

estruturária¹⁷⁴. Em virtude do amplo alcance da autonomia privada no direito britânico, basta a inserção do regramento aplicável nos atos constitutivos da companhia, não sendo necessária previsão legal. Por outro lado, nos países de sistema jurídico continental europeu, é imprescindível que a introdução da *golden share* seja respaldada por lei, seja ela de direito público, no que toca às companhias objeto de privatização, seja na legislação acionária, no que se refere às companhias em geral. Isso não significa, porém, que se exija lei específica para o tema. Basta, em verdade, que a legislação societária contemple mecanismos que permitam a conjugação dos poderes especiais próprios às *golden shares*.

Diferenciam-se também as *golden shares* quanto aos poderes que conferem ao respectivo titular. Como explicam GRUNDMANN e MÜSLEIN, as *golden shares* exercem direitos de duas ordens, relativos: (i) ao processo de decisão dos órgãos da companhia, especialmente a Assembleia Geral; e (ii) à ingerência na estrutura acionária da companhia¹⁷⁵.

Deite os primeiros, encontram-se: a aprovação de alterações estatutárias; o poder de veto em determinadas deliberações sociais; a aprovação da disposição de ativos da companhia¹⁷⁶; e a nomeação de administradores e membros do Conselho Fiscal. Tais poderes, como se pode notar, estão presentes em todas as manifestações de *golden shares* analisadas neste capítulo.

Porém, o mesmo não ocorre com o poder de ingerência sobre a estrutura acionária da companhia. Traduzido na prerrogativa de impedir a aquisição, por parte de uma pessoa ou de grupo organizado de pessoas, de número de ações que ultrapassasse certo limite, esse poder não foi estabelecido no Brasil senão no caso da Empresa Brasileira de Aeronáutica – Embraer¹⁷⁷, tendo sido contemplado com frequência no Reino Unido, França e Itália.

174 Há poucos casos em que as *golden shares* encontraram previsão legal. Referência é feita no *British Airways Act*, datado de 1980, e no *Airports Act*, datado de 1986. Cf. Rodrigues, Nuno Cunha. *Golden shares – as empresas participadas e os privilégios do Estado enquanto acionista minoritário*. Coimbra: Coimbra Editora, 2004, p. 267.

175 Grundmann, Stefan; Müslein, Florian. *Golden shares – state control in privatized companies: comparative law, European law and policy aspects*. Apr. 2003. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=110580>. Acesso em: 16 jul. 2003, p. 3.

176 Como nota Stefan Grundmann e Florian Müslein, tais direitos assumem tanto a forma de autorização prévia como de posterior cancelamento do ato (Grundmann, Stefan; Müslein, Florian. *Golden shares – state control in privatized companies: comparative law, European law and policy aspects*. Apr. 2003. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=110580>. Acesso em: 16 jul. 2003, p. 3).

177 O artigo 9º, inciso VI, do estatuto da companhia prevê que a ação de classe especial terá poder de veto na transferência do controle acionário. Essa previsão, no entanto, se mostra conária

Por fim, distinguem-se as *golden shares* conforme o titular dos poderes a elas inerentes: o próprio Estado, na maior parte das vezes, ou um agente privado alheio à perspectiva da intervenção do Estado na economia, como no caso das Bicicletas Caloi S.A. e Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia, relatados em II.2.5.

Essas são, em síntese, as características estruturais das *golden shares* que podem ser identificadas a partir das diversas aplicações do instrumento. Será objeto de análise, no capítulo seguinte, o impacto de tais características na disciplina do direito societário, com destaque para as críticas endereçadas contra as *golden shares*.

III. IMPACTO DAS GOLDEN SHARES NO DIREITO SOCIETÁRIO. DISCUSSÕES SOBRE SUA LICITUDE

III.1 FINALIDADE DO CAPÍTULO

Os mecanismos de direito societário criados a partir do modelo de privatizações britânico – aqui genericamente designados *golden shares* – foram alvo de questionamentos, de diferentes ordens.

No âmbito do direito público, por exemplo, discutiu-se a efetividade das *golden shares* como instrumento destinado a reservar ao Estado certa ingerência nas companhias privatizadas, após a transferência de seu controle ao setor privado. Questionou-se, ademais, o sentido e o alcance do interesse público cuja presença se reputava necessária para adoção do instrumento.

Ainda no âmbito do direito público, examinou-se a compatibilidade das *golden shares* com princípios fundamentais de direito constitucional econômico, como a liberdade de iniciativa e a garantia da propriedade privada. Verificação similar, desta vez em relação ao princípio da livre circulação de capitais e da liberdade de estabelecimento, pode ser encontrada no plano do direito comunitário, como relatado em II.2.4.

No entanto, em que pese a importância de todos esses questionamentos para a compreensão completa do tema, deve-se reconhecer que é no âmbito

à técnica societária. Isso porque, essencialmente o caso de oferta para aquisição de controle, a transitoriedade de controle acionário da Embraer operava-se na esfera patrimonial dos acionistas controladores da companhia e não se incluía dentre as competências dos órgãos dela próprios, como faz crer o artigo 9º. Além disso, a Embraer é uma companhia aberta e, por essa razão, não se admite a imposição de limites à circulação de suas ações.

do direito privado que emergem as mais relevantes indagações acerca da licitude das *golden shares* e da conveniência econômica de sua utilização.¹⁷⁸

Com efeito, argumenta-se que o instrumento violaria regras e princípios centrais de direito societário, como (i) a proporcionalidade entre direitos e participação acionária, (ii) a impessoalidade dos títulos acionários, (iii) a igualdade entre acionistas, (iv) a liberdade por maioria, (v) a tipicidade das espécies e classes de ações, e (vi) a livre circulação dos títulos acionários. Por alegada contrariedade a essas regras e princípios – tidos como essenciais para caracterizar o tipo societário da sociedade emissora das *golden shares* – defende-se inclusive que o instrumento seria nulo.

Adicionalmente, e em estreita relação com o exame da conveniência econômica da adoção das *golden shares*, discute-se se em tais prejudiciais ou não ao adequado funcionamento do mercado de valores mobiliários, bem como os reflexos de sua adoção no valor das ações de emissão das companhias abertas.

Por fim, são questionados os efeitos das *golden shares* sobre o interesse social. Indaga-se, a esse respeito, se as *golden shares* importam a subordinação do interesse social a interesses políticos e econômicos estranhos à companhia.

Nesse contexto, constituirá o objeto do presente capítulo a análise do debate, tanto no Brasil quanto no exterior, acerca da licitude das *golden shares* no direito societário e a sistematização dos argumentos aduzidos.¹⁷⁹ Para tanto, o capítulo está subdividido em quatro itens, conforme a natureza dos questionamentos endereçados contra as *golden shares*.

