



Universidade de Brasília (UnB)  
Faculdade de Direito (FD)

Guilherme Bezerra Rodrigues

**O ESTADO-EMPRESÁRIO E O LUCRO:** conflitos de interesses  
nas sociedades de economia mista

Orientador: Prof. Othon de Azevedo Lopes

Brasília  
2011

Guilherme Bezerra Rodrigues

**O ESTADO-EMPRESÁRIO E O LUCRO:** conflitos de interesses  
nas sociedades de economia mista

Monografia apresentada à Faculdade de  
Direito (FD) da Universidade de Brasília  
(UnB) como requisito para a obtenção do  
grau de Bacharel em Direito.

Orientador: Prof. Othon de Azevedo Lopes

Brasília  
2011

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)

Rodrigues, Guilherme Bezerra, 1987-.

O estado-empresário e o lucro: conflitos de interesses nas sociedades de economia mista / Guilherme Bezerra Rodrigues. Brasília: UnB, 2011.

Monografia (graduação) – Universidade de Brasília, Faculdade de Direito, Brasília, 2011.

Orientador: Prof. Othon de Azevedo Lopes

1. Estado-empresário 2. Sociedade de economia mista 3. Conflitos de interesses



Universidade de Brasília (UnB)  
Faculdade de Direito (FD)

O ESTADO-EMPRESÁRIO E O LUCRO: conflitos de interesses nas sociedades de economia mista

Guilherme Bezerra Rodrigues

Monografia apresentada à Faculdade de Direito (FD) da Universidade de Brasília (UnB) como requisito para a obtenção do grau de Bacharel em Direito.

Brasília, 19 de julho de 2011

Aprovada por:

**Othon de Azevedo Lopes** - Orientador  
Professor da Faculdade de Direito da UnB (FD)  
Doutorando em Direito pela PUC-SP  
Mestre em Direito (UnB)

**Fábio Portela Lopes de Almeida** - Membro  
Mestre em Direito (UnB)  
Mestre em Filosofia (UnB)

**Hércules Alexandre da Costa Benício** - Membro  
Professor da Faculdade de Direito da UnB (FD)  
Mestre em Direito (UnB)

**Dedico:**

*à minha família, à minha namorada, aos grandes amigos e aos excepcionais professores de toda a minha vida.*

## **Agradeço:**

ao meu irmão, Fernando Leon, meu melhor e mais antigo amigo, desde sempre a voz da minha consciência, que compartilhou desde o início as angústias e os prazeres que marcaram a confecção desta monografia,

à minha querida Naty, fonte de compreensão, conforto e carinho, pela bondade sem par e pelo amor sem parâmetro,

aos meus pais, Jeane e Alvacir, sem os quais eu nada seria,

aos meus amigos de todos os cantos, pelas alegrias e pela motivação: da UnB, Marcos Helder, Felipe Ferreira, Flávio Biondo, os Pôtros!, as meninas, do Colégio Militar, Marcela, Raissa, Alexandre Jansen, Francis, Andrei Guedes, Chrystian Figueiredo, do STJ, Alex Castro, Henrique Tróccoli, Fábio Veras, Benedito Siciliano, Aldo Silvestre, entre os outros tantos que moram no meu coração,

aos professores cativantes que eu tive a sorte de conhecer, em especial aos da UnB, ao Geovanny Cezar e aos demais grandes mestres do Pódion, pela inspiração e pelo exemplo,

aos membros da banca, pessoas pelas quais eu nutro profundo respeito e gratidão pela disponibilidade.

*No Caminho, com Maiakóvski (fragmento)*

*Na primeira noite eles se aproximam  
e roubam uma flor  
do nosso jardim.  
E não dizemos nada.  
Na segunda noite, já não se escondem:  
pisam as flores,  
matam nosso cão,  
e não dizemos nada.  
Até que um dia,  
o mais frágil deles  
entra sozinho em nossa casa,  
rouba-nos a luz, e,  
conhecendo nosso medo,  
arranca-nos a voz da garganta.  
E já não podemos dizer nada.*

*Eduardo Alves da Costa*

## RESUMO

De modo geral, é tormentosa a relação entre o estado-empresário e o lucro; aparentemente, a confusão decorre da indistinção entre os objetivos do estado e da pessoa jurídica por si criada para explorar atividade econômica. A sociedade de economia mista, em específico, encerra um relacionamento muito delicado entre os investidores privados e os investidores públicos. Enquanto os primeiros têm interesses exclusivamente capitalistas, decorrentes do direito de propriedade e da liberdade, os últimos frequentemente invocam o interesse público para legitimar a atuação da empresa em investimentos sociais.

Palavras-chaves: sociedade de economia mista; empresa pública; empresa estatal exploradora de atividade econômica; estado-empresário; lucro; acionista minoritário; conflitos de interesses.



