúrgica. No entanto, apesar destes esforços, o governo não conseguiu obter mais de um terço dos montantes oferecidos para subscrição privada.⁵⁴⁵

O impulso para a criação desses gigantes nacionais veio de uma combinação de “questões de segurança nacional diante da guerra mundial em curso” e “uma falta *gerschenkroniana* de capital privado para financiar a industrialização”.⁵⁴⁶ O Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico (BNDE), criado em 1952 e depois renomeado para Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES),⁵⁴⁷ tornou-

nota 507, p. 23 (nota que o Estado brasileiro fez incursões em atividades empresariais nos anos 1940 sobretudo criando novas empresas, e não nacionalizando as que existiam, como era o caso na Inglaterra, França e Itália).

⁵⁴² Para uma descrição do apoio inicial dos EUA e do bem-sucedido desempenho subsequente da CSN, ver AMSDEN, Alice H. *The Rise of “the Rest”: Challenges to the West from Late-Industrializing Economies*. New York, Oxford University Press, 2001, p. 96-98. Na condição de maior credor da empresa, o Eximbank exigiu que “a administração incluísse administradores e engenheiros treinados nos Estados Unidos”. *Id.*, p. 97.

⁵⁴³ A CSN foi criada pelo Decreto-Lei 3.002, de 1941. De acordo com seu estatuto federal, o presidente do Brasil tinha o direito de nomear o presidente da companhia, enquanto os acionistas deviam eleger os outros diretores. *Id.*, art. 15.

⁵⁴⁴ LEVY, Maria Bárbara. *A Indústria do Rio de Janeiro através de Suas Sociedades Anônimas*. Rio de Janeiro: Editora UFRJ, 1994, p. 270.

⁵⁴⁵ *Id.*, p. 271.

⁵⁴⁶ Ver em geral GERSCHENKRON, Alexander. *Economic Backwardness in Historical Perspective*. Cambridge, MA: Belknap Press of Harvard University Press, 1962. Ver também PINTO JUNIOR, *supra* nota 507, p. 25 (atribui a ascensão da propriedade estatal no Brasil, entre outras coisas, à falta de um mercado de capitais vibrante capaz de financiar empreendimentos industriais de grande porte).

⁵⁴⁷ O BNDE foi criado pela Lei 1.628, de 1952, como uma agência do governo federal, mas foi transformado numa sociedade anônima integralmente estatal

-se uma fonte importante de financiamento de empresas públicas antes de trocar de papel e atuar como um dos principais financiadores do setor privado nas décadas subsequentes.⁵⁴⁸ Em 1953, o governo federal constituiu mais uma sociedade de economia mista – que se tornaria a gigante petrolífera global, Petrobras –, após uma campanha publicitária popular baseada no mote nacionalista “O petróleo é nosso”.⁵⁴⁹ Se, de início, a CSN e o BNDE receberam empréstimos do governo dos EUA relacionados aos esforços de cooperação na guerra, a maioria das empresas estatais foi financiada principalmente por meio da poupança forçada oriunda de impostos.⁵⁵⁰

Ao longo deste trabalho, as sociedades de economia mista são definidas, em termos sobretudo funcionais, como empresas nas quais o Estado partilha a propriedade com investidores privados.⁵⁵¹ Como observou o eminente jurista brasileiro Pontes de Miranda, “o conceito de ‘sociedade de economia mista’ é econômico e financeiro, e não propriamente um conceito jurídico”.⁵⁵² É certo, porém, que, depois de diversos avanços legislativos, os juristas debateram extensamente o conceito jurídico de sociedade de economia mista e adotaram, em geral, definições mais estreitas que exigem: controle estatal majoritário, adminis-

pela Lei 5.562, de 1971. As propostas iniciais de estabelecer o banco como uma sociedade de economia mista acabaram sendo rejeitadas por causa da falta de interesse privado em projetos de financiamento de longo prazo e da exigência do Banco Mundial de uma garantia do governo em troca dos seus empréstimos para o Banco. Ver CAMPOS, Roberto. *A Lanterna na Popa*. Rio de Janeiro: Topbooks, 1994, p. 191 (para uma descrição do processo que levou à criação do BNDE).

⁵⁴⁸ BAER, Werner; VILLELA, Annibal V. The Changing Nature of Development Banking in Brazil. 22 *Journal of International Studies and World Affairs*, Corai Gables, v. 22, n. 4, p. 423-440, Nov. 1980, p. 425-34 (informam que a parcela dos fundos do Banco alocada ao setor privado com relação às empresas públicas cresceu de menos de 10% nos seus primeiros anos para mais de 80% em meados dos anos 1970).

⁵⁴⁹ Lei 2.004 (3 de outubro de 1953).

⁵⁵⁰ MARTINS, Luciano. *Estado Capitalista e Burocracia no Brasil Pós-64*. Rio de Janeiro, Paz e Terra, 1985, p. 60.

⁵⁵¹ Como adverte Toshio Mukai, essa é uma definição mais econômica que jurídica das sociedades de economia mista. Ver MUKAI, Toshio. A Sociedade de Economia Mista na Lei das S.A. *Revista de Direito Administrativo*, Rio de Janeiro, v. 136, p. 297, Abr.-Jun. 1979, p. 297.

⁵⁵² MIRANDA, Francisco Cavalcanti Pontes de. Parecer, Sociedades de Economia Mista – Autarquias – Fábrica Nacional de Motores – Emissão de Debêntures. *Revista de Direito Administrativo*, Rio de Janeiro, v. 29, p. 454, Jul.-Set. 1952, p. 461.

tração pública e privada conjunta, autorização legislativa específica e a persecução de objetivos públicos, além da propriedade pública e privada compartilhada.⁵⁵³

Inicialmente por prática, e depois por lei, as sociedades de economia mista no Brasil tinham necessariamente de ser organizadas como sociedades anônimas.⁵⁵⁴ Como tais, as sociedades de economia mista são, via de regra, sujeitas à Lei das S.A., salvo na medida em que o seu estatuto social legal derogasse o regime padrão de Direito privado. Por exemplo, é comum que as leis que autorizem a criação de sociedades de economia divirjam da legislação do anonimato ao prever a nomeação, pelo presidente da República, do diretor presidente da companhia.⁵⁵⁵ As eleições dos membros do conselho de administração, em contrapartida, ficam normalmente sujeitas às normas gerais de Direito Societário – o que assegura, de qualquer forma, que o Estado, assim como qualquer outro acionista majoritário numa companhia privada, possa indicar pelo menos a maioria dos conselheiros.⁵⁵⁶

Em 1940, o Brasil promulgou uma nova Lei das S.A. (Decreto-Lei 2.627), concebida principalmente com vistas à realidade então exis-

⁵⁵³ Nem a Constituição do Brasil de 1988 nem a atual Lei das S.A. contém uma definição de sociedade de economia mista. O Decreto-Lei 200, de 1967, art. 5º, III, define sociedade de economia mista como “a entidade dotada de personalidade jurídica de direito privado, criada por lei para o exercício de atividade de natureza mercantil, sob a forma de sociedade anônima, cujas ações com direito a voto pertençam, em sua maioria, à União ou a entidade da Administração Indireta”. Ver 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. 151-152, p. 256 e ss., 2009, p. 258-60, para uma excelente discussão do conceito jurídico de sociedade de economia mista no Direito brasileiro.

⁵⁵⁴ Decreto-Lei 200, de 1967, art. 5º, III. Na vasta maioria dos países, as sociedades de economia mista são organizadas como sociedades anônimas. Uma exceção é a Alemanha, onde as sociedades de economia mista historicamente assumiram a forma de companhias de responsabilidade limitada (*Gesellschaft mit beschränkter Haftung* – GmbH) e também de sociedades anônimas (*Aktiengesellschaft* – AG). Ver SANTOS, Theophilo de Azeredo. *As Sociedades de Economia Mista no Direito Brasileiro*. Rio de Janeiro: Forense, 1964, p. 13.

⁵⁵⁵ Veja-se, exemplificativamente, o art. 24 do atual estatuto social do Banco do Brasil S.A. (“A administração do Banco competirá à Diretoria Executiva, que terá entre dez e trinta e sete membros, sendo: I – o Presidente, nomeado e demissível ‘ad nutum’ pelo Presidente da República”. Disponível em: <<http://www.bb.com.br/docs/pub/siteEsp/ri/pt/dce/dwn/EstatutoSocial.pdf>>. Acesso em: 6 jan. 2012.

⁵⁵⁶ *E.g., id.*, art. 18 (“[o] Conselho de Administração será composto por acionistas, ceitos pela Assembleia Geral...”).

tente, dentro da qual a vasta maioria das sociedades anônimas era controlada por famílias. A nova lei não incluía nenhuma disposição especial acerca das sociedades de economia mista, embora o seu redator, Miranda Valverde, ao elaborar o novo conjunto de normas, tivesse em mente o crescimento esperado das empresas estatais. Na sua exposição de motivos à nova lei, Valverde considerava a provável emergência das sociedades de economia mista como a única esperança de se reverter o *status quo* de estagnação do mercado de capitais.⁵⁵⁷ O sucesso das sociedades de economia mista, na sua visão, dependeria da “maneira como a companhia será administrada, da competência e responsabilidade dos seus administradores, da parcimônia nas despesas e da falta de burocracia – tudo como se fosse uma empresa privada”.⁵⁵⁸

Não obstante, mesmo as normas lenientes do Direito Societário brasileiro se mostraram demasiado inconvenientes para o governo como acionista controlador de um número crescente de sociedades de economia mista. Naquela época, a solução governamental foi a promulgação de decretos especiais *ad hoc* que isentavam as companhias por ele controladas das exigências legais que, na sua análise, mostravam-se mais incômodas. No mesmo ano da promulgação da nova Lei das S.A., de 1940, o presidente da República emitiu um decreto que isentava as sociedades anônimas de propriedade do governo federal das disposições da lei societária que autorizava membros do conselho fiscal a examinar os livros e registros da companhia, assim como também isentava da norma que ordenava a alocação de 5% do lucro líquido a fundos de reserva mínimos.⁵⁵⁹ O governo federal defendia a legitimidade do tratamento jurídico especial conferido às empresas estatais, com a justificativa de que tal tratamento era necessário para a proteção das instituições públicas da “curiosidade dos acionistas”; curiosidade que

⁵⁵⁷ VALVERDE, Trajano de Miranda. *Exposição de Motivos ao Anteprojeto convertido em Decreto-Lei n. 2.627 de 1940*. 1940 (“é possível que o governo, com o tempo, possa ser capaz de mudar essa situação [do mercado de capitais subdesenvolvido], estabelecendo sociedades de economia mista para a realização de empreendimentos de interesse geral”).

⁵⁵⁸ *Id.* (observa que “[a]s grandes companhias nacionais, que são organizadas como sociedades anônimas, começaram como empresas familiares. E muitas das que existem hoje estão impregnadas de caráter familiar. Não temos um mercado financeiro e é evidente que nossas bolsas de valores são profundamente anêmicas. Há uma ausência total daquela economia criativa que procura assumir os riscos inerentes às atividades industriais e comerciais porque existe a probabilidade dos lucros correspondentes”).

⁵⁵⁹ Decreto 2.928, de 1940.

levava a pressões por pagamento de dividendos.⁵⁶⁰ Valverde notou posteriormente que essa lei procurava evitar a divulgação pública e a pressão dos investidores – tudo isto devido às “reservas astronômicas” do Banco do Brasil.⁵⁶¹

Alguns anos mais tarde, o governo federal promulgou mais um decreto a isentar as sociedades anônimas controladas pelo governo da disposição da Lei das S.A. que limitava a emissão de ações preferenciais sem direito a voto à metade do capital acionário total da empresa.⁵⁶² A Exposição de Motivos ao Decreto 6.464, de 1944, dizia que, embora a limitação legal da emissão de ações preferenciais sem direito a voto fosse razoável quando aplicada às sociedades anônimas do setor privado, tal norma era desnecessária quando o Estado detinha o controle. As sociedades anônimas controladas pelo governo – argumentava-se – gozavam de mais favores e garantias do que as empresas privadas, o que justificava a exceção à norma geral. Esta exceção, por sua vez, permitiria às sociedades de economia mista “expandir seus negócios sem a obrigação de usar os recursos orçamentários para subscrever novas ações a fim de manter o controle do governo nessas empresas, especialmente no momento atual em que há grandes somas de capital privado inativo e um interesse crescente nas iniciativas industriais e comerciais do Estado”.⁵⁶³

A partir de 1964, o governo militar, então no poder, lançou uma série de políticas ambiciosas para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro.⁵⁶⁴ Nesse ano, o recém-empossado governo Castello Branco implementou a sua primeira “política de incentivos para a evolução do mercado de capitais”, inaugurando o tratamento fiscal favorá-

⁵⁶⁰ LEVY, *supra* nota 544, p. 257.

⁵⁶¹ VALVERDE, Trajano de Miranda. *Sociedade por Ações*. 3. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1959, p. 37.

⁵⁶² Decreto-Lei 6.464, de 1944.

⁵⁶³ Exposição de Motivos ao Decreto-Lei n. 6.464. Transcrita in: LACERDA, J. C. Sampaio de. *Noções Fundamentais sobre Sociedades Anônimas*. Rio de Janeiro: Nacional de Direito, 1956, p. 169.

⁵⁶⁴ O programa era parte de um conjunto de políticas anti-inflacionárias então recentes que, ao restringir os empréstimos governamentais para o setor privado, desencadeou uma grave escassez de capital de giro em muitas empresas. Para uma descrição detalhada dessas políticas, ver TRUBEK, David M.; VIEIRA, Jorge Hilário Gouvêa; SÁ, Paulo Fernandes de. *O Mercado de Capitais e os Incentivos Fiscais*. Rio de Janeiro, Tr-Apec, 1971, p. 113; TRUBEK, David M. *Law, Planning and the Development of the Brazilian Capital Market*. N.Y.U. Graduate School of Business Administration, Institute of Finance Bulletin ns. 72-73, 1971.

vel para investidores e companhias abertas.⁵⁶⁵ Esta abordagem, todavia, não conseguiu induzir um número significativo de companhias a abrir o seu capital nas bolsas locais, mesmo após mudanças que enfraqueceram sucessivamente as suas exigências.⁵⁶⁶

Desapontado com o fracasso das suas políticas iniciais, mas não desencorajado, o governo decidiu reforçar a sua “estratégia de incentivos” não confrontacional, acrescentando outros subsídios do lado da demanda. Em particular, em 1967 o governo promulgou o Decreto-Lei 157, que permitia aos contribuintes alocar uma parte do seu imposto de renda federal devido, para fazer investimentos pessoais em companhias abertas através de certos fundos mútuos (os “Fundos 157”) – tornando, assim, a compra de ações em companhias cotadas essencialmente gratuita da perspectiva do acionista, já que o preço era pago pelo governo federal. Não surpreende que tal medida tenha desencadeado um fluxo maciço de fundos para as companhias abertas e levado a uma explosão do mercado de capitais brasileiro.⁵⁶⁷

A importância destes incentivos para o crescimento do mercado acionário no final dos anos 1960 foi tanta, que rumores sobre a interrupção iminente dos subsídios levaram a Bolsa de Valores do Rio de Janeiro a fechar em protesto.⁵⁶⁸ Além disso, o governo reforçou mais ainda a criação de demanda obrigatória por ações nacionais, impondo a exigência legal de que os fundos de pensão e as companhias de seguro investissem uma porcentagem mínima das suas carteiras no mercado de ações local.⁵⁶⁹ Como afirma Ary Oswaldo Mattos Filho, as políticas públicas do governo para desenvolver o mercado de capitais nos anos 1960 deram origem à “inusitada figura do acionista compulsório”.⁵⁷⁰

⁵⁶⁵ TRUBEK; VIEIRA; SÁ, *supra* nota 564.