III.2 ARGUMENTOS PELA LICITUDE DAS *GOLDEN SHARES*

III.2.1 VIOLAÇÃO DE REGRAS E PRINCÍPIOS DE DIREITO SOCIETÁRIO

Inicialmente, deve-se esclarecer que a alegação de que as *golden shares* violariam regras e princípios de direito societário é recorrente dentre os juristas dos países de tradição jurídica romano-germânica, como se verá a seguir. Nos

países de tradição jurídica anglo-saxã, essa alegação é mitigada pela prevalência do princípio da autonomia privada e estatutária.

Nos itens subsequentes, encontra-se uma análise preliminar específica de cada princípio ou regra cuja violação é alegada em ataque às *golden shares*.

III.2.1.1 PROPORCIONALIDADE ENTRE DIREITOS E PARTICIPAÇÃO ACIONÁRIA

Como exposto no capítulo II, nos modelos britânico, francês e brasileiro, a *golden share* consiste em uma única unidade acionária do capital social – de valor nominal correspondente a uma unidade monetária ou seu valor nominal – que assegura ao seu titular relevantes poderes, como: a prevalência em deliberações assembleares, inclusive nas relativas à eleição dos administradores, a interferência em atos da administração e a definição da composição acionária da companhia.¹⁸⁰ A primeira dessas prerrogativas – relativa à prevalência em decisões assembleares – é assegurada mediante a atribuição, ao titular da *golden share*, de maior número de votos (voto plural ou plúrimo, como se observou nos casos das companhias britânicas Britoil e Oil Enterprise antes descritos), ou de veto absoluto.¹⁸¹

É particular a esses modelos, portanto, a desproporção entre, de um lado, a participação no capital social e, de outro, os direitos conferidos pelo título representativo dessa mesma participação.

Ocorre que em diversos ordenamentos – como o francês,¹⁸² italiano¹⁸³ e brasileiro¹⁸⁴ – vigora, no direito societário, o chamado princípio da proporcionalidade.¹⁸⁵ Segundo o princípio, que costuma ser enunciado como “*one share,*

180 Trata-se do direito de aprovar previamente ou vetar a participação de pessoa ou grupo de pessoas no capital social da companhia, direito esse atribuído ao Estado em grande parte dos ordenamentos que adotaram as *golden shares* durante o processo de privatizações (Grünmann, Stefan; Möstlein, Florian, *Golden shares – state control in privatised companies: comparative law, European law and policy aspects*, Apr. 2003. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=410580>. Acesso em: 16 jul. 2003, p. 31.

181 Grünmann, Stefan; Möstlein, Florian, *Golden shares – state control in privatised companies: comparative law, European law and policy aspects*, Apr. 2003. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=410580>. Acesso em: 16 jul. 2003, p. 3.

182 O Código Comercial francês o enuncia expressamente em seu artigo 1225-122, 1, transcrito no Apêndice.

183 Conforme artigo 2.348, *comma 1º*, do *Código Civile*, transcrito no Apêndice.

184 Confira-se artigo 110 da Lei nº. 6.404/76.

185 Também no âmbito do direito comunitário, esse princípio foi cogitado. Vide artigo 33, 1 da proposta de 5º Diretiva, acerca da estrutura das sociedades anônimas e dos poderes e obrigações de seus órgãos, transcrita no Apêndice. Em janeiro de 2004, essa proposta de Diretiva foi retirada das propostas da Comissão, por não mais ser considerada atual. Cf. Cordeiro, Antônio Menezes, *Direito europeu das sociedades*. Coimbra: Almedina, 2005, p. 718.

178 A respeito, vide: Grünmann, Stefan; Möstlein, Florian, *Golden shares – state control in privatised companies: comparative law, European law and policy aspects*, Apr. 2003. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=410580>. Acesso em: 16 jul. 2003; Kubitanzhova, Andriy; Fodor, What is golden in the golden share? Company law implications of privatisation, *Company Lawyer*, London, n. 17, fasc. 2, pp. 40-45, 1996.

179 A crítica e a proposta de desconstrução dessas argumentações circunscritas às *golden shares* serão objeto do capítulo subsequente.

*one vote*¹⁸⁶, os direitos inerentes a um título acionário devem guardar estreita relação com a participação que ele representa. Em virtude desse princípio, tais sistemas jurídicos inclusive vedam a atribuição de voto plural às ações, de qualquer espécie ou classe.¹⁸⁶

Assim, muitos autores, ao interpretar as *golden shares* segundo a disciplina desses ordenamentos, concluem que sua adoção entraria em conflito com o princípio da proporcionalidade.¹⁸⁷

III.2.1.2 IMPERSONALIDADE DA PARTICIPAÇÃO ACIONÁRIA

Junto em sua aplicação no âmbito dos programas de privatizações, quanto no caso de sua adoção por companhias já integrantes do setor privado, as *golden shares* são atribuídas ao respectivo titular em função de determinadas características que lhe são próprias. Na primeira hipótese, o Estado, na qualidade de ente soberano que deve resguardar a observância do interesse nacional¹⁸⁸, e, na segunda, um particular que tem importância estratégica para a companhia.¹⁸⁹

Diz-se, nesse sentido, que os direitos inerentes às *golden shares* assumem caráter *intra personae* e não guardam relação com a posição de acionista da companhia ocupada por seu detentor (*status socii*).¹⁹⁰

186 Vale, no Brasil, artigo 110, § 2º da Lei nº 6.404/76, na Itália, artigo 2.351, comma 4 do *Code civile*, e na França o próprio artigo 1225-122, 1 supra citado, os últimos transcritos no Apêndice. Cumpre ressaltar que, na França, embora se veja a criação de ações de voto plural, admitidas excepcionalmente a emissão de ação de voto duplo, disciplinada no artigo 1225-235 do *Code de Commerce*. A respeito do tema, vide capítulo IV, item IV.5.1, deste trabalho.

187 Nesse sentido, confira-se, por exemplo, Ballarino, Tito, *Bedolati, Leonardo. La golden share nel diritto comunitario - a proposta della recente sentenza della Corte comunitaria, Rivista delle società, Privatisations, droit boursier et pratiques des marchés. Revue des sociétés*, Paris, n. 112, pp. 1-23, 1994, p. 10; Carvalhosa, Medeiros Souza Barros, *Comentários à lei de sociedades anônimas*, 4. ed., São Paulo: Saraiva, 2002, v. 1, p. 17; e Orpo, Giorgio, *Privatizzazioni: aspetti privatistici*, Manassà, Giorgio (Org.), *Profilo giuridico delle privatizzazioni*, Torino: G. Giappichelli Editore, 1997, p. 22. Interessante a opinião de Jacopo Soffi ao analisar os *poteri speciali* italianos. Segundo ele, o fato de os poderes estatutis não estarem representados por um título acionário ou torna mais vulneráveis a críticas. Para o autor, se houvesse um título acionário que contivesse tais poderes, poder-se-ia falar de um caso de voto plural admitido pelo ordenamento italiano, já que a legislação que teria instituído os *poteri speciali* prevaleceria sobre a regra do *Code civile* (Rovati specialii, golden share e false privatizzazioni, *Rivista delle società*, Milano, n. 41, fasc. 2-3, pp. 368-404, mar/abril 1996, pp. 377, 402 e 403).