## SUMÁRIO

<b>1</b>	<b>INTRODUÇÃO.....</b>	<b>11</b>
<b>1.1</b>	<b>O Estado e o Investimento.....</b>	<b>11</b>
<b>1.2</b>	<b>O Estado Subsidiário.....</b>	<b>12</b>
<b>2</b>	<b>CAPÍTULO I.....</b>	<b>14</b>
<b>2.1</b>	<b>O Direito e a Economia.....</b>	<b>14</b>
<b>2.2</b>	<b>A Empresa.....</b>	<b>15</b>
<b>3</b>	<b>CAPÍTULO II.....</b>	<b>18</b>
<b>3.1</b>	<b>O Estado na Economia.....</b>	<b>18</b>
<b>3.2</b>	<b>Empresas Estatais .....</b>	<b>19</b>
<b>3.3</b>	<b>O Regime Jurídico Aplicável às Empresas Estatais.....</b>	<b>21</b>
<b>3.4</b>	<b>A Empresa Pública Exploradora de Atividade Econômica.....</b>	<b>23</b>
<b>3.5</b>	<b>A Empresa Pública, o Lucro e o Equilíbrio do Mercado.....</b>	<b>24</b>
<b>3.6</b>	<b>A Sociedade de Economia Mista.....</b>	<b>27</b>
<b>3.7</b>	<b>Complexidade de Interesses na Sociedade de Economia Mista...</b>	<b>29</b>
<b>3.8</b>	<b>O Legislador Infraconstitucional e as Empresas Estatais que Exploram Atividade Econômica.....</b>	<b>32</b>
<b>3.9</b>	<b>O Legítimo Interesse Exclusivamente Econômico do Investidor Privado e o Legítimo Interesse Coletivo do Investidor Público.....</b>	<b>35</b>
<b>4</b>	<b>CAPÍTULO III.....</b>	<b>37</b>

4.1	A Utilidade da Sociedade de Economia Mista.....	37
4.2	A Questão do <i>Funding</i> .....	38
4.3	A Bolsa de Valores.....	39
4.4	As Possibilidades da Bolsa.....	41
4.5	A Sociedade de Economia Mista na Bolsa.....	43
5	CAPÍTULO IV.....	48
5.1	Ocaso do Banco do Brasil.....	48
5.2	Ocaso da Eletrobras.....	52
5.3	Ocaso da Vale.....	55
6	CONCLUSÃO.....	58
	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	61

# 1 INTRODUÇÃO

## 1.1 O Estado e o Investimento

A história nacional evidencia que a ausência de investimento nos períodos de crise não encontra, em contrapartida, abundância de poupança e investimento nos tempos áureos.

Resulta dessa contradição que, no auge dos períodos de bonança, constatam-se gargalos que impedem o pleno aproveitamento da boa fase, que não há mão-de-obra nacional especializada o suficiente, que a carência de infraestrutura dificulta o escoamento da produção nacional, que a disponibilidade energética não é compatível com os planos de ampliação dos parques industriais, que a estrutura aeroportuária não comporta as pretensões de um polo turístico.

Essa falta de habilidade em se apropriar dos benefícios duradouros que os bons períodos podem proporcionar tem como consequência inarredável o aprofundamento das angústias nos períodos críticos, e demonstra que talvez não tenhamos compreendido em toda a sua profundidade o imenso valor de se planejar o futuro enquanto nação.

Superar o impasse imediatista é altamente desejável, mas dificilmente poderá acontecer "da noite para o dia". Tratando-se de alteração cultural, a disseminação da filosofia do investimento e do pensamento no longo prazo pressupõe transformações na mentalidade coletiva que não são simples, que precisam ser construídas diuturnamente, em concerto entre diversos setores da sociedade.

Nesse sentido, a mudança de horizonte temporal demanda uma atuação correta também do estado<sup>1</sup>, devido à sua magnitude no caso brasileiro e ao seu histórico de agente notório justamente por embaraçar o

---

<sup>1</sup> "Escrever estado com inicial maiúscula, quando cidadão ou contribuinte vão assim mesmo, em minúsculas, é uma deformação típica mas não exclusivamente brasileira. Os franceses, estado-dependentes, adoradores de seu generoso cofre nacional, escrevem 'État'. Os povos de língua inglesa, generalizando, esperam do estado a distribuição equânime da justiça, o respeito a contratos e à propriedade e a defesa das fronteiras. Mas não consideram uma dívida do estado o direito à boa vida material sem esforço. Grafam 'state'" (Revista Veja, carta ao leitor, ed. 1999, 14 de março de 2007).

investimento privado.

## 1.2 O Estado Subsidiário

O papel do estado na economia deve ser acessório, senão pela escolha constitucional ou por homenagem à liberdade, pela constatação prática de que – em qualquer concepção política não-totalitarista – a manutenção do aparato estatal pressupõe atividade econômica privada da qual se extraiam recursos, eminentemente pela via da tributação.

Esse arranjo, assim enunciado, demonstra que deveria existir uma inclinação natural do estado de direito pelo incentivo ao desenvolvimento econômico da sociedade, a fim de aumentar sua própria arrecadação e, consoante a compreensão de mundo que ora prevalece, prestar serviços ainda mais brilhantes aos contribuintes.