⁵⁶⁶ Os critérios para que uma empresa fosse considerada uma companhia aberta elegível para subsídios fiscais sofreram diversas mudanças num curto período de tempo. Eles iam da exigência de uma difusão progressiva das ações com direito a voto até 50% do capital total à mera suficiência dos padrões de volume de negociação. *Id.*

⁵⁶⁷ No final de 1967, o volume de negociação nas bolsas de valores brasileiras havia subido 91%. *Id.*, p. 150.

⁵⁶⁸ Ver TRUBEK; VIEIRA; SÁ, *supra* nota 564, p. 151.

⁵⁶⁹ Ver, e.g., RABELO, Flávio M.; VASCONCELOS, Flávio C. Corporate Governance in Brazil. *Journal of Business Ethics*, Berlin, v. 37, n. 3, p. 321-335, May 2002, p. 329.

⁵⁷⁰ Ver MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. Prefácio. In: PRADO, Roberta Nioac. *Oferta Pública de Ações Obrigatória nas S.A.* – Tag Along. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

No entanto, e por ironia, foi justamente durante a tentativa do governo militar de fomentar o mercado privado de valores mobiliários que aconteceu a verdadeira explosão do número de empresas estatais no País.⁵⁷¹ Intencionalmente ou não, as sociedades de economia mista acabaram sendo as principais beneficiadas pela demanda cativa criada pelo programa governamental de incentivo ao desenvolvimento do mercado de capitais por meio da poupança forçada.⁵⁷² Como observaram os economistas à época, “o que começou como uma reforma institucional para promover a capitalização de baixo custo do crescimento do setor privado tornou-se, na verdade, um veículo para a expansão do capital das empresas públicas”.⁵⁷³

As sociedades de economia mista eram, via de regra, menos arriscadas, detendo posições monopolísticas e praticando uma política de dividendos generosa. Muitas empresas controladas pelo governo constituíam sociedades de economia mista que constavam entre as “blue chips” negociadas nas bolsas de valores brasileiras. De acordo com algumas estimativas, as ações das sociedades de economia mista no Brasil revelavam-se tão lucrativas que foram um dos melhores investimentos em todo o mundo nos anos 1950 e 1960.⁵⁷⁴ Responsáveis por 75% do volume de negociação do mercado nacional, os títulos emitidos por sociedades anônimas estatais estavam entre “os queridinhos” do mercado de capitais brasileiro e figuravam como um dos principais alvos da febre especulativa do Brasil no início dos anos 1970.⁵⁷⁵

A demanda por novas ofertas de ações das empresas estatais subiu 84% entre 1974 e 1975, comparada ao crescimento de apenas 32%

⁵⁷¹ SUZIGAN, *supra* nota 540, p. 90.

⁵⁷² BARROS, José Roberto Mendonça de; GRAHAM, Douglas H. Brazilian Economic Miracle Revisited: Private and Public Sector Initiative in a Market Economy. *Latin American Research Review*, Pittsburgh, v. 13, n. 2, p. 5-38, 1978, p. 20 (constatam que “as empresas estatais, e não as empresas privadas, eram as principais beneficiárias [dos incentivos fiscais]. Essas empresas representavam a ampla maioria das novas emissões e seu peso predominava na negociação diária da bolsa”).

⁵⁷³ *Id.*, p. 11.

⁵⁷⁴ NESS JR., Walter L. A Empresa Estatal no Mercado de Capitais. *Revista Brasileira de Mercado de Capitais*, Rio de Janeiro, p. 359, Set./Dez. 1978, p. 369. Não obstante, as empresas estatais geralmente tinham uma relação preço/patrimônio abaixo da média do mercado, o que mostra talvez a permanência das reservas dos investidores quanto ao controle governamental. *Id.*, p. 369.

⁵⁷⁵ MARTINS, *supra* nota 550, p. 71. Para uma descrição da expansão e quebra especulativa de 1971, ver LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A Lei das S.A.* 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1997, vol. 1, p. 127-128.

das ofertas do setor privado.⁵⁷⁶ Em 1975 o governo chegou até a proibir temporariamente as empresas estatais mais destacadas de novas ofertas públicas, para não desviar os escassos fundos dos emittentes privados.⁵⁷⁷ No fim das contas, o resultado foi os subsídios fiscais do governo, embora altamente regressivos,⁵⁷⁸ voltarem em grande parte (mas de modo algum por inteiro) para o próprio Estado.⁵⁷⁹

⁵⁷⁶ *Id.*

⁵⁷⁷ SIMONSEN, Mário Henrique. *O Brasil e as Multinacionais* (conferência apresentada pelo Ministro da Fazenda Mário Henrique Simonsen à Comissão de Economia da Câmara dos Deputados do Brasil). Ministério da Fazenda, 8 de outubro de 1975.

⁵⁷⁸ NESS JR., Walter Lee. Financial Markets Innovation as a Development Strategy: Initial Results from the Brazilian Experience. *Economic Development and Cultural Change*, Chicago, v. 22, n. 3, p. 453-472, Apr. 1974, p. 454 (atribui à natureza não democrática do governo militar brasileiro a factibilidade política de um programa de reforma que beneficiava tão diretamente as classes mais altas). No Brasil daquela época, assim como hoje, a maioria significativa da população não tinha renda suficiente para pagar imposto de renda e, por isso, não podia beneficiar-se diretamente com o programa. Todavia, a política de incentivos do governo, embora regressiva, não era inteiramente ilógica. Primeiro, a decisão de uma empresa de abrir seu capital produz externalidades positivas na medida em que contribui para o aumento da liquidez e, portanto, da atratividade dos mercados locais; nesse sentido, subsídios fiscais podem ajudar a aumentar o número de companhias cotadas levando as empresas a internalizarem os benefícios líquidos das suas ações. Segundo, e mais importante, as leis de tributação empresarial da época efetivamente subsidiavam as empresas familiares e de propriedade concentrada taxando qualquer aumento formal das participações dos acionistas, mesmo se devidos à inflação ou a lucros retidos. As empresas familiares que se valiam mais de laços de parentesco e confiança que de estipulações contratuais para gerir seus assuntos societários optavam frequentemente por não contabilizar tais aumentos de capital e, por conseguinte, pagavam menos impostos. Ver LAMY FILHO, Alfredo Lamy; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A Lei das S.A.* Rio de Janeiro, Renovar, 1992, p. 128 (para uma descrição das considerações fiscais). De fato, o sociólogo (e futuro presidente do Brasil) Fernando Henrique Cardoso considerou as distorções econômicas atribuíveis a leis fiscais inadequadas como um obstáculo mais importante à abertura do capital de empresas familiares de propriedade concentrada no Brasil que uma "mentalidade" enraizada em prol do controle familiar. CARDOSO, Fernando Henrique. *Empresário Industrial e Desenvolvimento Econômico no Brasil*. São Paulo: Difusão Europeia do Livro, 1964, p. 120. Desse ponto de vista, os subsídios fiscais para companhias abertas poderiam, na verdade, ajudar a nivelar as condições de concorrência se comparados aos tributos efetivamente pagos pelas suas congêneres privadas.

⁵⁷⁹ BARROS; GRAHAM, *supra* nota 572, p. 21 ("poder-se-ia argumentar depois que o que o tesouro público perdera em receitas dispensadas através dos in-

A magnitude da expansão das empresas estatais no período é impressionante: 231 empresas públicas foram criadas apenas entre 1966 e 1976.⁵⁸⁰ Em 1974, 22 das 25 maiores empresas da economia brasileira eram controladas pelo governo, e as estatais estavam responsáveis por 49,7% do valor contábil líquido total das mil maiores empresas brasileiras.⁵⁸¹

Nos anos 1970, acadêmicos e formuladores de políticas públicas reconheceram que somente os incentivos fiscais eram insuficientes para fomentar o desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil; reformas jurídicas para o fortalecimento da proteção dos acionistas minoritários também foram consideradas cruciais para o aumento da confiança dos investidores e do interesse por títulos societários. O economista Mário Henrique Simonsen, então ministro da Fazenda, queixou-se da carência de grandes empresas privadas no Brasil: das 20 maiores companhias brasileiras em 1972, 11 eram empresas estatais; 7, controladas por investidores estrangeiros; e apenas 2, controladas por capital privado brasileiro.⁵⁸² Simonsen atribuiu a ausência de grandes empresas privadas no Brasil não à falta de poupança privada (que na verdade abundava), mas à ausência de mecanismos jurídicos que protegessem os acionistas minoritários da expropriação e, assim, incentivassem a agregação de capital.⁵⁸³

centivos fiscais para reforma do mercado de capitais fora ganho novamente graças ao aumento da subscrição de ações de empresas estatais através do mercado de ações").

⁵⁸⁰ MARTINS, *supra* nota 550, p. 67. Ver também TREBAT, Thomas J. *Brazil's State-Owned Enterprises: A Case Study of the State as Entrepreneur*. Cambridge, UK: Cambridge University Press, 1983, p. 36 (observa que houve "não somente o crescimento das empresas públicas no período do pós-guerra, mas também a proliferação dessas entidades sob os governos militares conservadores nos anos 1960 e 1970").

⁵⁸¹ *Brazil Report - A Who's Who of the Brazilian economy prepared by Visão*. 1974, p. 45 [daqui em diante "Visão"]; BARROS; GRAHAM, *supra* nota 572, p. 8.

⁵⁸² SIMONSEN, Mário Henrique. *A Nova Economia Brasileira*. Rio de Janeiro: José Olympio, 1974.

⁵⁸³ SIMONSEN, Mário Henrique. *Brasil 2002*. Rio de Janeiro, Apec, 1972, p. 124. Ver também SIMONSEN, Mário Henrique (Ed.). *O Mercado Brasileiro de Capitais*. 2. ed. Rio de Janeiro: Ministério do Planejamento e Coordenação Econômica, EPEA, 1965 (sustenta que a Lei das S.A. de então não previa as proteções necessárias para os acionistas num mercado de capitais desenvolvido). Entre 1966 e 1969, 75% da formação de capital no Brasil era financiada pela poupança privada, contra 17% de poupança pública e 8% de poupança estrangeira. *Id.*, p. 118.

Simonsen defendeu a ideia de que não havia tipos de sociedades comerciais no Brasil que protegessem ao mesmo tempo a empresa e os seus investidores. As comanditas e as sociedades de responsabilidade limitada protegiam os investidores, que podiam retirar a qualquer momento as suas contribuições de capital, mas deixavam a empresa desamparada. A forma de S.A., ao contrário, permitia aos empreendedores reter o capital investido (já que os acionistas descontentes geralmente não podiam forçar uma dissolução parcial), mas pecava ao não conceder proteção suficiente aos investidores minoritários.⁵⁸⁴ Esta visão refletia-se nas recomendações de uma respeitada publicação comercial da época, que avisava os investidores estrangeiros de que “a Lei das S.A. brasileira especifica vários direitos protetores para os acionistas minoritários, mas eles geralmente são letra morta”.⁵⁸⁵ Conclui-se, então, que “[e]m decorrência disso, a Limitada torna-se um tipo muito conveniente de companhia quando as partes desejam incluir certas medidas protetoras para os sócios minoritários”.⁵⁸⁶

Os defensores de uma nova estrutura jurídica viam o desenvolvimento do mercado de capitais como o único meio de se refrear a crescente incursão do Estado na atividade econômica, que muitos atribuíam à incapacidade do mercado de financiar os investimentos necessários. Num artigo de opinião de 1975, José Luiz Bulhões Pedreira, um dos redatores do anteprojeto da nova Lei das S.A., declarou que “as alternativas são simples, claras, óbvias: ou conseguimos criar no país um mercado primário de valores mobiliários ou o processo de estatização da economia continuará a acelerar exponencialmente”.⁵⁸⁷ A Lei do Mercado de Capitais proposta, que seria promulgada no mesmo ano como complemento à nova Lei das S.A., tinha o objetivo explícito de apoiar o desenvolvimento do mercado de capitais, a fim de “fortalecer a posição do grande capital privado nacional”.⁵⁸⁸

⁵⁸⁴ SIMONSEN, *Brasil 2002*, p. 124. Ver GUINNANE, Timothy et al. Putting the Corporation in Its Place. *Enterprise and Society*, Champaign, v. 8, n. 3, p. 687-729, Sep. 2007, p. 696 (discutem o dilema entre os direitos de saída como mecanismo de proteção dos minoritários nas sociedades em comandita e companhias de responsabilidade limitada e a necessidade de reter capital para investimentos a longo prazo).

⁵⁸⁵ Visão, *supra* nota 581, p. 134.

⁵⁸⁶ *Id.*

⁵⁸⁷ PEDREIRA, José Luiz Bulhões. A Reforma da Lei das S/A. *Jornal do Brasil*, 24 de agosto de 1975. In: LAMY FILHO, Alfredo. *Fundamentos da Reforma das Sociedades Anônimas*. Rio de Janeiro: Associação de Estudos de Direito de Empresa, 1976, p. 158.

⁵⁸⁸ Exposição de Motivos n. 197 pelo Ministro da Fazenda (24 de junho de 1976).

No entanto, logo a seguir ao surgimento de incentivos fiscais generosos e políticas de demanda cativa para induzir as companhias a abrir o seu capital – praticamente todas com famílias ou o Estado como acionista controlador –, o processo de reforma jurídica do Brasil teria de enfrentar uma batalha política feroz. Em 1971, os acionistas controladores das companhias abertas criaram a Associação Brasileira das Companhias Abertas (ABRASCA), que se mostraria bastante influente na oposição às reformas para a proteção dos investidores nos anos e nas décadas subsequentes.⁵⁸⁹ Não somente as famílias controladoras, mas também o Estado, tinham interesse particular em impedir a adoção de reformas jurídicas abrangentes que pudessem redistribuir riqueza e poder societário para os acionistas minoritários. Mais sociedades anônimas controladas pelo governo haviam sido criadas na década que antecedeu a adoção da Lei das S.A. brasileira de 1976 do que nos cem anos anteriores, e muitas dessas empresas figuravam entre as maiores companhias abertas do País.⁵⁹⁰

Nesse contexto, os interesses das sociedades de economia mista estavam entre os fatores que atraíam atenção política considerável para a proposta de reforma da Lei das S.A. Como afirmou o lendário senador Franco Montoro,

o regime jurídico das sociedades anônimas e especialmente sua reforma constituem um elemento da política econômica e mais geralmente um fato político. Essa afirmativa é verdadeira a tal ponto que, hoje, quase todos os setores da vida pública e partes interessadas na política econômica do país se mobilizam para estudar este documento [o projeto de lei], procurando verificar em que medida ele é compatível com os interesses nacionais, com o fortalecimento da empresa privada brasileira, com as prerrogativas e o papel fundamental do Estado e das sociedades de economia mista e com os direitos e interesses legítimos dos acionistas.⁵⁹¹

⁵⁸⁹ Ver COUTINHO, Luciano; RABELO, Flávio Marcílio. Brazil: Keeping It in the Family. In: OMAN, Charles P. (Ed.). *Corporate Governance in Development: The Experiences of Brazil, Chile, India and South Africa*. Washington, D.C.: OECD Publishing, 2004, p. 45 (descrevem a Associação Brasileira das Companhias Abertas como uma “representante tradicional da elite empresarial” que se opôs com sucesso às reformas de governança corporativa). Para uma descrição mais completa, ver também GILSON, Ronald J.; HANSMANN, Henry; PARGENDLER, Mariana. Regulatory Dualism as a Development Strategy: Corporate Reform in Brazil, the U.S. and the EU. *Stanford Law Review*, Stanford, v. 63, n. 3, p. 475-538, Mar. 2011.