188 Vide artigo 5º, § 2º do estatuto social da Companhia Vale do Rio Doce e artigo 6º, § 2º do estatuto social da Empresa Brasileira de Aeronáutica, transcritos em II.2.5.

189 Como exemplo, cumpre citar a atribuição de uma ação de classe especial da Bicipiens Cabi S.A. à sociedade responsável por sua gestão e recuperação, também mencionada no item II.2.5. Naquela hipótese, inclusive, a ação existia enquanto durasse o contrato de prestação de serviços firmado com referida empresa.

190 Vide Dominique Carreau e Robert Trauhold, "L'Etat français s'est réservé des prérogatives exceptionnelles de contrôle sur la marche des sociétés privées: à raison de sa qualité

De acordo com esse raciocínio, tal circunstância confrontaria com a noção de impersonalidade da participação acionária, subjacente à estrutura das sociedades de capitais. Demonstra a teoria geral do direito societário que nessas sociedades a identidade do acionista não deve ter qualquer relevância, sobrepela prevalecendo o investimento realizado e a própria participação acionária, o que não se observa, segundo alguns autores, com relação às *golden shares*.

III.2.1.3 IGUALDADE ENTRE OS ACIONISTAS

Em estreita conexão com a impersonalidade da participação acionária está o princípio da igualdade entre os acionistas. Segundo esse princípio, aos acionistas de uma companhia devem ser assegurados os mesmos poderes e deveres, não cabendo qualquer distinção fundada em elementos subjetivos.

Esse princípio, porém, não é absoluto. Ele é mitigado pela existência de diferentes espécies e classes de ações. Assim, em diversos ordenamentos jurídicos¹⁹¹, há previsão de que aos acionistas titulares de ação de uma mesma espécie e classe devem ser garantidos direitos idênticos. Regra semelhante pode ser encontrada nas normas de direito comunitário europeu.¹⁹²

Mesmo sem ignorar essa circunstância, muitos autores alegam que as *golden shares*, ao atribuir direitos especiais ao respectivo titular em caráter *intra personae*, violariam esse princípio.¹⁹³

III.2.1.4 DELIBERAÇÃO POR MAIORIA

Nas sociedades empresariais, notadamente nas sociedades anônimas, as deliberações sociais são regidas pelo princípio majoritário, também designa-

¹⁸⁶ *francionnaire, ne tient titulaire que d'un seul titre. Or, il est bien clair que les privilèges que l'Etat entend conserver ne sont en rien liés à sa qualité francionnaire résidentiel des sociétés privées.*" (*Privatisations, droit boursier et pratiques des marchés. Revue des sociétés*, Paris, n. 112, pp. 1-23, 1994, p. 12).

¹⁸⁷ É o caso, por exemplo, dos ordenamentos italiano, francês e brasileiro. No italiano, tal previsão consta do artigo 2.348 do *Code civile*. No direito francês, o princípio pode ser inferido do artigo 1225-125 do *Code de Commerce*. No Brasil, a regra está prevista no artigo 109, § 1º da Lei nº 6.404/76.

¹⁸⁸ Confira-se, a esse respeito, o artigo 42 da 2ª Diretiva das Sociedades Comerciais, relativa à constituição da sociedade anônima e às modificações de seu capital, transcrita no Apêndice. Referência é feita a Carreau, Dominique; Trauhold, Robert, *Privatisations, droit boursier et pratiques des marchés. Revue des sociétés*, Paris, n. 112, pp. 1-23, 1994, pp. 12-14; Abtini, Luca, *Golden share e diritto comunitario nelle recenti sentenze della Corte di Giustizia. Diritto del commercio internazionale*, Milano, n. XVII, pp. 489-493, 2002, p. 491; e Rossi, Guido, *Privatizzazioni e diritto societario. Rivista delle società*, n. 39, fasc. 3, pp. 385-401, maggio/giugno 1994, pp. 392 e 393.

191

192

193

do regra da maioria¹⁹⁴. Trata-se de critério ou "fórmula" que permite a tomada de decisão mesmo diante de divergências entre os membros de um órgão colegiado e viabiliza assim o próprio funcionamento das sociedades¹⁹⁵.

Segundo essa fórmula, que em geral se encontra enunciada nas normas de direito societário¹⁹⁶, a sociedade deve orientar-se conforme determinado pelo maior número de votos, contados segundo a participação no capital social, cabendo à minoria dissidente, e também aos ausentes, sujeitar-se a essa orientação.

Para muitos autores¹⁹⁷, as *golden shares* violam tal fórmula, na medida em que importam a sujeição da totalidade dos acionistas da companhia, em determinadas matérias, ao voto de apenas um deles: o titular daquela ação¹⁹⁸. Tal violação, alegam esses autores, é particularmente evidente nas hipóteses de exercício, em Assembleia Geral, do veto conferido pelas *golden shares*.

194 A respeito da regra da maioria, vide Calgano, Francisco. *Il principio di maggioranza nelle società personali*. Padova, 1960. Embora tenha por escopo a aplicação da regra às sociedades de pessoas, a obra também trata da conformação da regra da maioria em abstrato, à luz da teoria geral do direito privado.

195 Sobre o assunto, vide Carvalho de Mendonça, José Xavier. *Tratado de direito comercial*, 6. ed., Rio de Janeiro, Freitas Bastos, 1959, v. IV, livro II, parte III, p. 111.

196 Cf. artigos L. 225-95 a L. 225-99 do Code de Commerce francês, artigo 2.368 do Codice Civile italiano, e artigo 129 da Lei brasileira n.º 6.404/76. No direito comunitário europeu, confira-se o artigo 36, 1 da mencionada proposta de 5ª Diretiva de Sociétés Commerciales.