No caso brasileiro, entretanto, apesar da aparente<sup>2</sup> prosperidade experimentada nos últimos anos, a melhora do ambiente de negócios não figurou entre as principais questões nacionais – não se pode assumir que o estado tenha desempenhado com excelência o papel de facilitador da iniciativa privada, ou mesmo que a iniciativa pública tenha sido conduzida com eficiência exemplar.

O fato objetivo é que o estado, de diversas maneiras, mina a competitividade de nossas empresas, desestimula o empreendedorismo e assim limita o potencial de enriquecimento da sociedade<sup>3</sup>.

Os destaques habituais do noticiário nacional, como a inflação, a corrupção, o câmbio, a burocracia, o sistema tributário, o sistema previdenciário, enfim, os elementos que compõem o pacote "custo Brasil", são

---

<sup>2</sup> Há respeitáveis ponderações no sentido de que a pujança econômica percebida nos últimos anos decorreria, em grande monta, de uma distorção gerada pela rápida expansão do crédito, em oposição ao crescimento sustentável e duradouro que se lastrearia em poupança e investimento. Nessa linha: <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/fb9da3f8-8be3-11e0-854c-00144feab49a.html#axzz1QOhFoSEt> (o acesso a matérias do portal Financial Times depende de cadastro gratuito) e <http://www.mises.org.br/Article.aspx?id=837>. Acesso em: 06/07/2011.

<sup>3</sup> [http://www.fae.edu/publicacoes/pdf/revista\\_da\\_fae/fae\\_v2\\_n2/custo\\_brasil\\_muito\\_.pdf](http://www.fae.edu/publicacoes/pdf/revista_da_fae/fae_v2_n2/custo_brasil_muito_.pdf). Acesso em: 06/07/2011.

evidências dúplices: de quão penosa é a livre iniciativa e, visto que os obstáculos descritos são consequências diretas ou indiretas da atuação estatal, de quem é a responsabilidade pelo dramático panorama.

A constatação de que o estado não se esmera na missão de incentivar o investimento e o empreendedorismo, se não absolutamente evidente pelos elementos apontados acima, fica atestada no cenário em que os dois atores encontram-se mais próximos.

Com efeito, o ambiente em que estado e empreendedor estão lado a lado é exemplo máximo de relacionamento tenso, de interesses em permanente conflito, e no qual tende a não prevalecer a visão de longo prazo.

É por todos esses fatores, pela necessidade de se identificar o papel que o estado deve assumir, e pela necessidade de se lançarem luzes sobre diretrizes provavelmente equivocadas que orientam o comando de trilhões de reais em patrimônio público<sup>4</sup>, que empreendemos este esforço acadêmico.

---

<sup>4</sup> Para ilustrar a importância de se estudar seriamente a relação entre estado e investidor, basta citar que, entre as cinco empresas de maior patrimônio líquido listadas na Bolsa de Valores (Petrobras, Vale, Itaú-Unibanco, Eletrobrás, Banco do Brasil), quatro estão sob a órbita do estado, que participa direta ou indiretamente da composição acionária.

## 2 CAPÍTULO I

### 2.1 O Direito e a Economia

A Constituição Federal de 1988, adequadamente descrita como prolixa, resguarda o direito de propriedade em diversas passagens, notadamente no art. 5º, *caput* e XXII, e no art. 170, II. De forma menos explícita, o direito de propriedade também é reconhecido no art. 5º, XXVII, XXVIII e XXIX, propriedade intelectual; no art. 5º, XXX, direito de herança; e até mesmo nos arts. 5º, XXIV, 182 e 184, que dispõem sobre desapropriação indenizada.

Na mesma toada, são variados os dispositivos garantidores, explícita ou implicitamente, da liberdade de iniciativa: art. 1º, IV, alicerce da República; art. 5º, XIII, garantia fundamental; art. 170, *caput* e parágrafo único, fundamento da ordem econômica.

O propósito da reiteração não é garantir que mesmo o intérprete desatento compreenda a relevância da propriedade privada e da liberdade de iniciativa, trata-se da escolha constitucional pelo sistema econômico que tem os dois elementos como vigas mestras: o capitalismo.

É inequívoca a escolha do constituinte originário pelo sistema econômico capitalista, competindo ao estudioso do direito conhecê-lo enquanto sistema complexo, inserido na rematadamente imprevisível dinâmica econômica mundial. Apenas a partir de uma visão panorâmica da realidade pode-se perceber com clareza os domínios em que deve prevalecer a autonomia do mercado; aqueles em que a atuação estatal é necessária para evitar desequilíbrios e fazer prevalecer o interesse público de longo prazo; e também aqueles em que a atuação estatal se revela violadora de normas e precisa de reparo, submetido que é o estado ao direito.

Na interseção entre o direito e a economia, existe instituição que desempenha papel central em ambos os sistemas, e que por essa razão merece ser adotada como referência.