⁵⁹⁰ MARTINS, *supra* nota 550, p. 61.

⁵⁹¹ Discurso do senador Franco Montoro. In: BRASIL, Senado. *Anais do Senado*. 1975, p. 489 (grifei).

Dado o vulto das empresas estatais na paisagem corporativa do Brasil, alguns estudiosos defenderam a adoção de uma lei separada para atender às necessidades e às características peculiares das empresas controladas pelo governo – uma proposta que, no entanto, restou derrotada.⁵⁹² Na falta de legislação especial, a abordagem prevalente foi a de que uma única Lei das S.A. se aplicasse igualmente às companhias privadas e estatais. Como explicado na Exposição de Motivos, “[a] lei de sociedades anônimas, além de dispor sobre essa forma de sociedade quando utilizada pelo setor privado, é lei geral das sociedades de economia mista, que por ela se regem, com as derrogações constantes das leis especiais que autorizam a sua constituição”. A Exposição de Motivos ainda nota que, “ao buscar a forma anônima para o empreendimento que promove, o Estado visa a assegurar ao particular, aos quais (sic) oferece associação, os mesmos direitos e garantias de que fruem os acionistas das demais companhias sem prejuízo das disposições especiais da lei federal”.⁵⁹³

A nova Lei das S.A. de 1976 incluiu um novo capítulo, embora surpreendentemente curto, dedicado às sociedades de economia mista.⁵⁹⁴ De acordo com a justificativa do projeto de lei proposta pelos redatores, o objetivo do capítulo era limitar-se ao “mínimo necessário” para “proteger os acionistas minoritários” das sociedades mistas.⁵⁹⁵ O capítulo deixa claro que, exceto quando especificado de modo diverso naquela lei ou em lei federal, as sociedades de economia mista de capital aberto se sujeitam às mesmas normas e regulamentações que a recém-criada Comissão de Valores Mobiliários (CVM) estipulou para as emittentes privadas.⁵⁹⁶

A disposição mais controversa do novo capítulo – a bem da verdade, costumeira segundo os padrões internacionais – isentava as socie-

⁵⁹² Ver, e.g., CRETELLA JÚNIOR, José. *Sociedades de Economia Mista no Brasil. Revista de Direito Administrativo*, Rio de Janeiro, v. 80, p. 34, 1965, p. 37 (defende a adoção de uma lei separada para reger as empresas estatais).

⁵⁹³ Exposição de Motivos n. 196 pelo Ministro da Fazenda (24 de junho de 1976).

⁵⁹⁴ O novo Capítulo IX sobre as sociedades de economia mista continha apenas 8 dos 300 artigos da lei. A reforma de 2001 eliminou mais dois deles, de modo que somente 6 permanecem em vigor.

⁵⁹⁵ LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Justificação do Anteprojeto*. In: LAMY FILHO, Alfredo. *Fundamentos da Reforma das Sociedades Anônimas*. Rio de Janeiro: Associação de Estudos de Direito de Empresa, 1976, p. 25.

⁵⁹⁶ Lei 6.404 de 1976, art. 235. Essa disposição contrasta nitidamente com o direito dos EUA, que isenta o governo dos EUA e as GSEs de várias regulamentações de valores mobiliários. Ver Capítulo V, Seção IV, *infra*.

dades de economia mista dos procedimentos de falência, tornando o governo o responsável pelas obrigações da sociedade.⁵⁹⁷ Vale notar, ainda, que o capítulo impunha expressamente aos diretores e acionistas controladores das sociedades de economia mista os mesmos deveres fiduciários aplicáveis às sociedades anônimas privadas (incorporando, assim, as disposições relevantes por referência), embora permitisse ao governo, em específico, “orientar as atividades da companhia de modo a atender ao interesse público que justificou a sua criação”.⁵⁹⁸ Não obstante, o que parecia uma tensão insolúvel entre deveres fiduciários convencionais e o controle governamental era, no entanto, mais aparente do que real. Na forma enfim adotada, a Lei das S.A. brasileira mostrou-se bastante complacente com as necessidades do governo como acionista controlador.

Os deveres fiduciários impostos pela Lei das S.A. de 1976 eram excessivamente amplos – amplos demais, na verdade, para conseguir limitar de modo efetivo a obtenção de benefícios privados pelos acionistas controladores.⁵⁹⁹ As disposições pertinentes da lei preveem que os acionistas controladores devem respeitar os interesses não somente dos acionistas, mas também dos empregados, da comunidade e até da economia nacional.⁶⁰⁰ A redação legal que definia os deveres fiduciá-

⁵⁹⁷ Ver OECD. *Corporate Governance of State-Owned Enterprises: A Survey of OECD Countries*. Paris: OECD Publishing, 2005, p. 56 (“em muitos casos, as empresas estatais são protegidas em grande medida contra procedimentos de insolvência ou falência pelo seu estatuto jurídico específico”). Considerou-se que essa disposição oferecia, por meio de um custo mais baixo do capital, uma vantagem indevida às empresas estatais com relação às suas concorrentes privadas. A constitucionalidade dessa norma foi questionada depois da Constituição do Brasil de 1988, que prevê expressamente (no seu art. 173) que as empresas públicas são sujeitas ao mesmo regime jurídico que as companhias privadas quanto às obrigações civis, comerciais, fiscais e trabalhistas. A disposição que isenta as sociedades de economia mista dos procedimentos de falência foi eliminada da Lei das S.A. pela Lei 10.303, de 2001, mas o regime excepcional foi reinstaurado mais uma vez pela promulgação da nova Lei de Falências brasileira de 2005 (Lei 11.101, de 2005, art. 2º, I), que isenta expressamente as empresas públicas e mistas das suas disposições.

⁵⁹⁸ Lei 6.404, de 1976, art. 238.

⁵⁹⁹ Sobre os benefícios privados do controle, cf. nota 26 *supra*.

⁶⁰⁰ *Id.*, art. 116 (dispõe que “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”) e art. 117, §1º, alínea a (enumera como casos de abuso pelo acionista controlador o ato de “orientar a companhia para fim estranho ao objeto social ou lesivo ao interesse nacional, ou

rios era excessivamente ampla e fluida. Um regime sofisticado de deveres fiduciários que pudesse dar conta das complicadas táticas dos acionistas controladores exigia do Judiciário brasileiro um grau de capacidade técnica que não estava presente à época. Por isso, os deveres fiduciários não puderam servir de obstáculo efetivo à expropriação dos minoritários.⁶⁰¹

Além disso, um olhar mais atento sobre o novo regime fiduciário aplicável aos acionistas controladores revela que, na medida em que funde o controle acionário ao interesse público, ele não é meramente inócuo, mas positivamente prejudicial. Ao elevar não apenas o Estado, mas também os acionistas controladores privados à posição jurídica de guardiões de uma noção difusa de bem público, a nova Lei das S.A. acabaria por fortalecer a sua posição com relação à da minoria, identificada com interesses meramente privados e egoístas.⁶⁰² Como observa Calixto Salomão Filho, a adoção formal de uma concepção institucional da sociedade anônima no Brasil serviu para aumentar, ao invés

levá-la a favorecer outra sociedade, brasileira ou estrangeira, em prejuízo da participação dos acionistas minoritários nos lucros ou no acervo da companhia, ou da economia nacional". Porém, como notaram certos juristas, na verdade, deveres fiduciários amplos para diferentes partes não tornam mais difícil a vida do fiduciário por causa da tarefa complexa de reconciliar interesses conflitantes, mas sim fácil demais, pois "praticamente qualquer decisão administrativa, não importa quão arbitrária, pode ser racionalizada com a justificativa de que beneficia algum grupo constituinte da sociedade". Sobre as dificuldades associadas aos problemas de múltiplos senhores com respeito aos deveres fiduciários dos diretores, ver MACEY, Jonathan R. An Economic Analysis of the Various Rationales for Making Shareholders the Exclusive Beneficiaries of Corporate Fiduciary Duties. *Stetson Law Review*, Gulfport, v. 21, n. 1, p. 23-44, Fall 1991.

⁶⁰¹ No seu estudo sobre deveres fiduciários societários, publicado mais de 20 anos depois da promulgação da Lei das S.A., Carlos Klein Zanini destaca a escassez continuada de obras doutrinárias e decisões judiciais sobre deveres fiduciários no Brasil. ZANINI, Carlos Klein. A Doutrina dos "Fiduciary Duties" no Direito Norte-Americano e a Tutela das Sociedades e Acionistas Minoritários Frente aos Administradores das Sociedades Anônimas. *Revista de Direito Mercantil, Econômico e Financeiro*. São Paulo, v. 36, n. 109, p. 137-149, 1998, p. 139.

⁶⁰² Para o argumento contrário de que as proteções dos minoritários não devem ser entendidas em termos de interesses egoístas, mas sim à luz da função econômica e social da empresa, ver GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Direito das Minorias na Sociedade Anônima. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 63, p. 106, 1986, p. 109-111 (fornece uma avaliação dos direitos dos minoritários nos termos da Lei das S.A. de 1976 dez anos após sua promulgação).

de limitar, o poder dos acionistas controladores e, logo, o potencial para abusos.⁶⁰³

A substância e o escopo dos deveres fiduciários dos diretores e acionistas controladores estão intimamente ligados ao tradicional debate acerca da finalidade da sociedade anônima ou, no jargão jurídico continental, ao tema do "interesse social". Na sua forma mais elementar, o debate gira em torno de duas visões concorrentes da sociedade anônima: (i) a abordagem contratualista, segundo a qual a S.A. deve servir aos interesses (para alguns, exclusivamente financeiros) dos acionistas enquanto acionistas, e (ii) a abordagem institucional, consoante a qual o fim da S.A. transcende os interesses dos acionistas.⁶⁰⁴

⁶⁰³ SALOMÃO FILHO, Calixto. Sociedade Anônima: Interesse Público e Privado. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 127, p. 7, 2002, p. 15 (observa que um resultado semelhante foi constatado por ocasião da adoção da Lei das S.A. alemã de 1937, que, ao identificar os interesses da sociedade anônima com uma noção mal definida de interesse público, ajudou a aumentar o poder dos acionistas controladores em detrimento dos investidores minoritários).

⁶⁰⁴ Ver, e.g., para uma lista não exaustiva de trabalhos representativos sobre o tema, RATHENAU, Walther. *Vom Aktienwesen. Eine geschäftliche Betrachtung*. Berlin: Fischer Verlag, 1917 (para a articulação de uma concepção institucional da sociedade anônima); JAEGER, Pier Giusto. *L'Interesse Sociale*. Milano: Giuffrè, 1964, p. 145 (para um estudo hoje clássico que esmiúça as abordagens institucional e contratualista da finalidade societária e defende a visão do *interesse sociale* como os interesses coletivos dos acionistas na qualidade de acionistas); FRIEDMAN, Milton. The Social Responsibility of the Corporation Is to Increase Its Profits. *The New York Times Magazine*, New York, 13 de setembro de 1970 (defende a maximização dos lucros como a única finalidade da sociedade anônima). Ver também, para o debate clássico entre Adolph Berle e E. Merrick Dodd nos anos 1930, BERLE, Adolph A. Corporate Powers as Powers in Trust. *Harvard Law Review*, Cambridge, MA, v. 44, n. 7, p. 1049-1075, 1931 (sustenta que os diretores devem agir somente no interesse dos acionistas), e DODD, E. Merrick. For Whom Are Corporate Managers Trustees? *Harvard Law Review*, Cambridge, MA, v. 45, n. 7, p. 1145-1163, 1932, p. 1148 (considera a "sociedade anônima como uma instituição econômica que cumpre um serviço social bem como uma função de obtenção de lucro"). Para obras mais recentes sobre o mesmo assunto, ver ALLEN, William T. Our Schizophrenic Conception of the Business Corporation. *Cardozo Law Review*, New York, v. 14, p. 261-281, 1992 (discute o conceito à luz das duas teorias da sociedade anônima nos termos do Direito do Delaware); BLAIR, Margaret M.; STOUT, Lynn A. A Team Production Theory of Corporate Law. *Virginia Law Review*, Charlottesville, v. 85, n. 2, p. 247-328, Mar. 1999 (oferecem um modelo de produção em equipe da sociedade anônima para contestar a concepção da primazia dos acionistas); SALOMÃO FILHO, *supra* nota 603; HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. The End of History for Corporate Law. *Georgetown Law Journal*, Washington, D.C., v. 89,

Uma análise detalhada deste debate, que representa um dos temas fundacionais do Direito Societário há quase um século, está fora do escopo do presente estudo.

Para os nossos fins, basta dizermos que parece haver uma correlação interessante entre a presença da propriedade estatal (e das sociedades de economia mista em particular) e a adoção de concepções institucionais mais fortes da sociedade anônima num dado sistema jurídico.⁶⁰⁵ É claro que a correlação não implica causalidade.⁶⁰⁶ No entanto, é pelo menos plausível que os interesses do Estado-acionista possam ter desempenhado algum papel no apoio a uma concepção institucional da sociedade anônima nos países onde um número significativo das sociedades de economia mista é regido por leis societárias gerais. Como as sociedades de economia mista não raro perseguem objetivos públicos diversos do lucro, uma abordagem institucional da finalidade societária é mais palatável para os interesses do Estado como acionista controlador sob um regime unitário de Direito Societário.

A escolha de um regime unitário de Direito Societário aplicável às sociedades anônimas de capital tanto privado quanto público harmonizava-se com a postura regulatória geral do governo militar com relação às sociedades de economia mista. O recém-promulgado Decreto-Lei 200, de 1967 – o qual, segundo o seu redator, iniciava uma “revolução silenciosa” na administração pública –, deixava claro que as sociedades de economia mista seriam sujeitas a condições regulatórias “idênticas

n. 2, p. 439-468, June 2001 (declaram que a vitória da primazia dos acionistas é uma questão de evolução histórica); GELTER, Martin. The Dark Side of Shareholder Influence: Managerial Autonomy and Stakeholder Orientation in Comparative Corporate Governance. *Harvard International Law Journal*, Cambridge, MA, v. 50, n. 1, p. 129-194, Winter 2009 (afirmam que os regimes de governança corporativa pró-empregados podem ser uma solução eficaz para os problemas de apropriação que surgem por causa da propriedade acionária concentrada). Para um excelente panorama das visões concorrentes da finalidade e do interesse societário, ver ZANINI, Carlos Klein. *A Dissolução Judicial da Sociedade Anônima*. Rio de Janeiro: Forense, 2005, p. 81-109.

⁶⁰⁵ Ver Capítulo V, Seção II(C), *infra* para uma versão deste argumento nos casos da Alemanha e da França.