197 Deontes eles, Ballarino, Tito; Bellodi, Leonardo. La golden share nel diritto comunitario - a proposito delle recenti sentenze della Corte comunitaria. *Rivista delle società*, Milano, n. 49, fasc. 1, pp. 2-42, gennaio-febbr. 2004, p. 11; Carnalossi, Modesto Souza Barros; Elzirik, Nelson. *A nova lei das S.A.*. São Paulo: Saraiva, 2002, p. 113; Costi, Renzo. Privatizzazione e diritto delle società per azioni. *Cirispendenza commerciale*, Milano, n. XXII, parte 1, fasc. 1, pp. 77-100, 1995, p. 98; Iboraci, Benarinho. La fallace "accettazione" delle privatizzazioni. *Cirispendenza commerciale*, Milano, n. XXII, parte 1, fasc. 1, pp. 20-76, 1995, p. 67; Oppio, Giorgio. Privatizzazioni: aspetti privatistici. *Matrasà, Giorgio (Org.). Profili giuridici delle privatizzazioni*. Torino: G. Giappichelli Editore, 1997, pp. 22-23; Rossi, Guido. Privatizzazioni e diritto societario. *Rivista delle società*, n. 39, fasc. 3, pp. 385-401, maggio/giugno 1994, pp. 391-392, e Salerno, Luigi. *Golden shares*: interessi pubblici e modelli societari tra diritto interno e disciplina comunitaria. *Diritto del commercio internazionale*, Milano, n. XVII, pp. 671-704, 2002, pp. 692 e 695.

198 Para Guido Rossi, no direito italiano a violação à regra da maioria é ainda mais evidente, já que o Estado sequer é acionista da companhia privatizada. Em suas palavras: "Descritto il potere, rimane arduo il suo inquadramento nel sistema delle società ai capitali, dove la regola della maggioranza è stabilita a salvaguardia e tutela della capacità deliberativa dell'assemblea, che altrimenti potrebbe essere paralizzata dal voto di un singolo azionista titolare di una partecipazione minima e comunque insignificante. È anzi ancora più imbarazzante la taliposizione in quanto il titolare del potere di voto non necessariamente deve vestire i panni dell'azionista, trovandosi la fonte di legittimazione del potere in Clausole statutarie e non in obblighi di voto unanime" (privatizzazioni e diritto societario. *Rivista delle società*, n. 39, fasc. 3, pp. 385-401, maggio/giugno 1994, p. 391).

Outra crítica endereçada às *golden shares* - e diretamente relacionada à regra da maioria¹⁹⁹ - é a ausência de atribuição de direito de recesso aos sócios que dissentirem da emissão da ação pela companhia e/ou da introdução, no respectivo estatuto social, dos poderes a ela inerentes²⁰⁰. Cumpre notar que em alguns países, como na Itália, essa crítica se confunde com o próprio debate sobre a caracterização do tipo sociedade anônima, referido em III.2.2, *infra*. Isso porque segundo a legislação desses países, a "mudança de tipo societário" constitui uma das hipóteses de direito de recesso²⁰¹.

Questão conexa a essa, porém em geral descuidada na análise das *golden shares*, diz respeito à conveniência de se prever direito de recesso em caso

199 A relação entre a regra da maioria e o direito de recesso, muito explorada pela doutrina brasileira e estrangeira, é bastante clara. Diz-se, com efeito, que o direito de recesso atua como "contratativo majoritário" (Amy Filho, Alfreduz Pedreira, José Luiz Barbato. *A lei das S.A.*, 2. ed., Rio de Janeiro, Renovar, 1996, v. I e II, p. 346), como "compensação ao abandono do primado de que certas decisões extraordinárias da assembleia geral só poderiam ser tomadas pela unanimidade dos acionistas" (Cunha, Fábio Kontar. O novo direito de reforma da acionista nos casos de fusão e incorporação. *Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro*, São Paulo, n. 116, pp. 11-16, out./dez. 1999, p. 11) ou, ainda, como "remédio legal para situações em que a aplicação do princípio majoritário apresentaria como violação ao acionista colaborando em face de situação tal que, se conhecida anteriormente não seria de molde a determinar sua adesão à sociedade" (Szajki, Rachel. *Direito de recesso*. São Paulo, 1982. Tese (doutorado). Departamento de Direito Comercial da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, p. 15).

200 Na Itália - em que, como visto em II.2.3, supra, não houve omissão de ação, apenas introdução de cláusula estatutária prevendo poderes especiais ao Estado - foi assegurado direito de recesso parcial aos acionistas dissidentes. Segundo o artigo 2, comma 2 do decreto-lei 332, o direito de recesso recai apenas sobre a reforma estatutária para previsão do poder de voto, não atingindo os outros poderes especiais, notadamente a prerrogativa de aprovar previamente (prudentemente) a participação de outros acionistas na companhia ou a celebração de acordos parassociais. Tal alcance limitado do direito de recesso recebeu críticas de Maria Teresa Cicerri (a sociedade de direito "special" ta diritto comunitario delle società e diritto comunitario della concorrenza: società a partecipazione pubblica, privatizzazioni e poteri speciali). *Diritto del commercio internazionale*, Milano, n. XI, pp. 771-829, 1996, p. 821); Renzo Costi (Privatizzazione e diritto delle società per azioni. *Cirispendenza commerciale*, Milano, n. XXII, parte 1, fasc. 1, pp. 77-100, 1995, pp. 82, 94-85; Cristiano Di Cecco (Le clausole statutarie che attribuiscono al Ministero del Tesoro la titolarità dei cosidd. "poteri speciali". Spunti di riflessione in merito al "veto" previsto dall'art. 2, comma 1, lett. c della legge n. 47/1994. In: *Matrasà, Giorgio (Org.). Profili giuridici delle privatizzazioni*. Torino: G. Giappichelli Editore, 1997, pp. 58-59); Pier Giusto Jagger (Privatizzazioni: "public companies", problemi societari. *Cirispendenza commerciale*, Milano, n. XXII, parte 1, fasc. 1, pp. 5-19, 1995, p. 47); e Guido Rossi (Privatizzazioni e diritto societario. *Rivista delle società*, n. 39, fasc. 3, pp. 385-401, maggio/giugno 1994, pp. 392-393). Para possíveis justificativas desse alcance limitado, vide Sodi, Jacopo. Poteri speciali, golden share e false privatizzazioni. *Rivista delle società*, Milano, n. 41, fasc. 2-3, pp. 368-404, març/giugno 1996, p. 394.

201 Trata-se da regra inscrita, v.g., no artigo 2.437 do Codice Civile italiano. A respeito da interpretação desse artigo em relação aos poteri speciali, vide Di Cecco, Cristiano. La clausole statutarie che attribuiscono al Ministero del Tesoro la titolarità dei cosidd. "poteri speciali". Spunti di riflessione in merito al "veto" previsto dall'art. 2, comma 1, lett. c della legge n. 47/1994. In: *Matrasà, Giorgio (Org.). Profili giuridici delle privatizzazioni*. Torino: G. Giappichelli Editore, 1997, p. 59.

de exercício dos poderes inerentes ao título, em especial do poder de voto²⁹².