## 2.2 A Empresa

Empresa é a atividade econômica organizada para a produção ou a circulação de bens ou de serviços, que pode ser exercitada por pessoa física (empresário individual) ou pessoa jurídica (sociedade empresária). Porque é atividade, a empresa não se confunde nem com o estabelecimento, que é o complexo organizado de bens, nem com a sociedade empresária que a explora, leciona Francisco Amaral (2006, 289).

Em termos gerais, toda pessoa jurídica é fruto de uma conjugação de esforços de pessoas naturais, e serve para realizar projetos que indivíduos isoladamente não poderiam ou cujos riscos não estariam dispostos a assumir. A figura da separação patrimonial da pessoa jurídica, nesse contexto, viabiliza o risco (experimentação e inovação), sem o qual não se faz o progresso, e dota o empreendimento de dimensão atemporal e escalável, conferindo dinâmica à economia e à vida em sociedade (AMARAL, 2006, 275-276):

A pessoa jurídica é, então, um conjunto de pessoas ou de bens, dotado de personalidade jurídica. Por analogia com as pessoas físicas, a ordem jurídica disciplina o surgimento desses grupos, reconhecendo-os como sujeitos de direito. Sua razão de ser está na necessidade ou conveniência de as pessoas naturais combinarem recursos de ordem pessoal ou material para a realização de objetivos comuns, que transcendem as possibilidades de cada um dos interessados por ultrapassarem o limite normal da sua existência ou exigirem a prática de atividades não-exercitáveis por eles.

O Código Civil de 2002 relaciona as pessoas jurídicas de direito privado, situando entre elas as sociedades:

Art. 44. São pessoas jurídicas de direito privado:

- I - as associações;
- II - as sociedades;
- III - as fundações.
- IV - as organizações religiosas;
- V - os partidos políticos.

Na lição do respeitado civilista, a nota distintiva da

sociedade em relação às demais espécies de pessoas jurídicas de direito privado é a finalidade de obter lucro, instituto que não inspira associações, fundações, organizações religiosas ou partidos políticos (AMARAL, 2006, 291-292, grifos nossos):

As sociedades são pessoas jurídicas de direito privado, formadas por pessoas que reúnem bens ou serviços para o exercício de atividade econômica e partilha de resultados. **Seu objetivo é sempre de natureza lucrativa**, mas a atividade pode restringir-se à realização de um ou mais negócios determinados (CC, art. 981 e parágrafo único).

Capaz de encorajar ao trabalho e estimular a inovação como poucos outros instrumentos, o lucro é inerente ao capitalismo e – a despeito das paixões dúbias que desperta em parcela relevante da população, que o considera ilegítimo ou perverso<sup>56</sup> – recebe contornos que amplificam a sua relevância no caso brasileiro. Explica-se.

Em virtude da sistemática tributária nacional, em que devem contribuir mesmo as empresas recém-constituídas e as infrutíferas ou ruinosas, com alíquotas variáveis, mas sempre ascendentes, o simples *break-even*<sup>7</sup> pode conduzir a empresa à extinção, fazendo com que o lucro constitua, antes de benefício do empreendedor, enquanto fruto legítimo de seu trabalho e capital, um pressuposto para a mera existência da empresa.

Em outros termos, na prática, o sistema jurídico-tributário brasileiro exige que a empresa seja "muito" rentável, sob pena de extinção.

Nada obstante o fato de ser a empresa talhada para a perseguição do lucro, e de essa característica inseparável encontrar-se exacerbada pelo sistema tributário brasileiro, prevalece a noção de compatibilidade entre a natureza capitalista e a função social da empresa,

<sup>5</sup> Washington Peluso Albino de Souza explana: "a teoria marxista diz que o lucro constitui 'mais-valia', baseada no seu conceito fundamental de que o 'valor' da mercadoria é medido pelo 'trabalho' incorporado, nela própria ou nos diversos bens empregados na sua produção. Baseia-se na 'Teoria Objetiva do Valor' para concluir que essa 'mais-valia' pertenceria ao trabalhador" (2005, 568).

<sup>6</sup> O célebre economista norte-americano Walter Williams expõe com propriedade a dicotomia entre a filosofia capitalista e a progressista em relação ao lucro: <http://www.mises.org.br/Article.aspx?id=984>. Acesso em: 06/07/2011.

<sup>7</sup> *Break-even* é o ponto de equilíbrio entre receitas e despesas.



enquanto propriedade privada, em homenagem ao disposto no 170, III, da Constituição Federal de 1988:

Art. 170. A ordem econômica, fundada na valorização do trabalho humano e na livre iniciativa, tem por fim assegurar a todos existência digna, conforme os ditames da justiça social, observados os seguintes princípios:

(...)

II - propriedade privada;

III - função social da propriedade;

(...).