⁶⁰⁶ Por exemplo, é possível que um terceiro fator (digamos, inclinações socialistas ou social-democráticas do governo no poder) determinem tanto a teoria jurídica prevalecente com respeito à finalidade societária quanto o nível de propriedade estatal de empresas comerciais num determinado país. Além disso, a causalidade reversa continua uma possibilidade: uma concepção institucional excessivamente forte da sociedade anônima pode erodir a proteção dos investidores, diminuir a atividade do mercado de capitais e, portanto, criar a necessidade de propriedade estatal das empresas de grande porte.

às do setor privado”.⁶⁰⁷ A justificativa para se instituir um quadro regulatório unitário era dupla: buscava-se assegurar a existência de condições equânimes de concorrência para o setor privado e, ao mesmo tempo, aumentar a eficiência das empresas públicas, sujeitando-as às limitações do Direito privado.⁶⁰⁸ De fato, um objetivo essencial da reforma administrativa de 1967 era permitir que o setor público pudesse “operar com a eficiência da empresa privada”.⁶⁰⁹

Em que pesem estes objetivos louváveis, a experiência no Brasil e em outros países sugere que, ao menos no que concerne ao Direito Societário, um regime unitário pode, não restringir a atuação do governo como acionista controlador, mas, ao contrário, ser limitado e comprometido pelos interesses do Estado, pondo-se assim em risco a própria integridade do regime privado de modo geral. Uma avaliação mais recente de Alfredo Lamy Filho, um dos redatores da Lei das S.A. de 1976, esboça um quadro sombrio de tal situação. Na sua visão,

[a] tentativa de utilizar um instrumento de direito privado [a sociedade anônima] não resultou na eficiência desejada. O funcionamento das novas instituições criadas pelo Estado – quais sejam, empresas públicas e mistas – não conseguia mascarar a presença desconfortável de um acionista controlador que gozava de poder soberano, não estava sujeito a restrições de capital, usava agentes estranhos ao universo empresarial (isso quando não fazia dessas empresas o centro do comércio político, com escolhas infelizes) e, nos piores casos, *usava seu poder para mudar as regras do jogo*.⁶¹⁰

⁶⁰⁷ Decreto-Lei 200, de 1967, art. 27, parágrafo único. Para uma excelente descrição da motivação e do processo que levaram à promulgação do Decreto-Lei 200, ver SALINAS, Natasha Schmitt Caccia. Reforma administrativa de 1967: a reconciliação do legal com o real. In: SALINAS, Natasha Schmitt Caccia; MOTA, Carlos Guilherme. *Os Juristas na Formação do Estado-Nação Brasileiro de 1930 aos Dias Atuais*. São Paulo: Saraiva, 2010.

⁶⁰⁸ Além disso, comentaristas sustentaram posteriormente que a unidade do regime jurídico serviu para reforçar a aliança de interesses entre o Estado e as elites brasileiras. Ver PEREIRA, Luiz Carlos Bresser. *Reforma do Estado para a Cidadania*. São Paulo: Editora 34, 1998, p. 172 (afirma que a maior flexibilidade da administração pública obtida com a reforma buscava aumentar a eficiência administrativa do Estado e fortalecer a aliança política entre a burocracia civil e militar do Estado e as elites empresariais).

⁶⁰⁹ CAMPOS, Roberto. *A Lanterna na Popa*, *supra* nota 547, p. 699 (cita uma declaração do presidente Castello Branco sobre os objetivos da reforma administrativa).

⁶¹⁰ LAMY FILHO, Alfredo. O Estado Empresário. In: DIREITO, Carlos Alberto Menezes (Ed.). *Estudos em Homenagem ao Prof. Caio Tácito*. Rio de Janeiro: Editora Renovar, 1997, p. 45.

É difícil exagerar a predominância da propriedade estatal no mercado de ações brasileiro nesse período. Um estudo encomendado pela então recém-criada CVM, em 1978, apenas dois anos depois da promulgação da Lei das S.A., revelou que as sociedades anônimas controladas pelo governo representavam 70,8% do valor de mercado brasileiro e 61% do valor acionário de posse dos acionistas minoritários.⁶¹¹ Isto significava que, sob um sistema unitário de Direito Societário, a integridade do regime regulatório brasileiro dependia da sua força vinculante com relação às sociedades de economia mista.

Não obstante, apesar da linguagem legislativa expressa que sujeitava as empresas estatais cotadas às mesmas regulamentações do mercado de capitais que regiam as sociedades anônimas do setor privado, o Estado como acionista controlador ignorava flagrantemente as regras. A CVM, por sua vez, mostrou não estar disposta a reprimir as ações do governo como acionista controlador quando tais ações infringiam as suas regulamentações. Como consequência, a integridade do mercado de capitais brasileiro e a reputação da CVM como o seu vigilante efetivo sofreram danos significativos.

O notório “Caso Vale”, envolvendo a gigante mineradora Companhia Vale do Rio Doce (CVRD), então controlada pelo governo, ilustra bem este risco.⁶¹² Poucos anos depois da promulgação da Lei das S.A. de 1976, o governo federal instruiu uma corretora para que vendesse no mercado, em segredo, uma quantidade substancial de ações da CVRD, de sua propriedade. Agindo assim, o governo, de modo deliberado, deixou de divulgar previamente a sua intenção de vender um grande bloco de ações, conforme exigido pela Lei do Mercado de Capitais e pelas regras da CVM. Justificou a sua ação apelando para o “interesse público” promovido pela venda das ações, o qual exigia a estabilização dos preços no mercado acionário e o levantamento dos fundos altamente necessários para o financiamento do programa brasileiro de subsídio ao

⁶¹¹ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Valor de Mercado do Capital das Companhias Abertas Brasileiras. *Revista Brasileira de Mercado de Capitais*, Rio de Janeiro, v. 11, p. 289-291, 1978 (também nota que o Estado é sabidamente o maior empreendedor e o maior coletor de poupança dispersa).

⁶¹² O Caso Vale fornece um exemplo paradigmático de violações do Direito Mobiliário pelas empresas estatais, mas não foi um exemplo isolado. Para uma discussão de alegações bombásticas de uso de informações privilegiadas envolvendo a estatal cotada Petrobras (“caso Petrobras”) poucos anos antes, ver NETTO, Horácio de Mendonça; EIZIRIK, Nelson Laks. O Privilégio de Informações e o Caso Petrobras. *Revista Brasileira de Mercado de Capitais*, Rio de Janeiro, v. 10, p. 7, 1978.

etanol (Programa Nacional do Álcool – Proalcool).⁶¹³ Num comunicado emitido pouco depois do incidente, a CVM atribuiu a venda maciça de ações à tentativa do governo de atender às necessidades financeiras da Fazenda, explicando que, assim, o “interesse da nação prevaleceu sobre o princípio da oferta de mercado”.⁶¹⁴

Este caso gerou uma controvérsia significativa entre juristas e participantes do mercado. Os reguladores argumentaram que a credibilidade do mercado de capitais como fonte efetiva de financiamento para as companhias brasileiras exigia de todas as empresas – incluídas as empresas estatais abertas que dominavam o mercado acionário no Brasil – o estrito cumprimento das regulações.⁶¹⁵ Outros comentadores, porém, defenderam a ideia de que o Estado como acionista controlador não estava, e não deveria estar, sujeito às mesmas exigências jurídicas aplicáveis aos acionistas controladores privados.⁶¹⁶ O eminente jurista Arnoldo Wald apelou para o interesse público associado à ação do Estado – e, em particular, para os seus interesses financeiros como acionista vendedor – como uma justificativa do comportamento do governo no Caso Vale:

Quando o Estado pretende desfazer-se de parte de suas ações, usando a estrutura do mercado que foi por ele organizado e obtendo recursos, em virtude da transferência de parte de suas ações aos particulares, mediante uma progressiva privatização das empresas mistas, pretende-se impedir essas operações exigindo um ritual que, de fato, importaria em retirar a liquidez das ações e obrigar a pessoa jurídica de direito público a sempre vender na baixa, realizando prejuízos para própria coletividade.

⁶¹³ EIZIRIK, Nelson Laks. As Lições do “Caso Vale”. *Revista Brasileira de Mercado de Capitais*, Rio de Janeiro, v. 16, p. 12, 1980, p. 18 (cita as justificativas fornecidas pelo Ministro da Fazenda para a transação de venda de ações).

⁶¹⁴ *Id.*, p. 17.

⁶¹⁵ CVM. Inquérito Administrativo CVM 04/80 (10 de outubro de 1980). *Diário Oficial da União*, 29 out. 1980 [daqui em diante “Inquérito Administrativo CVM 04/80”] p. 21581 (nota que, de acordo com uma pesquisa então recente, as companhias estatais representavam 55% do valor de mercado no Brasil e o Estado detinha aproximadamente três quartos do capital dessas empresas).

⁶¹⁶ FONSECA, Herculano Borges da. O Caso Vale: Alienação de Ações de Propriedade da União pelo Regime Especial da Lei n. 4.728/65. *Revista Brasileira de Mercado de Capitais*, Rio de Janeiro, v. 16, p. 4, 1980, p. 8. Fonseca observou que “o Brasil é, de longe, dentre os países de economia de mercado, neocapitalistas, o que apresenta maior número de sociedades de economia mista” e que “[n]ão seria, entretanto, compreensível que as deliberações da CVM fossem colidir com a gestão dos negócios da Fazenda pública ou com a política econômica do Governo”. *Id.*, p. 9.

Efetivamente, de acordo com a lei da oferta e da procura, a simples comunicação de vendas substanciais ou a progressiva realização de alienações contínuas, em lotes pequenos ou médios, tem, como consequência necessária, a baixa das ações, que seria sempre em detrimento do Tesouro Nacional e do interesse público. Assim sendo, como salientou, em recente artigo, o Ministro Octavio Gouvêa de Bulhões, a venda das ações pertencentes à União pode constituir uma fonte de recursos não inflacionários para o atendimento das necessidades do país, não se concebendo, pois, que interesses particulares, por mais respeitáveis que sejam, possam impedir a atividade legal do Governo Federal, na defesa de sua política monetária e na administração racional do seu patrimônio...⁶¹⁷

A CVM acabou por empreender uma investigação administrativa do Caso Vale, mas a sua aplicação do Direito foi bastante leniente.⁶¹⁸ O único participante punido foi o presidente do conselho da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro, também um dos administradores da corretora que realizara a venda das ações. Mesmo assim, a Comissão optou por não infligir a multa máxima possível, argumentando que “na cultura brasileira de mercado – que precisa ser alterada – sempre foi considerado que as ordens dos clientes, especialmente do Governo, não são para ser discutidas, mas sim cumpridas”.⁶¹⁹

A decisão da CVM repreendeu os advogados de defesa por terem sugerido que o governo estava imune às regulamentações do mercado de capitais e que “as ordens do Governo são para serem cumpridas, independentemente de quaisquer outras considerações”.⁶²⁰ Argumentou-se que “[n]ão é viável a existência de um mercado livre, e muito menos de um órgão regulador eficaz e confiável, se a aplicação das regras e princípios do mercado ficar restrita aos participantes privados”.⁶²¹ A Comissão acrescentou que “[n]ão cabe dúvida que [sic] o próprio Governo, como grande acionista dessas companhias abertas, será o maior beneficiário do desenvolvimento de um mercado acionário ativo

⁶¹⁷ WALD, Arnaldo. Do Regime Legal da Venda das Ações de Sociedades de Economia Mista Pertencentes à União Federal. *Revista Brasileira de Mercado de Capitais*, Rio de Janeiro, v. 16, p. 27, 1980, p. 28.

⁶¹⁸ Ver CARVALHOSA, Modesto. *Comentário à Lei de Sociedades Anônimas*. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2009, v. IV, p. 361, para uma crítica à repressão deficiente das violações do Direito Mobiliário no Caso Vale.

⁶¹⁹ Inquérito Administrativo CVM 04/80, *supra* nota 612, p. 21574.

⁶²⁰ *Id.*, p. 21582.

⁶²¹ *Id.*, p. 21581.

e disciplinado”.⁶²² Embora a CVM estivesse certa ao reconhecer que o descumprimento das regulamentações do mercado de capitais pelo governo (e a dificuldade, ou relutância, da Comissão em punir as violações) se revelava prejudicial à confiança no mercado brasileiro, o seu diagnóstico dos interesses do Estado sob um regime jurídico rigoroso foi talvez menos preciso. Como acionista controlador de numerosas empresas cotadas, o governo muitas vezes se encontrava em condições de lucrar, desconsiderando os direitos dos acionistas minoritários ou até se opondo a eles, mesmo em detrimento do desenvolvimento do mercado de capitais do País.

III. As implicações das privatizações no Brasil para o Direito Societário

O modelo tripartido brasileiro de desenvolvimento empresarial – baseado nas empresas estatais, nas companhias privadas nacionais e no capital estrangeiro – logo começou a enfrentar os seus primeiros desafios.⁶²³ Nos anos que se seguiram à lei de 1976, as empresas estatais, até então percebidas como altamente bem-sucedidas e benéficas para a economia, entraram num período de crise.⁶²⁴ No ambiente geral de crise internacional da dívida e de pressões inflacionárias crescentes do final dos anos 1970 e início dos 1980, as empresas estatais passaram a ser cada vez mais utilizadas pelo governo brasileiro como instrumentos de política macroeconômica. Foram forçadas a regular os preços de sua produção, no intuito de controlar a inflação crescente, e a aumentar o seu volume de empréstimos nos mercados internacionais, de modo a proporcionar ao governo a entrada de moeda estrangeira necessária para a administração de um balanço de pagamentos cada vez pior.⁶²⁵ Estas políticas resultaram numa deterioração da condição financeira das empresas estatais, que, combinada a um contexto internacional que favorecia um Estado menor, acabou por dar origem a

⁶²² *Id.*

⁶²³ Para uma descrição e análise minuciosa do modelo tripartido, ver EVANS, *supra* nota 540.

⁶²⁴ BAER, Werner. The Privatization Experience in Brazil. In: PARKER, David; SAAL, David S. (Eds.). *International Handbook on Privatization*. Cheltenham: Edward Elgar, 2003, p. 221 (salienta a “percepção benigna” generalizada de que gozaram, dos anos 1950 aos 1970, as empresas estatais brasileiras, que eram as beneficiárias de uma parte significativa dos empréstimos do Banco Mundial e do USAID para o Brasil).