III.2.1.5 LIVRE CIRCULAÇÃO DE TÍTULOS ACIONÁRIOS

Invoca-se também o princípio da livre circulação dos títulos acionários para contestar as *golden shares* sob dois aspectos.

Em primeiro lugar, alega-se que o direito de aprovar a participação de novos acionistas na companhia ou a imposição de limites à essa participação – prerrogativas inerentes à *golden share* em alguns ordenamentos jurídicos – constitui violação ao princípio da livre circulação das ações²⁹³. Diz-se, inclusive, que essa violação seria especialmente evidente nas companhias abertas, já que em relação a elas o princípio da livre circulação de ações assume particular importância. Em estreita correlação com esse argumento, encontram-se aqueles relativos à inadequação das *golden shares* ao mercado de valores mobiliários, referidos em III.2.3, *infra*.

Por outro lado, a impossibilidade de transferência do próprio título representado pela *golden share*, embora vinculada à função desempenhada pelo mecanismo, também pode ser vista como uma limitação ao princípio da livre circulação dos títulos acionários.

202. Diante os autores que analisaram o tema, Benfardino Libonatti defende que o acesso deveria ser admitido apenas por ocasião da alteração estatutária e não na hipótese de exercício dos poderes inerentes à ação. A respeito, confira-se: "Il ricorso deve essere esercitato in occasione della delibera che introduce i poteri speciali nello statuto, non in occasione del loro esercizio. Il mancato ricorso al momento genetico della combinazione consentita dall'art. 3 equivale ad accelerazione del potere speciale, sicché il discorso, per ciò che concerne la tutela della minoranza sotto questo profilo, deve, a modifica dello statuto approvato e divenuta efficace per tutti i soci (tutte le par quote che abbiano, in allora, esercitato il diritto di ricorso), intendersi chiuso... (La fatidica "accelerazione" delle privatizzazioni. *Giurisprudenza commerciale*, Milano, n. XXII, parte I, fasc. 1, pp. 20-76, 1995, p. 47).

203. Diante os juristas italianos, confira-se: Cardinale, Fuscochia, La clausola di gradimento nella privatizzazione delle public utilities. In: Marazzi, Giorgio (Org.), *Profili giuridici delle privatizzazioni*. Torino: G. Giappichelli Editore, 1997, pp. 75-101, em especial pp. 83-84; Corsi, Renzo, Privatizzazione e diritto delle società per azioni. *Giurisprudenza commerciale*, Milano, n. XXII, parte I, fasc. 1, pp. 77-100, 1995, p. 98; e Sodi, Jacopo, Poteri speciali, golden share e false privatizzazioni. *Rivista delle società*, Milano, n. 41, fasc. 2-3, pp. 168-194, março/junho 1996, p. 387. A crítica também é entregada por autores brasileiros, dentre os quais Grabam, Cosmo; Prosser, Tony. *Privatizing public enterprises: consultations, the State and regulation in comparative perspective*. New York: Oxford University Press, 1991, pp. 37 e seguintes, como Turini, Régis. *Privatisations et droit communautaire. Revue de droit des affaires internationales*, Paris, n. 7, pp. 813-833, 1993, p. 826.

III.2.1.6 TÍPICIDADE DAS ESPÉCIES E CLASSES DE AÇÕES

Conforme exposto no capítulo II, exceção feita aos *poteri speciali italiani*, os instrumentos genericamente designados *golden share* assumem a forma de títulos representativos do capital social da companhia.

Por essa razão, muitos autores defendem que sua estrutura deve estar de acordo com as espécies e classes de ações tipificadas no respectivo ordenamento jurídico. Argumenta-se, nesse sentido, que as *golden shares* devem ser reconduzidas às espécies e classes de ações já previstas no direito societário interno, sob pena de serem consideradas nulas²⁹⁴.

Esse raciocínio esteve subjacente ao debate sobre a licitude das *golden shares* no Brasil, especialmente antes da reforma da lei acionária²⁹⁵. Como mencionado em II.2.5, invocou-se a tipicidade das espécies de ações para contestar a emissão, pelas companhias privatizadas, de ação – preferencial ou ordinária – que supostamente encerraria direitos diversos dos fixados em lei.

III.2.2DESCARACTERIZAÇÃO DO TIPO "SOCIEDADE ANÔNIMA"

A inadequação das *golden shares* às regras e princípios de direito societário, indicados acima, ocasionaria, para certos autores²⁹⁶, a descaracterização do

204. Trata-se de argumento próprio da interpretação dos sistemas jurídicos de direito continental europeu, já que no sistema jurídico anglo-saxão se admite a introdução de títulos atípicos por via estatutária. A respeito desse argumento, vide Immodino, Michael S. *The golden share, financial marketing e produzione: rivista dell'Università L. Bocconi*, Milano, Isr.1, pp. 263-274, 1992, pp. 263, 264, 272; Kussl, Guido. *Privatizzazioni e diritto societario. Rivista delle società*, n. 39, fasc. 3, pp. 385-401, março/junho 1994, p. 390; e Sodi, Jacopo. *Poteri speciali, golden share e false privatizzazioni. Rivista delle società*, Milano, n. 41, fasc. 2-3, pp. 366-404, março/junho 1996, p. 377.

205. Sobre a atipicidade da *golden share* às espécies e classes de ações previstas na Lei n.º 6.404/76 antes de sua alteração pela Lei n.º 10.303/01, confira-se: Carvalho, Modesto Souza Barros; Ertik, Nelson. *A nova lei das S.A.*. São Paulo: Saraiva, 2002, p. 112; e Salomão Filho, Celso. *O novo direito societário*. São Paulo: Malheiros, 1998, p. 164-167.