Sobre o necessário atendimento, por toda empresa, de sua função social, Viviane Perez ponderou, logo antes de distinguir esse instituto da noção de responsabilidade social do empresário (comportamento ético direcionado ao aperfeiçoamento da reputação perante a sociedade), (2009, 151-152):

Certamente não se pode olvidar que o constituinte originário optou pela adoção do regime capitalista, o qual se funda na livre iniciativa, e não apenas aceita, mas incentiva a persecução do lucro nas atividades econômicas. Mais do que isso, é preciso reconhecer que o lucro em si nada tem de ilícito e desempenha, ele mesmo, sua própria função social, promovendo o crescimento e o desenvolvimento econômicos. (...). O lucro, todavia, não pode ser perseguido a qualquer custo, de forma desconectada dos demais princípios que informam o exercício da atividade empresarial. Isso porque, muito embora o regime adotado pelo constituinte seja mesmo o capitalismo, não se pode esquecer que a livre iniciativa trata-se "*de uma liberdade-meio, ou liberdade condicional*".

## 3 CAPÍTULO II

### 3.1 O Estado na Economia

Nos limites deste trabalho, será examinada a intervenção do estado na economia para exploração de atividade econômica em sentido estrito, mediante empresa pública ou sociedade de economia mista.

O domínio econômico enquanto realidade fática existe a despeito do estado, que é criação jurídica. Não existem, portanto, definições naturalísticas sobre o que deva ser atribuição do estado. Todavia, a distinção entre *atuação* e *intervenção* na economia serve ao menos para diferenciar as atribuições ordinariamente desempenhadas pelo estado daquelas consideradas privativas do setor privado – sendo que essas, ainda assim, são passíveis de exercício excepcional pelo ente público. Assim é o escólio de Eros Roberto Grau (2007, 93):

Daí se verifica que o Estado não pratica *intervenção* quando presta serviço público ou regula a prestação de serviço público. Atua, no caso, em área de sua própria titularidade, na esfera pública. Por isso mesmo dir-se-á que o vocábulo *intervenção* é, no contexto, mais correto do que a expressão *atuação estatal*: *intervenção* expressa atuação estatal em área de titularidade do setor privado; *atuação estatal*, simplesmente, expressa significado mais amplo.

Marçal Justen Filho, secundado pela doutrina majoritária, desenvolve o raciocínio de que o estado pode se valer de empresas estatais, entes personalizados integrantes da administração "indireta", para atuar na economia realizando a prestação "direta" de serviços públicos a que alude o *caput* do art. 175 da Constituição Federal (2006, 122):

(...) a Constituição não contempla regras explícitas a propósito da forma jurídica pela qual se fará a prestação do serviço público pelo próprio Estado. Há simplesmente a indicação de que o Estado desempenhará o serviço público diretamente (ou indiretamente, por concessão ou permissão). O autor se filiou ao entendimento de que a prestação direta pelo Estado compreende não apenas o desempenho por meio de manifestações estatais diretas como também por via de entidades descentralizadas.

Partindo da premissa de que "o Estado poderá valer-se das mesmas formas jurídicas societárias privadas para desempenhar tanto o serviço público como a atividade econômica em sentido restrito" (JUSTEN FILHO, 2006, 123), o notável jurista considera que a figura jurídica adotada não determinará, *a priori*, o regime jurídico aplicável à entidade, porque tanto a empresa pública quanto a sociedade de economia mista podem prestar serviços públicos ou explorar atividade econômica.

### 3.2 Empresas Estatais

Empresas públicas e sociedades de economia mista são os instrumentos de que pode se valer o estado para participar ativamente do processo econômico, explorando diretamente atividade econômica (CF/88, art. 173) ou prestando serviços públicos (CF/88, art. 175), enuncia Maria Sylvia Zanella di Pietro (2007, 417, grifos originais):

Outro ponto de semelhança é o fato de empresas públicas e sociedades de economia mista desempenharem **atividade de natureza econômica**, o que pode ser feito, conforme anteriormente realçado, quer a título de intervenção do Estado no domínio econômico (quando se submetem à regra do art. 173 da Constituição), quer como serviço público assumido pelo Estado (hipótese em que se sujeitam ao disposto no art. 175).

Ambas são pessoas jurídicas de direito privado, compostas total (empresa pública) ou parcialmente (sociedade de economia mista) por capital público, e dirigidas pelo ente público detentor do controle acionário<sup>8</sup>, que será o proprietário da maioria das ações ordinárias, com direito a voto (DI PIETRO, 2007, 412, grifos originais):

Com a expressão **empresa estatal** ou **governamental** designamos todas as entidades, civis ou comerciais, de que o Estado tenha o controle acionário, abrangendo a empresa pública, a sociedade de economia mista e outras que não tenham essa natureza e às quais a Constituição faz referência, em vários dispositivos, como categoria à

---

<sup>8</sup> Decreto-Lei 200/67, art. 5º, II e III.

parte (arts. 37, XVII, 71, II, 165, § 5º, II).

A definição de acionista controlador é oferecida por Rodrigo Ferraz Pimenta da Cunha (p. 173-174):

Controlador, na letra de nossa lei societária, é o acionista titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia e que faz uso desse poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento da companhia (art. 116).

A autorização constitucional para exploração de atividade econômica pelo estado é, no que interessa aos propósitos deste trabalho, enunciada nos seguintes termos<sup>9</sup>:

Art. 173. Ressalvados os casos previstos nesta Constituição, a exploração direta de atividade econômica pelo Estado só será permitida quando necessária aos imperativos da segurança nacional ou a relevante interesse coletivo, conforme definidos em lei.