⁶²⁵ BAER, Werner; VILLELA, Annibal V. Privatization and the Changing Role of the State in Brazil. In: BAER, Werner; BIRCH, Melissa H. (Eds.). *Privatization in Latin America*. Westport: Praeger, 1994, p. 5.

pressões pela privatização de companhias brasileiras. Contudo, foi só nos anos 1990 que um movimento de privatização em larga escala finalmente deslanchou.⁶²⁶

Se a influência dos interesses do Estado no desenvolvimento da Lei das S.A. de 1976 fora sutil, as reformas jurídicas subsequentes, implementadas com vistas ao processo de privatização, forneceriam um exemplo paradigmático da influência do Estado-acionista na modelagem do Direito Societário. De fato, aquela que se constituiu possivelmente na pior reforma do Direito Societário da história brasileira, da perspectiva dos acionistas minoritários, foi promovida pelo próprio governo federal, com a aquiescência das famílias controladoras. Se nos anos 1940 o Estado cuidou dos seus interesses como acionista, isentando-se de normas restritivas do Direito Societário, desta vez o governo brasileiro promoveu emendas às suas normas gerais, aplicáveis a todas as sociedades anônimas do País, com o objetivo de maximizar as suas receitas com o processo de privatização. Embora muitas características do processo de privatização sejam peculiares ao Estado na condição de acionista vendedor, o mecanismo usado pelo governo para obter benefícios privados do controle – a apropriação de um prêmio de controle substancial não disponível para os investidores minoritários – é familiar em transações do setor privado.⁶²⁷

O Programa Nacional de Desestatização (PND), promulgado em lei de 1990, especificava as finalidades e os procedimentos no processo de privatização.⁶²⁸ Os seus objetivos eram numerosos e conflitantes; incluíam simultaneamente “a redução da dívida pública, concorrendo para o saneamento das finanças do setor público” e “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”.⁶²⁹

⁶²⁶ Para uma descrição das três fases do processo de privatização no Brasil, ver PENTEADO, Mauro Rodrigues. *Privatização e Parcerias: Considerações de Ordem Constitucional, Legal e de Política Econômica*. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo, v. 119, p. 9, 2000, p. 10. Segundo Penteado, os antecedentes do movimento de privatização no Brasil remontam à criação da Secretaria de Controle das Empresas Estatais (SEST) pelo governo militar em 1979, que foi seguida pelas primeiras leis que dispuseram sobre a venda de empresas estatais nos governos Sarney e Collor no final dos anos 1980 e início dos 1990. *Id.*

⁶²⁷ Ver GILSON, Ronald J.; GORDON, Jeffrey N. *Controlling Controlling Shareholders*. *University of Pennsylvania Law Review*, Philadelphia, v. 152, n. 2, p. 785-843, Dec. 2003, p. 787.

⁶²⁸ Lei 8.031, de 1990.

⁶²⁹ *Id.*, art. 1º, incisos II e VI. Os outros quatro objetivos do programa eram “I – reordenar a posição estratégica do Estado na economia, transferindo à iniciativa

Não obstante, no contexto brasileiro de parca proteção dos investidores e, por conseguinte, de baixa valorização das ações, não era provável que as ofertas públicas levassem à maximização das receitas na falta de reformas jurídicas profundas. Os formuladores brasileiros de políticas públicas argumentaram que as ofertas públicas de ações não somente fracassariam na maximização das receitas do governo, como também seriam provavelmente incapazes de gerar níveis suficientes de dispersão da propriedade e de desenvolvimento do mercado de capitais para justificar o esforço.⁶³⁰

Estudos empíricos constatariam, mais tarde, que os países que possuíam níveis baixos de proteção jurídica dos investidores e altos níveis de benefícios privados do controle tenderiam a alienar empresas estatais, por meio de vendas em bloco a particulares, em detrimento de ofertas públicas de ações em bolsa – o que denota um comportamento de maximização de receitas por parte dos governos privatizantes.⁶³¹ É

privada atividades indevidamente exploradas pelo setor público; [...] III – permitir a retomada de investimentos nas empresas e atividades que vierem a ser transferidas à iniciativa privada; IV – contribuir para a modernização do parque industrial do País, ampliando sua competitividade e reforçando a capacidade empresarial nos diversos setores da economia; V – permitir que a administração pública concentre seus esforços nas atividades em que a presença do Estado seja fundamental para a consecução das prioridades nacionais”.

⁶³⁰ COUTINHO; RABELO, *supra* nota 589, p. 47 (argumentam que “uma venda pulverizada de ações dificilmente poderia dar origem a companhias de propriedade genuinamente difusa no país. Dado o nível muito alto de desigualdade de renda no Brasil, um processo de concentração teria certamente ocorrido no mercado secundário e o Estado teria transferido o prêmio de controle para interesses privados”). Embora a previsão dos autores seja razoável, seu diagnóstico das possíveis causas da concentração da propriedade acionária é menos preciso: esperava-se que a concentração da propriedade acionária ocorreria no Brasil não tanto por causa dos altos níveis de desigualdade de renda do país, mas em função dos seus baixos níveis de proteção dos investidores. Num sistema jurídico que fornece proteção insuficiente aos acionistas e, portanto, permite altos benefícios privados do controle, as estruturas de propriedade dispersas são instáveis, já que os controladores potenciais têm muito a ganhar com a aquisição de uma posição de controle no mercado. Ver BEBCHUK, Lucian; ROE, Mark. *A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance*. *Stanford Law Review*, Stanford, v. 52, n. 1, p. 127-170, Oct. 1999 (salientam a instabilidade das estruturas de propriedade dispersas em países onde os benefícios privados do controle são substanciais).

⁶³¹ Ver MEGGINSON, William L. *et al.* *The Choice of Private Versus Public Capital Markets: Evidence from Privatizations*. *Journal of Finance*, Berkeley, v. 59, n. 6, p. 2835-2870, Dec. 2004 (constatam uma relação direta entre a proporção de PEAs com relação ao total de privatizações e o nível de proteção jurídica dos investidores num determinado país); DYCK, Alexander; ZINGALES, Luigi.

exatamente o que fez o Brasil, país onde os benefícios privados do controle, estimados em 65% do valor das empresas, mostraram-se os mais altos numa amostra de 39 países entre 1990 e 2000, de acordo com o estudo de Dyck e Zingales.⁶³² Segundo o estudo de Megginson *et al.* sobre a escolha do método empregado para se alienarem as participações acionárias do governo, o Brasil foi um dos países no mundo com a proporção mais baixa de ofertas públicas relativamente ao número total de privatizações.⁶³³

Todavia, conquanto os estudos existentes sobre a escolha do método de venda nos processos de privatização tomem o nível de proteção dos investidores como um dado inalterável, não era isso o que ocorria no Brasil – nem, sob este aspecto, na Itália ou na Alemanha, como será discutido a seguir.⁶³⁴ Se o governo brasileiro possuía ambições de maximizar os lucros, tal como um típico acionista controlador, por outro lado dispunha de armas mais poderosas à sua disposição para atingir os seus objetivos. Se a influência política das famílias controladoras sobre o conteúdo das normas societárias e da regulação do mercado de capitais é um fenômeno conhecido (tanto no Brasil como alhures),⁶³⁵ a proximidade e a ascendência do governo com relação ao processo legislativo se mostram ainda mais marcantes.

Tirando plena vantagem da sua capacidade de reformular as normas do Direito Societário para aumentar ainda mais as oportunidades já amplas de obtenção de benefícios privados do controle, em 1997 o

Private Benefits of Control: An International Comparison. *Journal of Finance*, Berkeley, v. 59, n. 2, p. 537-600, Apr. 2004, p. 539 (constatam que as privatizações através de vendas em bloco são mais comuns nos países com altos benefícios privados do controle).

⁶³² DYCK; ZINGALES, *supra* nota 631. De acordo com outro estudo, que usou diferenciais de preço de classe dupla para estimar os benefícios privados do controle, o acionista controlador brasileiro médio que detivesse somente um sexto dos direitos totais de participação econômica podia esperar extrair até 33,3% do valor da companhia. NENOVA, Tatiana. The Value of Corporate Votes and Control Benefits: A Cross-Country Analysis. *Journal of Financial Economics*, Rochester, v. 68, n. 3, p. 325-351, 2000, p. 327.

⁶³³ MEGGINSON *et al.*, *supra* nota 631.

⁶³⁴ Enquanto a escolha das vendas em bloco a particulares como método de privatização levou o Brasil a enfraquecer os direitos dos acionistas minoritários em caso de transferência do controle, a adoção de ofertas de ações na Itália e na Alemanha incitou seus governos a melhorar os direitos dos minoritários e o ambiente de governança das empresas privatizadas para maximizar suas receitas com a privatização. Ver Capítulo V, Seção III, *infra* para a análise das experiências italiana e alemã.

⁶³⁵ Ver Capítulo V, Seção I, *infra*.

governo brasileiro promoveu a chamada “Minirreforma” da Lei das S.A. de 1976. Embora criticada por juristas e especialistas em governança corporativa,⁶³⁶ a reforma foi vista como “tecnocrática” e acabou por não gerar controvérsia política.⁶³⁷ As famílias controladoras, que acompanham com atenção qualquer proposta de reforma do Direito Societário, acabariam beneficiadas com a nova lei e por isso não tinham motivos para manifestar oposição. O tema da reforma do Direito Societário não era suficientemente saliente para atrair a atenção de segmentos mais amplos da população brasileira, que, de qualquer forma, posicionariam-se a favor da tentativa do governo de maximizar as suas receitas com a privatização para cobrir um déficit externo considerável. De fato, os críticos mais ardorosos do processo de privatização no Brasil argumentaram, e repetidas vezes, que as empresas estatais – cujos ativos eram naturalmente considerados como um patrimônio do povo brasileiro – seriam vendidas a investidores privados por um preço irrisório.⁶³⁸

Antes da reforma, a Lei das S.A. brasileira conferia o direito de retirada aos acionistas minoritários dissidentes em caso de cisão e impunha uma exigência de oferta pública obrigatória (conhecida, no Brasil, como “tag-along”) para as ações ordinárias de propriedade dos acionistas minoritários pelo mesmo preço pago ao bloco de controle

⁶³⁶ Ver, e.g., PENTEADO, Mauro Rodrigues. 20 Anos da Promulgação da Lei das S/A: Anteprojetos e Projeto Visando Sua Reforma. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 105, p. 84-125, 1997, p. 87 (critica o projeto proposto por operar uma *capitis diminutio* da condição dos acionistas não controladores ao eliminar os direitos de retirada); CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2002, p. LXXVIII (descreve a reforma jurídica como um exemplo do caráter oligárquico do capitalismo brasileiro).

⁶³⁷ ARMIJO, Leslie Elliot; NESS JR, Walter. *Contested Meanings of “Corporate Governance Reform”: The Case of Democratic Brazil, 1985-2003*. 2004. Trabalho apresentado no Encontro Anual da Associação de Estudos Latino-Americanos, Portland, 2004, p. 17 (“[a]ssim, a primeira onda de reformas do mercado de capitais no Brasil depois da transição democrática foi concebida centralmente e tecnocraticamente. Elas foram implementadas com um mínimo de estardalhaço e de discussão, com exceção das mudanças à nova Constituição do Brasil de 1988 que permitiriam a privatização de empresas em setores econômicos historicamente simbólicos”).

⁶³⁸ O preço de compra a ser pago pela empresa privatizada era uma questão candente no processo de venda. Muitas notícias na imprensa e organizações sindicais expressaram na época sua preocupação de que o governo “entregaria” as empresas estatais aos capitalistas estrangeiros. Ver, e.g., BIONDI, Aloysio. *O Brasil Privatizado: um balanço do desmonte do Estado*. São Paulo: Fundação Perseu Abramo, 1999, para numerosas variações do argumento de que as empresas estatais foram vendidas por um preço injustamente baixo.

numa transferência de controle.⁶³⁹ A nova Lei 9.457, de 1997, embora oficialmente destinada a “estimular o desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil”, eliminou ambas as proteções.⁶⁴⁰ A remoção do direito de retirada permitiu que o governo executasse de maneira barata a sua estratégia planejada de desmembrar companhias subsidiárias antes de sua venda, evitando assim pagamentos em espécie a acionistas dissidentes e disputas judiciais quanto aos montantes devidos.⁶⁴¹ A eliminação da exigência de oferta pública obrigatória, por sua vez, permitiu ao Estado apropriar-se da totalidade do prêmio de controle.⁶⁴²

A eficácia das normas de compartilhamento do prêmio, ou de “oportunidades iguais” (das quais a norma de oferta pública obrigatória forma apenas um exemplo), é, decerto, objeto de controvérsia considerável. Os mecanismos que forçam os acionistas controladores a compartilhar um prêmio de controle com os investidores minoritários são ineficazes – é o que sustenta a expressiva literatura a respeito –, pois não diferenciam as aquisições que agregam valor das que retiram valor, e por isso desestimulam ambos os tipos de transação.⁶⁴³ Porém,

⁶³⁹ Ver PRADO, *supra* nota 570, p. 79-80, para uma descrição detalhada da emergência da exigência de oferta pública obrigatória no Direito brasileiro.

⁶⁴⁰ Ver, e.g., RIZIRIK, Nelson. *A Reforma das S.A. e do Mercado de Capitais*. 2. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1998, p. 2.

⁶⁴¹ A lei de 1997 não foi a primeira tentativa de eliminar os direitos de retirada dos acionistas minoritários nas transações de desmembramento. A Lei 7.958, de 1989 (que ficou conhecida como a “Lei Lobão”), procurou eliminar os direitos de retirada em fusões e cisões mas, devido a deficiências na sua redação, acabou não conseguindo produzir os resultados desejados. Em 1995, o governo federal promulgou a Medida Provisória 1.179, que eliminou os direitos de retirada em reestruturações societárias realizadas em conexão com o Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional (PROER). O objetivo do PROER era fornecer apoio aos bancos brasileiros para garantir sua liquidez e solvência, mas essas políticas foram executadas sem levar em consideração os direitos dos acionistas minoritários. Ver PRADO, Roberta Nioac. Mercado de ações brasileiro: proteção dos acionistas não controladores, regulação, autorregulação e desenvolvimento. In: SALINAS, Natasha Schmitt Caccia; MOTA, Carlos Guilherme. *Os Juristas na Formação do Estado-Nação Brasileiro de 1930 aos Dias Atuais*. São Paulo: Saraiva, 2010, p. 492.

⁶⁴² *Id.*

⁶⁴³ Ver, e.g., EASTERBROOK, Frank H.; FISCHER, Daniel R. Corporate Control Transactions. *Yale Law Journal*, New Haven, v. 91, n. 4, p. 698-737, 1982, p. 716 (sustentam que a partilha desigual dos ganhos nas transações de controle acionário maximiza a riqueza dos acionistas); BEBCHUK, Lucian A. Efficient and Inefficient Sales of Corporate Control. *The Quarterly Journal of Economics*, Cambridge, MA, v. 109, n. 4, p. 957-993, 1994 (argumenta que as

ao mesmo tempo, as exigências de compartilhamento do prêmio continuam a ser parte integrante do Direito das economias mais avançadas, incluindo o Reino Unido, a Bélgica, a Austrália e, num grau surpreendente, também os EUA.⁶⁴⁴

No contexto brasileiro, em especial, a controvérsia em torno da norma de oferta pública obrigatória foi potencializada pela proteção jurídica insuficiente conferida aos acionistas minoritários nas transações de fechamento do capital e de sua expulsão. Além de permitir que recebam uma parte proporcional do prêmio de controle, pode-se dizer que uma característica mais importante da norma de oferta pública obrigatória é o fato de que ela permite aos minoritários retirarem-se

exigências de compartilhamento do prêmio podem levar a um aumento da concentração do controle acionário nas mãos de um acionista controlador); KAHAN, Marcel. Sales of Corporate Control. *Journal of Law, Economics and Organization*, Oxford, v. 9, n. 2, p. 368-379, Oct. 1993 (afirma que as exigências de compartilhamento do prêmio podem ser menos eficazes que as transferências privadas de controle em vendas de grandes blocos de ações); SEPE, Simone. Private Sale of Corporate Control: Why the Mandatory Bid Rule Is Inefficient. *Arizona Legal Studies*, Tucson, Discussion Paper n. 10-29, Aug. 2010 (sustenta que a norma de oferta pública obrigatória é ineficaz porque impede as aquisições que agregam valor sem fornecer proteções significativas aos acionistas minoritários).