206. Tal como: Carreau, Dominique; Teubold, Robert. *Privatisations, droit boursier et pratiques des marchés. Revue des sociétés*, Paris, n. 112, pp. 1-23, 1994, p. 12; Croset, Marina Teresa. *Le società di diritto "speciale" in diritto comunitario delle società e diritto comunitario della concorrenza: società a partecipazione pubblica, privatizzazioni e poteri speciali. Diritto del commercio internazionale*, Milano, n. XI, pp. 771-829, 1996, pp. 821-823; Jaeger, Pier-Giusto. *Privatizzazioni, "public companies", prohibiti societati. *Giurisprudenza commerciale**, Milano, n. XXII, parte I, fasc. 1, pp. 5-19, 1995, pp. 6-10; Ivi, Natalino. *L'ordine giuridico del mercato*, 4. ed. Bari: Editori Laterza, 2001, p. 113; Libonatti, Benfardino. *La fatidica "accelerazione" delle privatizzazioni. *Giurisprudenza commerciale**, Milano, n. XXII, parte I, fasc. 1, pp. 20-76, 1995, p. 67; Milonetti, Gustavo. *Como il diritto speciale delle imprese pubbliche "privatizzate". *Rivista delle società**, Milano, n. 39, fasc. 4, pp. 740-747, luglio/agosto 1994, pp. 741 e 746; Salerno, Luigi. *Golden shares. Interessi pubblici e modelli societari in diritto interno e disciplina comunitaria. Diritto del commercio internazionale*, Milano, n. XXII, pp. 671-704, 2002, pp. 689-699; Sodi, Jacopo. *Poten speciali, golden share e false privatizzazioni. Rivista delle società*, Milano, n. 41, fasc. 2-3,

próprio tipo "sociedade anônima". Alegam que tais regras e princípios – ou ao menos alguns deles – constituem o núcleo daquele tipo societário e, portanto, sua violação comprometeria a essência da estrutura das sociedades anônimas.

Nesse sentido, tais autores defendem que as companhias emissoras de ações com características das *golden shares* – ou cujos estatutos previam *poteri speciali* – devem ser qualificadas como um novo tipo societário, designado "sociedade anônima privatizada" ou "sociedade especial".

Para ilustrar e sintetizar a argumentação por eles aduzida, vale reproduzir o raciocínio de Rossi.

Ao tratar dos *poteri speciali*, o jurista italiano afirma que eles violam dois princípios essenciais de direito societário – a igualdade entre os acionistas e a soberania das deliberações da Assembleia Geral, tomadas por maioria de votos – e, portanto, importam a criação de um novo tipo societário.²⁰⁷

A mesma conclusão alcançada por Rossi – e pelos autores antes mencionados – foi também enunciada por Spada, porém sob fundamentos e em contexto bastante distintos.

207 pp. 368-404, março/junho 1996, pp. 393 e 400; Spada, Paolo. Autorità e libertà nel diritto della società per azioni. *Rivista di diritto civile*, Padova, n. XIII, fasc. 6, pp. 703-719, 1996, p. 713; e Ojpo, Giorgio. Privatizzazioni: aspetti privatistici. *Massa, Giorgio (Org.). Profili giuridici delle privatizzazioni*. Torino: C. Giappichelli Editore, 1997. pp. 22-23.

Conforme o texto original: "I principi elementari del diritto societario vogliono che le azioni conferiscano ai loro possessori uguali diritti (art. 2348), che le decisioni che riguardano la vita e la morte della società siano prese dall'assemblea dei soci con le regole della maggioranza e che la gestione dell'impresa sociale sia affidata agli amministratori. Ma quale garanzia della proprietà privata e della libera iniziativa privata (sanctae legi art. 41 e 42 Cost.), vi può essere in uno Stato nel quale gli azionisti della società per azioni non hanno i poteri di deliberazione più rilevanti perché se li è riservati lo Stato? Ma di quale società per azioni, con azioni diffuse fra il pubblico e quotate nei mercati regolamentati, di quale democrazia azionaria e di quale capitalismo popolare si potrà ancora parlare? Si intenderebbe evidentemente in questo caso della creazione di un nuovo tipo di società per azioni fuori della previsione basata dell'art. 2249 c.c., per il quale le società che hanno per oggetto l'esercizio di un'attività commerciale devono costituirsi secondo uno dei tipi regolati dallo stesso codice civile. I tipi societari per azioni con le regole basate fissate dal codice civile ne esiste una sola. Ricordo solo per completezza che quanto la dottrina ha attaccato l'ipotesi che per le società quotate ci si trovasse di fronte ad un nuovo tipo di società per azioni, non ha mai rilevato che in tali società fossero cancellati o non che rispettati i principi fondamentali del diritto societario. Che si tratti di un nuovo e anomalo tipo di società per azioni, cui forse bisognerebbe, per denominarla correttamente, aggiungere casualmente s.p.a. privatizzata per indicare che è nelle mani del potere pubblico, sembra ammettere lo stesso legislatore se si è sentito in dovere, in un improvviso e respiciente rispetto della normativa comune, di contemplare per i soci dissensionati dalle deliberazioni che producono i poteri speciali (...) il diritto di recesso ai sensi dell'art. 2437 c.c., che determina i casi tassativi di recesso, fra i quali è appunto, e mi pare l'unico riferibile alla nostra fattispecie, quello della deliberazione riguardante il cambiamento del tipo di società." (Privatizzazioni e diritto societario. *Rivista delle società*, n. 39, fasc. 3, pp. 385-401, maggio/ giugno 1994, pp. 392-393).

Spada tratou da atipicidade das sociedades emissoras de *golden shares* de forma incidental, ao examinar os elementos da *fattispecie* "sociedade anônima".

Segundo ele, o capital social e sua divisão em partes iguais desempenham uma função organizativa essencial na identificação do tipo "sociedade anônima"²⁰⁸. Isso porque o capital social consiste na soma dos valores investidos pelos acionistas na companhia e, como tal, pode ser utilizado para determinar a participação de cada acionista na sociedade. Para tanto, basta relacioná-lo, como denominador, ao valor investido pelo acionista.

De acordo com Spada, essa é justamente a função organizativa do capital social: permitir a mensuração da posição do sócio na sociedade, i.e., a determinação de sua participação nos lucros, nas perdas e a atribuição dos poderes políticos que lhe cabem.

No entanto, para evitar o recurso constante à operação aritmética acima descrita, invoca-se uma medida específica para aferir a participação social. Trata-se da ação. A ação é, nesse sentido, para Spada, a "unidade de medida da participação acionária" ou "uma participação acionária a qual se atribui valor unitário"²⁰⁹.

Sob esses pressupostos, Spada analisa as *azioni speciali*, cujas características se assemelham às das *golden shares*. As *azioni speciali*, melhor designadas, para o autor, *partecipazioni speciale* são aquelas dotadas de conteúdo diverso daquele indicado na lei como ordinário ou comum, em função de situações subjetivas. Todavia, tal "heterogeneidade de conteúdo" não pode contrariar a função organizativa do capital social, mais propriamente a definição da ação como específica unidade de medida da participação social. Por essa razão, afirma Spada:

"(...) nel tipo di società in esame, non potrebbe tollerarsi una partecipazione pari all'unità (cioè una sola azione) dotata di un contenuto diverso (speciale) rispetto al contenuto delle partecipazioni ordinarie.