(...)

§ 1º A lei estabelecerá o estatuto jurídico da empresa pública, da sociedade de economia mista e de suas subsidiárias que explorem atividade econômica de produção ou comercialização de bens ou de prestação de serviços, dispondo sobre: (Redação dada pela Emenda Constitucional nº 19, de 1998)

(...)

II - a sujeição ao regime jurídico próprio das empresas privadas, inclusive quanto aos direitos e obrigações civis, comerciais, trabalhistas e tributários; (Incluído pela Emenda Constitucional nº 19, de 1998)

(...)

§ 2º - As empresas públicas e as sociedades de economia mista não poderão gozar de privilégios fiscais não extensivos às do setor privado.

Quando o *caput* do art. 173 da Constituição Federal estabelece que "a exploração direta de atividade econômica pelo Estado só será permitida quando necessária aos imperativos da segurança nacional ou a relevante interesse coletivo, conforme definidos em lei", fica evidenciado o

---

<sup>9</sup> Em paralelo aos critérios de "relevância e urgência" que se descartam como letra morta na edição de medidas provisórias, a fórmula "quando necessária aos imperativos da segurança nacional ou a relevante interesse coletivo" aparentemente está a demandar um conceito doutrinário mais bem delineado. De resto, pontue-se que a ausência da lei exigida pela norma constitucional de eficácia limitada ("conforme definidos em lei") nunca serviu de óbice à proliferação de empresas estatais.

caráter excepcionalíssimo da medida por meio da qual o estado passa a explorar atividade econômica. A necessária invulgaridade da atuação empresarial do estado, consoante argumenta o notável jurista José Antônio Carvalho Filho a partir de interpretação do art. 170 da CF/88, decorre do princípio segundo o qual compete precipuamente ao empresário particular a exploração de atividade econômica (2008, 448):

Mesmo a exploração indireta, por sociedades de economia mista e empresas públicas, há de ter limites (...). Aliás, é ao particular que cabe, genericamente, a iniciativa para a exploração de atividades econômicas, como emana do art. 170 e seu parágrafo único da Constituição Federal.

Por seu turno, o art. 175 da CF/88 contempla duas hipóteses de contornos distintos, a prestação de serviços públicos diretamente pelo estado e a prestação indireta, "sob regime de concessão ou permissão, sempre através de licitação". Na primeira, a atividade é custeada pelos contribuintes, e realizada por órgão do estado (ou empresa pública); na segunda, o estado delega a prestação do serviço público à iniciativa privada, que "por sua conta e risco e por prazo determinado" (Lei 8.987/95, art. 2º, II) presta serviços em troca de remuneração adequada, mediante tarifa justa cobrada dos usuários (Lei 8.987/95) ou contrapartida pecuniária do estado (Lei 11.079/04, art. 2º).

### **3.3 O Regime Jurídico Aplicável às Empresas Estatais**

A prestação de serviços públicos impõe o regime jurídico de direito público à empresa estatal, seja ela empresa pública ou sociedade de economia mista, e a exploração de atividade econômica em sentido estrito impõe o regime jurídico de direito privado, consoante a interpretação *cum grano salis* conferida ao art. 173 da CF/88 pelo Supremo Tribunal Federal:

(...) A submissão ao regime jurídico das empresas do setor privado, inclusive quanto aos direitos e obrigações tributárias, somente se justifica, como consectário natural do postulado da livre concorrência

(CF, art. 170, IV), se e quando as empresas governamentais explorarem atividade econômica em sentido estrito, não se aplicando, por isso mesmo, a disciplina prevista no art. 173, § 1º, da Constituição, às empresas públicas (caso da INFRAERO), às sociedades de economia mista e às suas subsidiárias que se qualifiquem como delegatárias de serviços públicos. (RE 363412 AgR, Relator(a): Min. CELSO DE MELLO, Segunda Turma, julgado em 07/08/2007, DJe-177 DIVULG 18-09-2008 PUBLIC 19-09-2008 EMENT VOL-02333-03 PP-00611 RTJ VOL-00206-01 PP-00407)

Nada obstante, a empresa estatal que pretenda explorar a concessão de serviço público não escapa do regramento aplicável às empresas privadas, deve se submeter em igualdade de condições, inclusive, ao certame licitatório (DI PIETRO, 2007, 413, grifos originais):

Isto quer dizer que a empresa estatal que desempenha serviço público é **concessionária de serviço público** submetendo-se à norma do artigo 175 e ao regime jurídico dos contratos administrativos, com todas as suas cláusulas exorbitantes, deveres perante os usuários e direito ao equilíbrio econômico-financeiro.