⁶⁴⁴ Para uma descrição das exceções, no Direito do Delaware, à regra geral de que os acionistas controladores não são obrigados a compartilhar um prêmio de controle com os minoritários, ver ELHAUGE, Einer. The Triggering Function of Sale of Control Doctrine. *University of Chicago Law Review*, Chicago, v. 59, p. 1465-1532, 1992 (argumenta que as exceções existentes procuram desincentivar as transferências de controle ineficazes). Ver também COFFEE, John C. Transfers of Control and the Quest for Efficiency: Can Delaware Law Encourage Efficient Transactions While Chilling Inefficient Ones? *Delaware Journal of Corporate Law*, Wilmington, v. 21, n. 2, p. 359, 1996, p. 360 (“numa perspectiva de direito comparado, os Estados Unidos são praticamente os únicos que deixam de conceder aos acionistas minoritários algum direito presumido de compartilhar o prêmio de controle”). No entanto, Coffee argumenta de modo convincente que o direito dos EUA contém diversos mecanismos jurídicos que desincentivam os acionistas controladores a receberem um prêmio de controle (“[e]mbora os comentadores tenham se concentrado principalmente nos efeitos da doutrina de direito estadual que geralmente permite os prêmios de controle [...] os efeitos de incentivo dessa norma são provavelmente superados por outras doutrinas jurídicas, como os direitos de retirada, a disponibilidade de ações cautelares ou de perdas e danos bascadas em Weinberger e Lynch e as normas da SEC sob a Williams Act. Coletivamente, essas doutrinas tendem a desincentivar o pagamento de prêmio de controle, pelo menos quando a intenção é eliminar os minoritários, pois elas podem conferir aos minoritários o direito a um preço similar que seja pelo menos razoavelmente relacionado ao que o vendedor do controle recebeu”). *Id.*, p. 396.

mediante um preço justo, no caso de uma transferência de controle, agindo, assim, como uma proteção estrutural contra transações abusivas de fechamento do capital e contra fusões com expulsão. Em outras palavras, a eliminação da norma de oferta pública obrigatória significou não apenas que os acionistas minoritários ficariam excluídos do compartilhamento do prêmio pago aos controladores, como previsto pela lei anterior (e pelo qual se pode dizer que eles haviam pago quando compraram ações), mas também que ficariam expostos a um sério risco de expropriação, através de transações de fechamento do capital após a transferência de controle. Não havia, naquela época, proibição legal das compras não divulgadas de ações no mercado público pelos acionistas controladores com o propósito de reduzir a liquidez (e, portanto, o preço) das ações emitidas.⁶⁴⁵ Além disso, por não impor requisitos de avaliação ou equidade nas ofertas públicas de fechamento do capital, o Direito brasileiro estava altamente propício à expropriação dos minoritários em decorrência de uma transferência de controle. Como descrito com mais detalhes abaixo, a eliminação da norma de oferta pública obrigatória no Brasil permitiu que muitas companhias recém-adquiridas fechassem o seu capital comprando todas as participações minoritárias por um preço inferior ao valor contábil da companhia, o que contribuiu para a deterioração da confiança dos investidores no mercado de capitais do País.⁶⁴⁶

Não obstante, os legisladores defenderam a reforma dizendo que servia “os interesses mais altos da Nação: as privatizações e a proteção dos acionistas minoritários, reconciliando os interesses destes últimos com aqueles dos acionistas majoritários”.⁶⁴⁷ A nova lei procurou compensar a eliminação dos direitos dos acionistas em caso de transferência de controle, conferindo aos acionistas preferenciais sem direito de voto o direito a dividendos pelo menos 10% maiores do que aqueles pagos aos acionistas ordinários. O fato de que esta disposição tenha sido aprovada sem oposição significativa – e de que a Associação Brasileira das Companhias Abertas, o principal grupo de pressão política dos acionistas controladores, tenha apoiado a sua aplicabilidade às ações já emitidas⁶⁴⁸ – era em si um aviso de que a exigência de dividendo obrigatório não protegia adequadamente os investidores minoritários. Na verdade, uma consequência esperada da exigência de uma taxa de dividen-

⁶⁴⁵ SANTANA, Maria Helena. *The Novo Mercado*. In: *Focus – Novo Mercado and Its Followers: Case Studies in Corporate Governance Reform*. Washington: IFC, 2008., v. 1, p. 12.

⁶⁴⁶ *Id.*

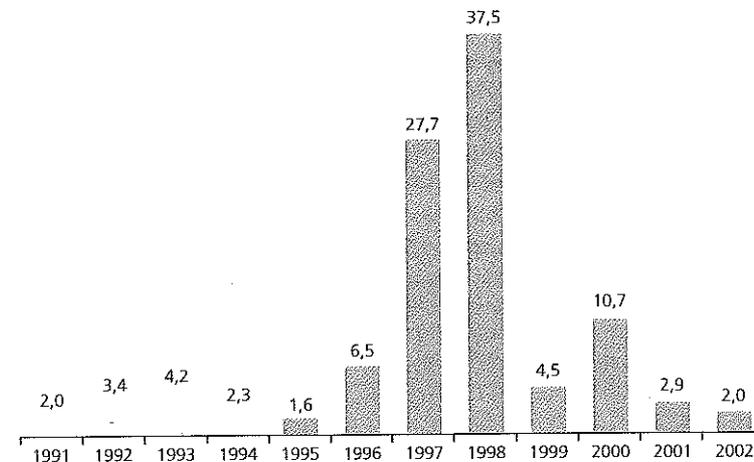
⁶⁴⁷ EIZIRIK, *supra* nota 640, p. 15.

⁶⁴⁸ *Id.*, p. 51.

do mais alta para os acionistas preferenciais (geralmente minoritários) é, antes de mais nada, o desestímulo às distribuições significativas de dividendos. Num ambiente jurídico que oferece proteção insuficiente aos investidores, os acionistas controladores não dependem das distribuições de dividendos para receber um retorno do seu investimento, já que outros meios – da escancarada transferência ilícita de ativos a salários inchados e gratificações súbitas – estão sempre disponíveis.

Após a promulgação da lei, o Estado brasileiro procedeu à venda da nata das suas participações, especialmente no setor de telecomunicações, em troca de um prêmio considerável. A Figura 2, abaixo, mostra o salto significativo das receitas de privatização após a promulgação das emendas à Lei das S.A., em maio de 1997.

Figura 2. Receitas de privatização por ano (em US\$ bilhões)



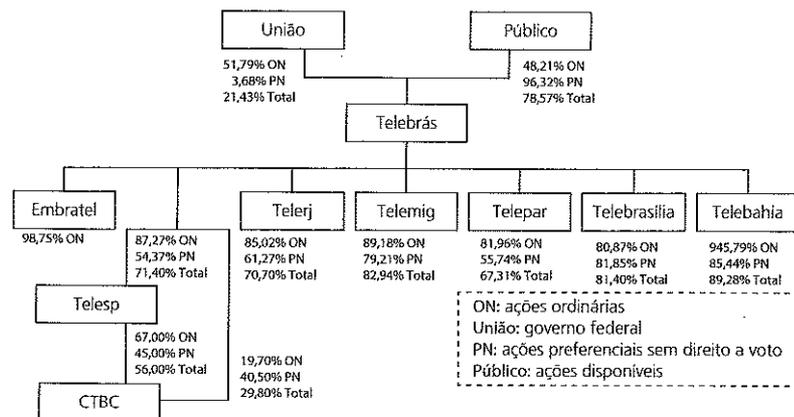
Fonte: BNDES (2002).

A joia da coroa do processo de privatização era a companhia de telecomunicações Telebrás. A alienação planejada das participações do governo na Telebrás – na que seria uma das maiores transações de privatização da história mundial – apresentou-se como um fator determinante da reforma jurídica de 1997. Antes da sua privatização, em 1998, a Telebrás, sozinha, representava aproximadamente 60% de todas as negociações na Bolsa de Valores de São Paulo.⁶⁴⁹ Numa tentativa

⁶⁴⁹ CLAESSENS, Stijn; KLINGEBIEL, Daniela; LUBRANO, Mike. *Corporate Governance Reform Issues in the Brazilian Equity Markets*. World Bank Paper, 2001, p. 10.

de criar concorrência nos setores recentemente privatizados, o modelo de alienação do governo previa a cisão das subsidiárias da Telebrás antes da transferência de controle. A Figura 3, abaixo, fornece um organograma anterior à privatização da Telebrás e de suas subsidiárias de capital aberto.

Figura 3. Organograma da Telebrás antes da privatização



Fonte: Novaes (2000).

Se a eliminação dos direitos de retirada em operações de cisão cumpria o objetivo do governo de aumentar a concorrência após a alienação da sua participação,⁶⁵⁰ a extinção do *tag-along* foi concebida a fim de aumentar o prêmio de controle a ser obtido pelo Estado. Eram substanciais os ganhos esperados do governo com a reforma jurídica que aboliu a exigência de compartilhamento do prêmio. Através do uso amplo de ações preferenciais sem direito a voto e, em menor medida, de uma estrutura piramidal, o governo reunia condições de transferir o controle incontestado das subsidiárias da Telebrás, vendendo menos de um quinto do seu capital acionário total.⁶⁵¹ Quando a companhia foi

⁶⁵⁰ Antes da sua privatização, a Telebrás foi dividida em 12 companhias diferentes, que foram reunidas em três grupos regionais como parte do processo de venda. Um único acionista controlador não podia adquirir mais de uma companhia em cada grupo. Ver NOVAES, Ana. Privatização do Setor de Telecomunicações no Brasil. In: PINHEIRO, Armando Castelar; FUKASAKU, Kiichiro. *A Privatização no Brasil: O Caso dos Serviços de Utilidade Pública*. Rio de Janeiro: BNDES-OECD, 2000, p. 153-187, p. 172.

⁶⁵¹ A estrutura piramidal da Telebrás resultou do seu modelo histórico de autofinanciamento, no qual a venda de linhas telefônicas era financiada pelos próprios

privatizada, o governo federal detinha 51,79% das ações ordinárias, que equivaliam a 19,26% do capital total da companhia, enquanto os acionistas estrangeiros tinham a propriedade de aproximadamente 40% do total das ações da companhia.⁶⁵² A estrutura acionária da Telebrás, que permitia ao Estado exercer o controle incontestado detendo apenas uma minoria dos direitos de participação econômica na companhia, distorceu os incentivos do governo como acionista controlador e vendedor, incentivando-o a se apropriar de um montante desproporcional do valor da empresa.⁶⁵³

Como planejado, o governo brasileiro conseguiu obter um prêmio substancial com a venda desta gigante das telecomunicações. O preço agregado de compra, de US\$ 19 bilhões, pago pelo controle das companhias pertencentes ao grupo Telebrás excedeu em 64% o preço mínimo de leilão fixado pelo governo, o qual, por sua vez, já incluía um prêmio significativo sobre a cotação de mercado do dia do anúncio.⁶⁵⁴ Estima-se que o preço recebido pelo governo representou um prêmio de cerca de 160% sobre o preço das ações preferenciais sem direito a voto.⁶⁵⁵ Os acionistas minoritários das companhias derivadas, após a privatização, ficaram então sujeitos não somente a operações abusivas de fechamento do capital, como descrito abaixo, mas também às novas oportunidades de obtenção de benefícios privados do controle na administração da empresa. Numa tentativa de induzir os interessados a oferecer um prêmio de controle ainda mais atraente, o governo brasileiro também recorreu ao seu papel duplo de regulador, emitindo novas normas; normas que, ao autorizarem os adquirentes a cobrar taxas de administração das companhias com base no faturamento, e não no lucro pós-venda, criaram amplas oportunidades para a obtenção contínua de benefícios privados do controle.⁶⁵⁶

consumidores em troca de ações da companhia local. A companhia telefônica instalaria, então, a linha dentro de 24 meses da compra/subscrição. *Id.*, p. 151.

⁶⁵² *Id.*, p. 153.

⁶⁵³ Para um modelo que sugere um aumento exponencial dos custos de agência nas estruturas com minoria controladora, ver TRIANTIS, George G.; BEB-CHUK, Lucian A.; KRAAKMAN, Reinier H. *Stock Pyramids, Cross-Ownership, and Dual-Class Equity: The Creation and Agency Costs of Separating Control from Cash Flow Rights*. In: MORCK, Randall (Ed.). *Concentrated Corporate Ownership*. Chicago: University of Chicago Press, 2000.

⁶⁵⁴ NOVAES, *supra* nota 650, p. 172-4.

⁶⁵⁵ Ver ROCHA, Bruno; MUNIZ, Iam. *Casos Brasileiros*. In: LEAL, Ricardo P. C. (Org.). *Governança Corporativa no Brasil e no Mundo*. Rio de Janeiro: E-papers, 2002, p. 82.

⁶⁵⁶ Ver MOBIUS, Mark. *Getting Brazil to Clean Up its Act*. *Latin Finance*, 1º dez. 2000 ("o governo brasileiro abonou muitas vezes esse roubo do valor acionário")

A reforma de 1997 da Lei das S.A. brasileira fornece um exemplo claríssimo dos riscos que a propriedade estatal num regime unitário de Direito Societário oferece ao ambiente geral de governança corporativa. Como as novas emendas à lei eram de natureza geral e de modo algum restritas às empresas estatais, elas também beneficiaram os acionistas controladores das empresas privadas em detrimento dos seus investidores externos. Por conseguinte, diversas transferências de controle das empresas tanto estatais quanto privadas foram feitas com prêmios significativos para os acionistas majoritários e às custas da minoria. Na privatização parcial da Cemig, uma companhia de eletricidade controlada pelo estado de Minas Gerais, a venda de um bloco de 32,96% de ações ordinárias sujeitas a certos direitos contratuais de veto ocorreu com um prêmio de 120,7%, sobre o preço de mercado de então, das suas ações ordinárias.⁶⁵⁷ Outros exemplos de operações de transferência de controle abusivas somente no setor de eletricidade incluem a da Coelba (comprada por R\$ 165 por ação contra R\$ 62 oferecidos à minoria), a da CPFL (na qual os acionistas controladores receberam R\$ 432 por ação comparados a R\$ 126 oferecidos pelas demais) e a da Cesp Paranapanema (adquirida por R\$ 34 por ação, sendo que apenas R\$ 9 pagos foram pagos à minoria).⁶⁵⁸

O estudo de Tatiana Nenova sobre o impacto da Lei 9.457 no nível dos benefícios privados constata que o valor do controle aumentou mais do que o dobro após a promulgação da lei.⁶⁵⁹ Este aumento veloz

e, ao promulgar regulamentações de telecomunicações, o governo efetivamente comunicou que “os novos donos majoritários não precisavam se preocupar com os investidores minoritários”).

⁶⁵⁷ RABELO, Flávio M.; VASCONCELOS, Flávio C. Corporate Governance in Brazil. *Journal of Business Ethics*, Berlin, v. 37, n. 3, p. 321-335, May 2002, p. 327. O governo seguinte contestaria posteriormente a validade dos direitos de governança dos adquirentes conferidos por acordo de acionistas, pois o governo carecia da aprovação legal necessária para firmar esses acordos. Para uma excelente exposição desse argumento, ver COMPARATO, Fábio Konder. Sociedade de Economia Mista Transformada em Sociedade Anônima Ordinária – Inconstitucionalidade. *Revista Trimestral de Direito Público*, São Paulo, v. 25, p. 61, 1999, p. 63. O Tribunal de Justiça de Minas Gerais (TJMG) afirmou que o acordo de acionistas era realmente inválido porque o estado de Minas Gerais não estava autorizado a compartilhar o controle da CEMIG com partes privadas sem aprovação legislativa prévia. Essa decisão continua sujeita ao julgamento de um recurso final no Superior Tribunal de Justiça.