Le partecipazioni debite di un contenuto diverso da quello ordinario devono, al pari delle altre, potersi misurare in azioni. E dunque,

208 Dalla nozione al tipo della società per azioni. *Rivista di diritto civile*, Padova, n. XXXI, fasc. 1, pp. 95-132, 1985, pp. 108-112.

209 Dalla nozione al tipo della società per azioni. *Rivista di diritto civile*, Padova, n. XXXI, fasc. 1, pp. 95-132, 1985, p. 110.

quantitativamente, as participações especiais, como as participações ordinárias, devem ser descomponíveis em ações. Qui sta la radice organizzativamente più significativa (e sono i significanti organizzativi della normativa quelli che più interessano nella prospettiva numericamente imposta), della comune affermazione per la quale si danno soltanto *sorte* di azioni speciali o categorie (art. 2348 c.c.) speciali di azioni, mentre sarebbe ipologicamente incompatibile con la società per azioni la predisposizione di *una* azione speciale, di un'azione donata di un contenuto differenziato rispetto a quello ordinario. Questa, infatti, perderebbe la funzione di unità di misura della partecipazione o almeno di una partecipazione donata di un contenuto dato.²¹⁰

Desse excerto, inferem-se duas conclusões que serão exploradas nos capítulos subsequentes. Pode-se afirmar que, para SPADA, a *azione speciale* seria em si incompatível com um dos elementos que integram o núcleo do tipo "sociedade anônima", a saber: a função organizativa do capital social. Porém, seria possível reconciliá-la com esse tipo societário caso ela assumisse a forma de uma classe específica de ações, nos termos referidos em III.2.1.6, acima.

Esclareça-se que, nesse item III.2.2, procurou-se apenas situar o debate sobre a relação entre o tipo "sociedade anônima" e as *golden shares*. Como evidenciam as posições de ROSSI e SPADA, uma conclusão sobre essa relação pressupõe a definição do tipo "sociedade anônima" e a verificação dos efeitos nele produzidos pelas *golden shares*. Esses temas serão tratados no capítulo seguinte.

III.2.3 INCOMPATIBILIDADE COM O FUNCIONAMENTO EFICIENTE DO

MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Além da violação de regras e princípios de direito societário, capaz inclusive de ocasionar a descaracterização do próprio tipo "sociedade anônima", alega-se que as *golden shares* seriam incompatíveis com o funcionamento eficiente do mercado de valores mobiliários, por diversas razões²¹¹.

210 Dellello, noção al tipo della società per azioni. *Rivista di diritto civile*, Padova, n. XXXI, fasc. 1, pp. 95-132, 1985, p. 113.

211 Cf. Del Casale, Enrica. Uno strumento diretto di controllo governativo sulle privatizzazioni: le "golden shares". *Politica del diritto*, Bologna, n. 1, pp. 149-157, mar. 1983, p. 153; Jaeger, Peter (Curso. Privatizzazioni: "public companies": problems societari. *Giurisprudenza commerciale*, Milano, n. XXII, parte 1, fasc. 1, pp. 5-19, 1995, p. 6; Mitternig, Giusiano. Contro il diritto speciale delle imprese pubbliche "privatizzate". *Rivista delle società*, Milano,

Argumenta-se que essas ações desestimulam o investimento no mercado de valores mobiliários e acabam por prejudicar a dispersão acionária e a concretização do "capitalismo popular", objetivos declarados dos programas de privatização.

Sob tal perspectiva, diz-se que as *golden shares* – ao atribuírem ao Estado a prerrogativa de intervir na estrutura e na gestão da companhia – retiram poder de decisão dos acionistas e trazem incerteza à orientação dos negócios sociais, que ficaria sujeita a circunstâncias políticas. Por essa razão, os investidores teriam mais incentivos para aplicar seus recursos em companhias insustentáveis de intervenção estatal²¹².

Em virtude dessa circunstância, haveria uma menor demanda no mercado de valores mobiliários pelas ações de companhia emissora de *golden shares*, o que por sua vez levaria a uma redução do preço e da liquidez dessas mesmas ações²¹³.

Autores consideram ainda que, por impedir a aquisição hostil da companhia (*hostile takeover*) e evitar que as respectivas ações sejam objeto de ofertas públicas de aquisição²¹⁴, as *golden shares* seriam contrárias à "eficiência do mercado de valores mobiliários"²¹⁵, que pressupõe a livre transferência de

n. 39, fasc. 4, pp. 740-747, luglio/agosto 1994, pp. 746-747; Rossi, Guido. Privatizzazioni e diritto societario. *Rivista delle società*, n. 39, fasc. 3, pp. 365-401, maggio/giugno 1994, pp. 388, 395-396; e Rulandzblawa, Audix Peter. What is golden in the golden share? Company law implications of privatisation. *Company lawyer*, London, n. 17, fasc. 2, pp. 40-45, 1996, p. 43.

212 Sobre esse argumento, vide: Bondman, Anthony E.; Laurin, Claude. Factors affecting the stock price performance of share issued privatizations. *Applied economics*, London, n. 32, pp. 1451-1464, 2000, p. 1461; European Commission. *Special rights in privatised companies in the enlarged union: a decade full of developments*. Commission Staff working document, 22 July 2005. Disponível em: <http://ec.europa.eu/infomarkets/capital/decis/privcompanies_en.pdf>. Acesso em: 17 abr. 2006, pp. 9-10; e Marini, Luca. Golden share e diritto comunitario nelle recenti sentenze della Corte di Giustizia. *Diritto del commercio internazionale*, Milano, n. XVII, pp. 489-493, 2002, p. 491.

213 Confira-se, igualmente, Bondman, Anthony E.; Laurin, Claude. Factors affecting the stock price performance of share-issued privatizations. *Applied economics*, London, n. 32, pp. 1451-1464, 2000. Para esses autores, a *golden share* provocaria efeitos negativos no preço das ações das companhias privatizadas, prejudicando o retorno dos investidores a longo prazo.

214 Segundo Nuno Cunha Rodrigues, essa circunstância contraria a 1ª Diretiva da União Europeia (2004/25/CE), que disciplina as ofertas públicas de aquisição (*golden shares* – as empresas privatizadas e os privilégios do Estado enquanto acionista minoritário). Coimbra: Coimbra Editora, 2004, pp. 337-339. De acordo com essa Diretiva, apenas a Assembleia Geral pode empreender qualquer ação para frustrar a oferta pública (artigo 9º). No mesmo sentido, Turini, Regis. Privatizations et droit communautaire. *Revue de droit des affaires internationales*, Paris, n. 7, pp. 813-833, 1993, p. 827.

215 Rossi, Guido. Privatizzazioni e diritto societario. *Rivista delle società*, n. 39, fasc. 3, pp. 365-401, maggio/giugno 1994, pp. 388, 395-396.

ações e a permanente possibilidade de aquisição do controle acionário das companhias²¹⁶.