Se a empresa estatal pretende explorar serviço público que será licitado, haverá de ombrear-se à mesma altura das competidoras privadas, conforme expressamente previsto na Lei 9.074/95, art. 32, *caput*<sup>10</sup>. Defendendo a igualdade de condições, Carvalho Filho argumenta (2008, 450):

Em outras palavras, [empresas estatais] não devem ter privilégios que as beneficiem, sem serem estendidos às empresas privadas, pois que isso provocaria desequilíbrio no setor econômico em que ambas as categorias atuam. Veda-se ao Estado-empresário a obtenção de vantagens de que também não possam usufruir as empresas da iniciativa privada.

Por todo o exposto, cabe alguma reflexão sobre as hipóteses de atuação das empresas públicas e das sociedades de economia mista. Em especial, a condição de que as empresas estatais possam desempenhar atividades de natureza econômica, desde que em igualdade de condições com as empresas da iniciativa privada, dificilmente poderia ser

---

<sup>10</sup> Lei 9.074/95, art. 32, *caput*. A empresa estatal que participe, na qualidade de licitante, de concorrência para concessão e permissão de serviço público, poderá, para compor sua proposta, colher preços de bens ou serviços fornecidos por terceiros e assinar pré-contratos com dispensa de licitação.

atendida apenas pela imposição dos limites expressos no art. 173/CF (sujeição aos direitos e obrigações civis, comerciais, trabalhistas e tributários das empresas privadas).

Em adição, ao nosso sentir, empresas que só podem existir se extraírem lucro de suas atividades nunca poderão estar em condições de paridade com empresas que desdenham o lucro e que, em tese, dispõem de financiamento inesgotável.

### **3.4 A Empresa Pública Exploradora de Atividade Econômica**

União, estados e municípios podem, isoladamente ou em consórcio, afetar patrimônios e valores e instituir empresa pública com personalidade jurídica de direito privado para explorar atividade econômica.

Já assentado em tópicos anteriores, em referência aos arts. 170 e 173 da CF/88, a atuação do estado-empresário deve estar robustamente justificada em imperativos da segurança nacional ou em relevante interesse coletivo, e sua realização deve estar balizada pela igualdade de condições perante a concorrência privada, sob pena de vulnerar a liberdade de iniciativa dos cidadãos<sup>11</sup>.

Tendo em vista a origem dos recursos, é imperioso que a empresa pública persiga o interesse público, mas desde que essa persecução resulte da própria atividade prestada pela empresa, adequadamente remunerada; em outros termos, o atendimento do interesse público, no contexto de empresa pública exploradora de atividade econômica, deve consistir na própria prestação de serviços ou na venda dos produtos da empresa.

---

<sup>11</sup> Embora tardiamente, vêm sendo revistos os privilégios que ainda protegiam empresas estatais exploradoras de atividade econômica da concorrência com o setor privado, a exemplo da recente medida editada pelo Banco Central, Circular 3.522, de 14 de janeiro de 2011, que “veda às instituições financeiras a celebração de convênios, contratos ou acordos que impeçam o acesso de clientes a operações de crédito ofertadas por outras instituições” e, assim, inviabiliza a exigência de exclusividade de bancos estatais na relação com servidores públicos: <http://economia.estadao.com.br/noticias/economia+brasil,circular-do-bc-proibe-exclusividade-no-credito-consignado,51023,0.htm>. Acesso em: 06/07/2011.

A previsão de que as empresas estatais devam se sujeitar "ao regime jurídico próprio das empresas privadas, inclusive quanto aos direitos e obrigações civis, comerciais, trabalhistas e tributários" precisa ser interpretada à luz do *caput* do dispositivo, que condiciona a exploração de atividade econômica pelo estado a hipóteses excepcionais exatamente para resguardar a exploração pela iniciativa privada, que é a regra. Sob essa exegese da Lei Maior, relegar o lucro a papel secundário redundaria em vantagem ilegítima sobre os demais competidores, com nefastas consequências sobre a concorrência e o princípio da liberdade de iniciativa, tão caro à principiologia econômico-constitucional.

Insistimos no ponto para vincar a tese de que a empresa pública que explora atividade econômica deve ter como objetivo ser rentável para o seu acionista, o ente público, e como limite a norma que veda "o abuso do poder econômico que vise à dominação dos mercados, à eliminação da concorrência e ao aumento arbitrário dos lucros" (CF/88, art. 173, § 4º).

Revelam-se perfilhados a essa concepção os decretos, periodicamente reeditados, que aprovam os estatutos da Caixa Econômica Federal. À exceção do Decreto 99.531/90, desde o início da década de 90 a Caixa tem disciplina explícita de lucros e, a partir do Decreto 2.254/97, destina no mínimo 25% do resultado do exercício para o pagamento de dividendos, a exemplo do que o fazem as sociedades anônimas, a teor do art. 202 da Lei 6.404/76, a Lei das Sociedades Anônimas.

### **3.5 A Empresa Pública, o Lucro e o Equilíbrio do Mercado**

Em regime de competição no mercado, a vantagem da empresa pública que relegasse ao lucro papel secundário seria imensa em um primeiro momento, quando trabalharia com margens espremidas (que se tornariam negativas na primeira turbulência econômica), mas o diferencial seria efêmero.