⁶⁵⁸ MOBIUS, Mark. *Getting Brazil to Clean Up its Act*. Latin Finance, 1º dez. 2000.

⁶⁵⁹ NENOVA, Tatiana. *Control Values and Changes in Corporate Law in Brazil* (2001) p. 4, disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_

do nível dos benefícios privados, por sua vez, diminuiu a confiança dos investidores, o que levou a uma redução acentuada do número de empresas cotadas no mercado brasileiro. O volume de negociação na Bolsa de Valores de São Paulo caiu de mais de US\$ 191 bilhões em 1997 para US\$ 65 bilhões em 2001,⁶⁶⁰ e, entre 1995 e 2000, apenas oito companhias abriram ali o seu capital.⁶⁶¹

Gilson, Hansmann e Pargendler observaram que, embora esta não fosse a intenção primeira dos formuladores de políticas públicas da época, a eliminação dos direitos dos acionistas minoritários em transferências de controle e transações de abertura de capital no Brasil pode ser interpretada como uma tentativa de se comprar o apoio das elites políticas e econômicas existentes, conferindo-lhes o direito temporário de sair dos mercados públicos extraindo prêmios substanciais.⁶⁶² Esta estratégia de “grande barganha” (*grand bargain*), se bem-sucedida, pode reduzir significativamente a presença dos interesses dominantes no mercado e, portanto, a sua oposição às reformas para a proteção dos investidores. No Brasil, mais de cem companhias abertas fecharam o seu capital apenas entre janeiro de 2000 e setembro de 2001.⁶⁶³ Modesto Carvalhosa e Nelson Eizirik notaram que muitas dessas companhias que optaram por sair da Bolsa o fizeram em antecipação à futura ação legislativa que aumentaria os direitos dos acionistas minoritários.⁶⁶⁴

Contudo, da forma como aconteceu, os resultados do experimento acidental de “grande barganha” no Brasil foram, na melhor das hipóteses, parciais. Se muitas companhias realmente aproveitaram a oportunidade para fechar o seu capital em operações oportunistas, um número significativo dos gigantes societários brasileiros optou por permanecer cotado na bolsa. As sociedades anônimas controladas pelo governo que permaneceram listadas e continuam a recorrer ao mercado de capitais no Brasil e no exterior incluem o Banco do Brasil, o maior banco da

id=294064>. Acesso em: 21 nov. 2011. Da mesma forma, Dyck e Zingales constatam que os benefícios privados do controle alcançavam uma média de 53% do valor da empresa logo após a promulgação da Lei 9.457 e 119% posteriormente. DYCK; ZINGALES, *supra* nota 631, p. 570.

⁶⁶⁰ Fonte: www.bmfbovespa.com.br.

⁶⁶¹ SANTANA, *supra* nota 645, p. 9.

⁶⁶² GILSON; HANSMANN; PARGENDLER, *supra* nota 589.

⁶⁶³ CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. *A Nova Lei das S/A*. São Paulo: Saraiva, 2002, p. 45.

⁶⁶⁴ *Id.*

América Latina em quantidade de ativos⁶⁶⁵, e a Petrobras, uma das maiores companhias petrolíferas do mundo.⁶⁶⁶

Não muito tempo depois que o governo fechou as suas principais operações de privatização, algumas das modificações mais prejudiciais da reforma jurídica de 1997 foram revertidas, primeiramente pela edição de novas regulamentações da CVM em 1999 e, depois, pelo Congresso, em 2001. A Instrução CVM 299, de 1999, procurou limitar a obtenção de benefícios privados do controle, nas operações de fechamento do capital, com relativo sucesso. As novas normas impuseram novas exigências de divulgação para as compras de ações da companhia no mercado aberto e instituíram a obrigatoriedade de oferta pública quando um acionista controlador aumentasse a sua participação acionária em mais de 10%.⁶⁶⁷ O estudo de Tatiana Nenoa revela que o valor do controle declinou de forma acentuada após a promulgação das regulamentações da CVM, que restauraram diversas proteções para os minoritários em 1999.⁶⁶⁸

IV. Governança corporativa num contexto de gigantes estatais

Em 2001, o Congresso brasileiro alterou novamente a Lei das S.A. para restaurar algumas das proteções eliminadas no final dos anos 1990; a reforma, porém, ficou aquém das expectativas.⁶⁶⁹ A lei de 2001 reintroduziu o direito de venda conjunta em caso de alienação de con-

⁶⁶⁵ Ver *Banco do Brasil's Large Offer Seen Sailing Through*. Reuters, São Paulo, 28 jun. 2010 (observa que o Banco do Brasil também estava entre os mais lucrativos do país e mais disposto a emprestar que seus equivalentes privados).

⁶⁶⁶ Ver notas 686-696 *infra* e o texto que as acompanha para uma discussão dos acontecimentos recentes de governança corporativa envolvendo a Petrobras.

⁶⁶⁷ Ver Instrução CVM 299, art. 6º (exige que o acionista controlador comunique imediatamente qualquer aumento de participação na companhia acima de 5%, bem como o motivo dessa aquisição, incluindo a intenção de adquirir a companhia privada); art. 12 (impõe a obrigatoriedade de oferta pública obrigatória para ações minoritárias em caso de aquisição de mais de 10% das ações da companhia por um acionista controlador). Ver também Instrução CVM 345, de 2000.

⁶⁶⁸ NENOVA, *supra* nota 659, p. 4.

⁶⁶⁹ Lei 10.303, de 2001. Para uma crítica da reforma jurídica de 2001 por ser meramente paliativa e insuficiente para proteger os investidores minoritários, ver GORGA, Érica. Culture and Corporate Law Reform: A Case Study of Brazil. *The University of Pennsylvania Journal of International Economic Law*, Philadelphia, v. 27, n. 3, p. 803, Fall 2006.

trole, mas parcialmente: o *tag-along* aplicar-se-ia somente aos acionistas ordinários com direito de voto e garantiria o recebimento de apenas 80% do preço pago pelo bloco de controle.⁶⁷⁰ Outras proteções novas incluídas na lei – como uma disposição que conferia aos acionistas minoritários o direito de convocar uma assembleia especial que pudesse deliberar acerca das operações nas quais o acionista controlador tenha conflito de interesse – foram objeto de veto presidencial.⁶⁷¹ A nova lei reduziu o limite permitido para a emissão de ações preferenciais sem direito a voto de dois terços para metade do capital total da sociedade, mas isentou da nova regra as companhias abertas já existentes, para as quais o teto mais generoso continua valendo.⁶⁷²

Em dezembro de 2000, a Bolsa de Valores de São Paulo lançou o Novo Mercado, um segmento de bolsa diferenciado, cujos padrões de cotação impõem normas de governança corporativa muito mais estritas que as previstas pelo Direito brasileiro.⁶⁷³ Como explica Calixto Salomão Filho, o Novo Mercado representou uma tentativa de se usar um mecanismo contratual para superar a constante captura legislativa.⁶⁷⁴ Tendo entendido que o peso político dos acionistas controladores bloqueava as reformas jurídicas, a Bolsa adotou uma estratégia simples: se você não pode vencê-los, ignore-os. A abordagem brasileira do desenvolvimento do mercado de capitais nessa época seguiu o que Gilson, Hansmann e Pargendler chamam de “dualismo regulatório”: permitiu que as empresas estabelecidas continuassem a ser regidas pelo regime jurídico existente, ao mesmo tempo que criou um sistema para-

⁶⁷⁰ *Id.*, art. 254-A. Pelo menos um doutrinador e participante do processo de privatização atribuiu essa mutação de política a uma mudança na estrutura das participações acionárias do governo federal e suas agências, que, após as principais privatizações, ficaram com participação minoritária num número maior de companhias – e portanto beneficiaram-se com os direitos de venda conjunta reinstituídos. Ver FERNANDEZ, Marcelo Otavio de Lorenzo. *Prêmio de Controle no Brasil*. 2008. Dissertação (Mestrado Profissional em Administração) – IBMEC, 2008.

⁶⁷¹ A justificativa oficial do veto explicava que era de interesse público vetar essa disposição, que era “inócua” para a proteção dos acionistas minoritários, porquanto os acionistas controladores não poderiam ser excluídos da votação.

⁶⁷² *Id.*, art. 5º, § 2º; Lei 10.303, de 2001, art. 8º.

⁶⁷³ O papel das contribuições específicas do Novo Mercado para o desenvolvimento subsequente do mercado de capitais brasileiro foi descrito com mais detalhes em outra parte. Ver GILSON; HANSMANN; PARGENDLER, *supra* nota 589.

⁶⁷⁴ SALOMÃO FILHO, Calixto. *Novo direito societário*. São Paulo: Malheiros, 2006, p. 58. Para uma excelente descrição do processo que antecedeu a criação do Novo Mercado, ver PRADO, *supra* nota 641, p. 499 e ss.

lelo de proteção mais estrita para os acionistas, aberto às sociedades que escolhessem voluntariamente adotá-lo.⁶⁷⁵ Ao preservar os interesses das empresas estabelecidas – que, apesar da onda de privatizações, continuavam a incluir importantes gigantes estatais, como o Banco do Brasil e a Petrobras –, o dualismo regulatório ajudou a que se superassem as limitações de economia política à reforma para uma maior proteção dos investidores e, em última análise, ao desenvolvimento do mercado de capitais.⁶⁷⁶

É interessante que as empresas estatais estiveram entre as primeiras a optar pela listagem no Novo Mercado.⁶⁷⁷ A Bolsa de Valores de São Paulo, em verdade, incentivou de modo explícito a listagem de sociedades de economia mista e empresas recém-privatizadas ao acomodar as normas dos padrões de cotação diferenciada a certas exigências jurídicas aplicáveis a tais empresas. O regulamento do Novo Mercado, por exemplo, isenta especificamente as *golden shares* detidas pelo Estado da exigência de que as companhias só emitam ações ordinárias que conferem direitos de voto iguais a todos os detentores.⁶⁷⁸ Ademais, as empresas que optaram pela cotação no Novo Mercado ou no Nível 2⁶⁷⁹ estão sujeitas aos procedimentos arbitrais administrados pela Câmara Arbitral do Mercado para a solução de controvérsias relativas a assuntos internos, mas o Regimento Interno da Câmara deixa claro que ela não exercerá jurisdição sobre as decisões do Estado como acionista controlador das sociedades de economia mista que procuram “orientar as atividades da companhia de modo a atender ao interesse público que justificou a sua criação”, nos termos do art. 238 da Lei das S.A.⁶⁸⁰

Diversos comentaristas elogiaram em profusão as empresas estatais pela sua disposição de adotar padrões estritos de governança corporativa. Subsiste a suspeita, no entanto, de que a motivação para tal

⁶⁷⁵ *Id.*

⁶⁷⁶ *Id.*

⁶⁷⁷ Ver Capítulo IV, Seção IV(B) *infra* e o texto que a acompanha para uma descrição do caso da Sabesp.

⁶⁷⁸ Regulamento do Novo Mercado, art. 3.1 (exige, como requisito de listagem no segmento, que a companhia “tenha seu capital social dividido exclusivamente em ações ordinárias, exceto em casos de desestatização, se se tratar de ações preferenciais de classe especial que tenham por fim garantir direitos políticos diferenciados, sejam intransferíveis e de propriedade do ente desestatizante, devendo referidos direitos ter sido objeto de análise prévia pela BOVESPA”);

⁶⁷⁹ Para uma descrição e análise dos padrões diferenciados de governança corporativa com patamares múltiplos oferecidos pela Bolsa de Valores de São Paulo, ver GILSON; HANSMANN; PARGENDLER, *supra* nota 589.

⁶⁸⁰ Regimento Interno da Câmara de Arbitragem do Mercado, art. 16.6.1.

compromisso com altos padrões de governança corporativa não tenha sido econômica, mas política – especificamente o desejo de isolar as empresas estatais de interferências políticas futuras. A Sabesp e a Celesc, duas estatais controladas por governos estaduais, optaram pela listagem no Novo Mercado (Sabesp) e no Nível 2 (Celesc), e isto em 2002, um ano de eleições para presidente e governador – eleições que provavelmente transfeririam o poder político do Partido da Social Democracia Brasileira (PSDB), centrista, para o Partido dos Trabalhadores (PT). Os governadores em fim de mandato procuraram limitar a capacidade dos futuros governantes de usar as empresas estatais para fins políticos, e para isso recorreram à combinação da listagem em bolsa com o compromisso com altos padrões de governança corporativa.⁶⁸¹

Todavia, como discutido com mais detalhes no Capítulo V, as tentativas do Estado de se vincular de modo confiável a padrões mais altos de governança corporativa, sujeitando as empresas sob o seu controle a um regime de Direito privado, não são infalíveis. Permanece, por isso, o perigo de que a presença e a influência do governo como acionista possam minar as exigências do segmento em termos de proteção dos investidores.⁶⁸² A recente tentativa da Bolsa de Valores e Futuros de São Paulo (BM&F Bovespa) de revisar o regulamento de listagem do Novo Mercado para fortalecer ainda mais os seus padrões de governança corporativa encontrou resistência por parte das empresas integrantes do segmento, que vetaram algumas das propostas mais ambiciosas.⁶⁸³ As três empresas estatais listadas no Novo Mercado estavam entre as companhias que vetaram as propostas mais exigentes. O Banco do Brasil e a Copasa votaram contra a proposta de regras que exigiriam a criação de uma comissão de auditoria obrigatória, a regra de oferta pública obrigatória em transferências de controle num patamar de 30% e o aumento da proporção mínima de conselheiros inde-

⁶⁸¹ KENYON, Thomas. *Socializing Policy Risk: Capital Markets as Political Insurance*. Documento de trabalho, 2006. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=896562>>. Acesso em: 21 nov. 2011 (afirma que os governos optaram por cotar as empresas estatais conforme os padrões diferenciados de governança corporativa “principalmente para elevar o custo político de ações potencialmente prejudiciais por parte dos acionistas públicos”).

⁶⁸² Ver Capítulo V, Seção IV, *infra* para uma discussão mais detalhada.

⁶⁸³ Sujeitas à aprovação da CVM, as revisões dos padrões de cotação do Novo Mercado são vinculantes para todas as empresas cotadas no segmento, a não ser que um terço delas se oponha expressamente às mudanças numa audiência restrita exigida pelo regulamento do segmento. Ver GILSON; HANSMANN; PARGENDLER, *supra* nota 589, para uma discussão do processo de revisão do Novo Mercado.

pendentes, de 20% para 30% do conselho da companhia, ao passo que a Sabesp limitou a sua oposição a esta última regra.⁶⁸⁴

A expansão drástica do mercado de capitais brasileiro nos últimos anos – hoje entre os mais ativos do mundo⁶⁸⁵ – não acarretou retração no setor estatal. A volumosa oferta de ações do Banco do Brasil em 2010 mostra que, apesar das claras provas de uso do banco para se perseguirem objetivos sociais e políticos durante a crise do crédito, o Estado continua a captar com sucesso o investimento privado para as empresas por ele controladas.⁶⁸⁶ Além disso, a recente descoberta de novos campos de petróleo nas áreas do “pré-sal”, ao longo da costa brasileira, ilustra tanto a vitalidade contínua das sociedades de economia mista nas economias emergentes quanto o comportamento peculiar do Estado como acionista controlador.