III.2.4 SUBORDINAÇÃO DO INTERESSE SOCIAL A INTERESSES ESTRANHOS À COMPANHIA

Por fim, cumpre mencionar uma última crítica endereçada às *golden shares* no âmbito do direito societário: a subordinação do interesse social²¹⁷ a interesses estranhos à companhia²¹⁸.

Argumenta-se, a esse respeito, que as *golden shares* – por atribuírem ao Estado ou a um agente privado prerrogativas especiais em relação aos demais acionistas – permitem que as deliberações sociais sejam tomadas em observância a interesses políticos e econômicos que podem não coincidir com o interesse

216 Nesse contexto, há autores que tratam do impacto das *golden shares* no chamado mercado de controle acionário *market for corporate control*. Segundo eles, ao imporem a proposta de aquisição do controle acionário da companhia entretida por parte de uma outra empresa, as *golden shares* tendem incentivar a ineficiência dos administradores. Isso porque, conforme Aulax Vela Kuhlmanziba, no modelo perfeito de mercado de controle acionário “if managers do not work to promote efficiency in the company, and by chance the owners have not managed to replace them, the company will be subject to the threat of a takeover by a more risk-averse company (owner) whereby inefficient managers will eventually be replaced” (What is golden in the golden share? Company law implications of privatisation, *Company lawyer*, London, n. 17, fasc. 2, pp. 40-45, 1996, p. 42). A respeito, vide Adelfi Johannes, Turn of the tide: The golden share? Judgments of the European Court of Justice and the liberalization of the European capital markets, *German law journal - review of developments in German, European and international jurisprudence*, Stuttgart, v.3, n.8-1, July 2002. Disponível em: <http://www.germanlawjournal.com/article.php?id=1705>. Acesso em: 24 abr. 2006, pp. 7-10. Câmara, Paulo. The end of the “golden” age of privatisations? The recent ECJ decisions on golden shares. In: *European business organization law review*, Hague, n. 3, pp. 503-513, 2002, pp. 510-513; Del Casle, Erika. Uno strumento diretto di controllo governativo sulle privatizzazioni: le “golden shares”, *Politica del diritto*, Bologna, n. 1, pp. 149-157, mar. 1988, p. 153; Graham, Cosmo, Prosser, Tony. Privatizing nationalised industries: constitutional issues and new legal techniques, *Modern law review*, Oxford, n. 50, pp. 16-51, 1987, pp. 40-41; e Salerno, Luigi. *Golden shares*, *Interessi pubblici e modelli societari in diritto interno e disciplina comunitaria. Diritto del commercio internazionale*, Milano, n. XVII, pp. 671-704, 2002, p. 702.

217 “Interesse social” é a expressão consagrada pelos autores do direito societário para designar o interesse da companhia. Não se confunde com o interesse da comunidade, ou com o interesse da sociedade, no sentido sociológico.

218 Nesse sentido, vide: Crenet, Maria Teresa. Le società di diritto speciale tra diritto comunitario delle società e diritto comunitario della concorrenza: società a partecipazione pubblica, privatizzazioni e “golden special”. *Diritto del commercio internazionale*, Milano, n. XI, pp. 771-829, 1986, p. 820; Grundmann, Stefan. *Golden shares* – state control in privatised companies: comparative law, *European law and policy aspects*, Apr. 2003. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=410580>. Acesso em: 16 jul. 2003, pp. 31-32; Libonati, Bernardino. La fattiseca “accelerazione” delle privatizzazioni. *Giurisprudenza commerciale*, Milano, n. XXII, parte I, fasc. 1, pp. 20-76, 1995, p. 41; Salerno, Luigi. *Golden shares*, *Interessi pubblici e modelli societari in diritto interno e disciplina comunitaria. Diritto del commercio internazionale*, Milano, n. XVII, pp. 671-704, 2002, pp. 692, 695 e 700; e Cippo, Giorgio. Privatizzazioni: aspetti privatistici. Marasà, Giorgio (Org.). *Profilo giuridici delle privatizzazioni*. Torino: G. Giappichelli Editore, 1997, p. 22.

social. Em tal sentido fala-se inclusive em “heterogestão da companhia” ou “subordinação da estrutura organizativa a escolhas estranhas aos sócios, justificadas por interesses extrasociais”²¹⁹.

Embora essa argumentação assumia maior importância na análise do modelo italiano, em que a atribuição dos *poteri speciali* ao Estado independe da propriedade acionária, a relação entre as *golden shares* e o interesse social não deve ser desconsiderada, já que o interesse social pode atuar como limite ao exercício dos poderes inerentes a essas ações, conforme se verá adiante.

III.3 NECESSIDADE DE CRÍTICA AOS ARGUMENTOS CONTRÁRIOS ÀS GOLDEN SHARES

Os itens anteriores procuraram sintetizar os principais argumentos, fundados em princípios e regras de direito societário, que suportam a ilicitude das *golden shares*.

Cumpre ressaltar, porém, que tais argumentos, embora enunciados com propriedade técnica, muitas vezes serviram como bandeiras para um debate parcial e ideologicamente comprometido do tema, a ponto de se empregarem termos inusitados para qualificar as *golden shares*, como “monstruosidade” e “anomalia”, por exemplo²²⁰. Assim, nos próximos capítulos, terá início a tarefa de tentar neutralizar o componente político-ideológico do debate e trazê-lo ao campo próprio da dogmática do direito societário.

Além disso, deve-se notar que esses argumentos, vistos de forma isolada, i.e., expurgados de um contexto político-ideológico, parecem ignorar a funcionalidade econômica do instrumento. De fato, a simples rejeição da compatibilidade das *golden shares* com o direito societário afasta qualquer juízo pragmático sobre a aplicação do mecanismo e impede a conciliação – própria ao direito empresarial como *Lex Mercatoria*²²¹ – entre a estrutura e a função dos instrumentos criados pelos agentes econômicos. Justamente para promover essa necessária conciliação, os capítulos subsequentes procuram enfrentar os argumentos aqui sintetizados.

219 Libonati, Bernardino. La fattiseca “accelerazione” delle privatizzazioni. *Giurisprudenza commerciale*, Milano, n. XXII, parte I, fasc. 1, pp. 20-76, 1995, p. 41.

220 Carrara, Dominique; Treuholt, Robert. Privatizations: droit positif et pratiques des marchés. *Revue des sociétés*, Paris, n. 112, pp. 1-23, 1994, p. 10.

221 A respeito, vide Colajano, Francesco. *Lex Mercatoria – storia del diritto commerciale*. Bologna: Il Mulino, 1993.