A descoberta dos novos campos de petróleo, apesar de uma aparente bênção para o Brasil, levantou algumas questões difíceis de implementação para o governo como acionista controlador da Petrobras. Embora o governo federal tenha a propriedade dos campos de petróleo e a Petrobras seja controlada pelo Estado, 60% da companhia pertencem a investidores privados (incluindo estrangeiros). Isto significa que os lucros resultantes da exploração dos novos campos precisariam ser compartilhados com os acionistas minoritários. Uma das primeiras propostas consideradas pelo governo, a fim de maximizar a receita que poderia obter com as novas descobertas de petróleo, foi a de constituir uma nova empresa inteiramente estatal para explorar os campos, em parceria com a Petrobras ou outras empresas de sua escolha.⁶⁸⁷ Esta

⁶⁸⁴ Audiência Restrita 2010, Cédula de votação para as companhias listadas no Novo Mercado para o Banco do Brasil, Copasa e Sabesp. Disponível em: <www.bmfbovespa.com.br>. Acesso em: 2 maio 2011.

⁶⁸⁵ O mercado de capitais brasileiro representava 10% do volume global de ofertas públicas iniciais (*initial public offerings – IPOs*) em 2007, o que fazia dele o terceiro mercado mais ativo do mundo, depois da China e dos EUA. ERNST; YOUNG. *Growth during Economic Uncertainty: Global IPO Trends Report*. 2008. Nesse período, o Brasil levantou US\$ 27,3 bilhões em ofertas públicas iniciais contra US\$ 34,2 bilhões nos EUA e US\$ 66 bilhões na China. *Id.*

⁶⁸⁶ RATHBONE, John Paul; DOWNIE, Andrew. Banco do Brasil Plans to Raise Up to \$6.1bn. *Financial Times*, UK, 29 jun. 2010.

⁶⁸⁷ Brazil: A Funny Kind of Reward. *The Economist*, 30 ago. 2008. Disponível em: <http://www.economist.com/node/12009864>. Acesso em: 21 nov. 2011 (“exatamente no momento em que a Petrobras tirou a sorte grande, o governo brasileiro está debatendo a criação de uma nova companhia petrolífera integralmente estatal para maximizar seus lucros com os novos campos”); CLEMENTE, Isabel. “O Petróleo é Nosso” – Parte II (O que está por trás do projeto nacionalista de criar uma nova estatal petrolífera – e por que essa é uma ideia ruim para o país). *Época*, 15 ago. 2008.

tentativa do governo, como acionista controlador da Petrobras, de se apropriar de uma oportunidade de negócios para si próprio, sozinho, revelou-se, no entanto, controvertida, sendo enfim abandonada – inclusive porque a Petrobras tinha, sim, o necessário conhecimento técnico de nível mundial para a perfuração em alto-mar.

A solução que prevaleceu foi o governo atribuir à Petrobras os seus direitos sobre as reservas de petróleo, em troca de mais ações da companhia. Esta emissão de ações, por sua vez, ocorreria em conjunto com uma oferta pública de ações destinada a levantar capital adicional para o financiamento dos investimentos necessários em perfuração e exploração. No intuito de contornar as disposições da Lei das S.A. que exigem a aprovação dos acionistas minoritários para a avaliação de bens com que o acionista controlador concorre para a formação do capital,⁶⁸⁸ os advogados da Petrobras estruturaram as duas operações como negócios distintos – embora estivessem descritas no mesmo documento jurídico e referidas explicitamente como uma única operação para a “capitalização” da Petrobras.⁶⁸⁹ A única concessão do governo foi instituir um comitê de eminentes advogados e empresários para supervisionar a operação, em nome dos acionistas minoritários. Estes representantes, no entanto, possivelmente careciam de maiores incentivos econômicos para resistir à proposta do governo.⁶⁹⁰

O resultado foi uma operação entre partes relacionadas – operação em que os interesses do público brasileiro como beneficiário indireto das reservas de petróleo e das participações acionárias do governo foram contrapostos aos interesses econômicos dos investidores minoritários (e em grande parte estrangeiros) da Petrobras. O governo brasileiro situava-se dos dois lados da transferência, e a responsabilidade final de fixar o preço dos barris de petróleo cabia ao Ministério de Minas e Energia, com base nos relatórios de dois peritos. A perspectiva de expropriação dos minoritários, através de uma estimativa inflada do petróleo de águas profundas (o objeto da transferência e da troca de ações), e ainda a diluição esperada dos investidores minoritários contribuíram para um declínio de 25% do valor de mercado da Petrobras nos primeiros três trimestres de 2010.⁶⁹¹

⁶⁸⁸ Lei 6.404, art. 115, § 1º.

⁶⁸⁹ CUNHA, Mauro Rodrigues da. A Capitalização da Petrobras é Prejudicial aos Acionistas Minoritários? *Revista Capital Aberto*, São Paulo, a. 84, n. 84, Ago. 2010. Caderno Antítese.

⁶⁹⁰ *Id.*

⁶⁹¹ Petrobras: Over a Barrel. *The Economist*, 4 set. 2010. Disponível em: <http://www.economist.com/node/16945222>. Acesso em: 21 nov. 2011.

Em setembro de 2010, com dois meses de atraso, o governo fixou enfim em US\$ 8,51 o preço por barril a ser usado na transferência e na troca – um valor intermediário entre o preço de US\$ 5 ou US\$ 6 por barril, defendido pelos investidores minoritários, e o preço de US\$ 10 ou US\$ 12 aventado ao início pelo governo.⁶⁹² Os acionistas minoritários alegam desde então que o preço fixado pelo Estado foi inflado, e isto para que se aumentasse a participação do governo na Petrobras, e ameaçam ingressar com medidas judiciais.⁶⁹³ O que mais preocupa, porém, é a constatação de que uma estrutura de operação concebida para tratar de interesses nacionais num negócio de grande repercussão envolvendo uma empresa estatal pode vir a estabelecer um precedente para o que é permissível à luz da Lei das S.A.

Ainda assim, o preço fixado provavelmente refletiu um equilíbrio delicado entre considerações políticas e econômicas. Por um lado, a obtenção de vantagens pelo governo é politicamente popular, o que constitui em si mesma uma forte razão para se expropriarem os acionistas minoritários num ano de eleições presidenciais.⁶⁹⁴ Por outro lado, as necessidades imediatas da Petrobras de levantar capital provavelmente desincentivaram o governo a fixar um preço por demais inflado. A subsequente oferta de ações incluiu a sua colocação num valor de bilhões de dólares junto a investidores privados cujo interesse em participar da oferta – embora crucial para o financiamento da exploração das novas reservas – poderia vir a ser comprometido pela gravidade excessiva de um caso recente de abuso dos minoritários.

A oferta de ações recorde da Petrobras completou-se em setembro de 2010. Ao levantar aproximadamente US\$ 67 bilhões, tornou-se a maior oferta de ações da história mundial, fazendo assim da BM&F Bovespa a segunda bolsa de valores do planeta em termos de valor de mercado.⁶⁹⁵ De qualquer forma, o fato de a participação acionária do governo na Petrobras ter *aumentado* depois desta oferta recorde (de

⁶⁹² *Id.*

⁶⁹³ COSTA, Ana Clara. Minoritários Podem Levar Petrobras à Justiça. *Veja*, 2 set. 2010.

⁶⁹⁴ Como descrito por The Economist, *supra* nota 691, “[c]om eleições marcadas para 3 de outubro, o governo brasileiro estava ansioso por evitar as acusações de dilapidação do patrimônio nacional que teriam sucedido se ele tivesse fixado o preço do petróleo de forma a agradar os investidores”.

⁶⁹⁵ WHEATLEY, Jonathan. Petrobras Offering Raises \$67bn. *Financial Times*, UK, 24 set. 2010; MOZEE, Carla. Bovespa: Brazil Exchange Now World's 2nd Largest. *MarketWatch*, Los Angeles, 24 set. 2010 (após o término da oferta da Petrobras, o valor de mercado da BM&F Bovespa atingiu US\$ 17,8 bilhões, superior às bolsas de Londres, Nasdaq e de Nova Iorque combinadas, e logo

cerca de 40% para 48% do capital acionário total da companhia) demonstra que o papel do Estado-acionista e os seus interesses no regime circundante de governança corporativa não vão desaparecer num futuro próximo.⁶⁹⁶

De fato, uma das principais inovações de Direito Societário no Brasil em 2010 refere-se às empresas estatais. Em dezembro desse ano, o Brasil promulgou uma nova lei que ordenava a representação dos empregados no conselho de administração das sociedades anônimas controladas pelo governo.⁶⁹⁷ O Brasil possuía, até então, pouca experiência com representação dos trabalhadores em conselhos de administração. Embora a reforma de 2001 da Lei das S.A. tivesse de modo explícito permitido a qualquer S.A. (pública ou privada), por meio do seu estatuto social, alocar, no conselho, assentos para representantes dos empregados,⁶⁹⁸ esta prática permaneceu pouco utilizada no Brasil.

A nova lei brasileira prevê uma versão particularmente branda da gestão compartilhada nos conselhos das estatais, uma prática que não é corrente no Direito comparado.⁶⁹⁹ O Direito Societário alemão, exemplo paradigmático do que chamam de *Mitbestimmung*, prevê um sistema de “gestão compartilhada quase paritária” para as companhias com mais de dois mil empregados, cujos representantes compõem 50% do Conselho de Supervisão (*Aufsichtsrat*) e o presidente do conselho (geralmente nomeado pelos acionistas) tem voto de desempate.⁷⁰⁰ A lei

atrás da Bolsa de Valores de Hong Kong, a maior do mundo, que possui um valor de mercado de US\$ 19,8 bilhões).

⁶⁹⁶ WHEATLEY, *supra* nota 695.

⁶⁹⁷ Lei 12.353, de 28 de dezembro, de 2010.

⁶⁹⁸ Lei 6.404, art. 140, parágrafo único (redação dada pela Lei 10.303, de 2001).

⁶⁹⁹ Para um panorama dos direitos de governança dos trabalhadores numa perspectiva comparada, *ver* ENRIQUES, Luca; HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. The Basic Governance Structure: Minority Shareholders and Non-Shareholder Constituencies. In: HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier (Eds.). *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*. New York: Oxford University Press, 2004, p. 89 e ss. Os únicos países da UE que não preveem nenhuma forma de gestão compartilhada são Portugal, Bélgica, Itália e Reino Unido. Porém, muitos dos outros países da UE limitam a representação dos trabalhadores no conselho às companhias estatais. *Id.*, p. 100.

⁷⁰⁰ As companhias com menos de 500 empregados não estão sujeitas à gestão compartilhada, ao passo que as empresas que possuem entre 500 e 2.000 empregados precisam ter um terço de representantes dos trabalhadores no conselho fiscal. *Ver* GILSON; HANSMANN; FARGENDLER, *supra* nota 589. Para uma análise excelente das origens e contornos da gestão compartilhada na Alemanha, *ver* PISTOR, Katharina. Codetermination: A Sociopolitical Model

brasileira, em contrapartida, ordena a alocação de apenas um assento no conselho de administração para um representante dos empregados nas S.A. controladas pelo governo e possuidoras de pelo menos duzentos empregados.⁷⁰¹ Ela também preserva especificamente o direito do Estado de nomear a maioria dos conselheiros e prevê um aumento proporcional do tamanho do conselho, se necessário.⁷⁰² Ademais, a lei limita de modo significativo o escopo da gestão compartilhada com respeito aos assuntos relacionados aos empregados ao proibir que os seus representantes participem das discussões e deliberações do conselho sobre relações sindicais, remuneração empregatícia e benefícios, sem prejuízo das normas gerais acerca dos conflitos de interesse dos conselheiros – normas contidas na Lei das S.A. brasileira.⁷⁰³

No fim das contas, a nova legislação oferece uma concessão simbólica aos sindicatos (um eleitorado crucial do Partido dos Trabalhadores, que promoveu a reforma), ao mesmo tempo que evita impor limitações significativas aos direitos e poderes do Estado como acionista. Embora os efeitos práticos diretos da lei sobre a governança das estatais venham a se revelar provavelmente modestos, a sua promulgação pode servir como um sinal das intenções do governo de fortalecer a concepção institucional das empresas estatais e privilegiar, cada vez mais, os interesses do Estado e dos trabalhadores em comparação aos dos investidores externos. Mesmo assim, como veremos com mais detalhes no Capítulo seguinte, um benefício notável desta legislação é o fato de que contribui para a diferenciação entre o regime de Direito Societário aplicável às empresas estatais, por um lado, e às S.A. de propriedade privada, por outro. No entanto, na ausência de reformas mais significativas, subsistirá o risco de que o governo continue a influenciar as leis societárias gerais em detrimento dos investidores minoritários.

with Governance Externalities. In: BLAIR, Margaret M.; ROE, Mark J. (Eds.). *Employees and Corporate Governance*. Washington, D.C., Brookings Institution Press, 1999.

⁷⁰¹ Lei 12.353, arts. 2º e 5º. O representante dos trabalhadores será escolhido pelo voto direto de seus pares dentre os empregados ativos da empresa em eleição organizada pela empresa em conjunto com as entidades sindicais relevantes (art. 2º, § 1º).

⁷⁰² *Id.*, arts. 2º e 3º.

⁷⁰³ *Id.*, art. 2º, § 3º.

Capítulo V

A economia política da participação acionária do estado em perspectiva comparada

I. Introdução

Depois de duas décadas de privatizações e da emergência de um consenso crescente – embora contestado – no sentido da maior eficiência da propriedade empresarial privada de empresas comerciais em relação à propriedade estatal de empresas comerciais,⁷⁰⁴ o pêndulo oscilou novamente na direção oposta. A ascensão dos mercados emergentes que adotam o modelo do capitalismo de Estado e a onda de socorros financeiros governamentais após as crises financeiras de 2008 trouxeram as empresas estatais mais uma vez à baila. Em questão de meses após o colapso do Lehman Brothers, em setembro de 2008, o governo federal dos EUA tornou-se o principal acionista de algumas das maiores companhias daquele país – entre elas AIG, Citigroup e General Motors – e um investidor importante em várias outras instituições financeiras. Embora atípicas nos EUA,⁷⁰⁵ as sociedades de economia mista – definidas aqui como sociedades anônimas nas quais o governo compartilha a propriedade com investidores privados – ainda são ubíquas em outros lugares do mundo. Segundo dados recentes, as empresas estatais representam aproximadamente metade do valor

⁷⁰⁴ Ver notas 884-885 *infra* e o texto que as acompanha.

⁷⁰⁵ MUSOLF, Lloyd. *Uncle Sam's Private, Profitseeking Corporations (Comsat, Fannie Mae, Amtrak and Conrail)*. Lexington, Mass.: Lexington Books, 1983, p. 2 (“[a]s sociedades de economia mista ocupam uma terra de ninguém política e econômica nos Estados Unidos, embora sejam consideradas normais e até corriqueiras em muitas partes do mundo”).