A desnecessidade de postar lucros, ao suprimir esse



importante indicador objetivo da eficiência da empresa, invariavelmente redundaria em menores pressões sobre os resultados, em indiferença com a satisfação ou insatisfação do cliente, em desapego pelo controle de custos, em perda de eficiência, compondo-se um quadro que não poderia levar a empresa a situação diversa do desequilíbrio financeiro crônico.

No longo prazo, a não ser que se realizassem sucessivos aportes de dinheiro público para salvá-la da insolvência, a empresa pública "faliria"<sup>12</sup> ou sucumbiria à concorrência mais dedicada ao consumidor. Nesse percurso, porém, antes de agonizar, teria competido deslealmente, provavelmente impedindo o florescimento de diversas outras empresas promissoras, que não conseguiriam competir com o poderio econômico estatal.

Se no regime de direito privado a missão precípua da sociedade empresária é a obtenção de lucros, conforme expusemos a partir da distinção entre a sociedade e as demais pessoas jurídicas de direito privado, não há justificativa para que assim não seja em relação às sociedades compostas pelo estado. A conformação deve ser assim em homenagem ao próprio texto do art. 173, que pedimos vênia para transcrever novamente, que autoriza a exploração de atividade econômica pelo estado desde que em igualdade de condições com a iniciativa privada:

Art. 173. Ressalvados os casos previstos nesta Constituição, a exploração direta de atividade econômica pelo Estado só será permitida quando necessária aos imperativos da segurança nacional ou a relevante interesse coletivo, conforme definidos em lei.

§ 1º A lei estabelecerá o estatuto jurídico da empresa pública, da sociedade de economia mista e de suas subsidiárias que explorem atividade econômica de produção ou comercialização de bens ou de prestação de serviços, dispondo sobre:

I - sua função social e formas de fiscalização pelo Estado e pela sociedade;

II - a sujeição ao regime jurídico próprio das empresas privadas, inclusive quanto aos direitos e obrigações civis, comerciais, trabalhistas e tributários;

(...)

§ 2º - As empresas públicas e as sociedades de economia mista não poderão gozar de privilégios fiscais não extensivos às do setor privado.

---

<sup>12</sup> A Lei 11.101/05, que regula a recuperação judicial, a extrajudicial e a falência do empresário e da sociedade empresária, exclui a empresa pública e a sociedade de economia mista de sua esfera de ação no art. 2º, I.

O inciso segundo, bem como o parágrafo segundo, devem ser interpretados como normas exemplificativas, e não taxativas, porque decorrem da previsão maior de isonomia da concorrência com o setor privado. Logo, entendemos que o "regime de direito privado" aplicável às empresas estatais merece uma configuração material, e não meramente *pro forma*. Embora o estado não tenha interesse típico em lucrar, é perfeitamente possível, senão imperativo, admitir que suas empresas públicas exploradoras de atividade econômica tenham no lucro o principal fito.

Não restam dúvidas, portanto, quanto ao acerto da norma constitucional que determina a submissão da empresa pública exploradora de atividade econômica ao regime de direito privado (DI PIETRO, 2007, 413, grifos originais):

Uma primeira ilação que se tira do art. 173, § 1º, é a de que, quando o Estado, por intermédio dessas empresas, exerce **atividade econômica**, reservada preferencialmente ao particular pelo *caput* do dispositivo, ele obedece, no silêncio da lei, a normas de direito privado. Estas normas são a regra; o direito público é exceção e, como tal, deve ser interpretado restritivamente.

A partir do lucro as empresas públicas distribuirão dividendos que, esses sim, ao adentrarem a esfera patrimonial do ente acionista, não estarão adstritos ao comando de maximizar o retorno; a pessoa jurídica de direito público poderá então, enfim, investir inclusive em projetos que têm por escopo o lucro social antes do lucro contábil.

Oportuno ressaltar ainda que o indivíduo empresário pode, ao seu talento, renunciar aos lucros, mas isso é inadmissível para o estado-empresário, guiado pelo imperativo da indisponibilidade do interesse público.

Entendimento diverso, que admitisse o direcionamento do capital da empresa pública exploradora de atividade econômica para investimentos sabidamente não-lucrativos, atrairia a pecha da ofensa à Constituição, pela concorrência privilegiada, pelo desvio de finalidade ou por falta de apreço aos princípios da eficiência e da indisponibilidade do interesse

público, que recomendariam a maximização do retorno obtido com a inversão do patrimônio público.

Sintetizando com maestria a impertinência da confusão entre os interesses das empresas estatais e os interesses próprios da administração direta, Washington Peluso Albino de Souza lecionou (2005, 350, grifos nossos):

Deixemos de lado as participações circunstanciais do Estado em empresas privadas para cuidar dos dois tipos que a legislação consagra para essa finalidade: a Sociedade de Economia Mista e a Empresa Pública (...). Bastar-lhes-ia a simples condição de pessoa de Direito Privado para se aceitar o seu deslocamento do âmbito do Direito Administrativo, **desligadas que ficam dos problemas da administração interna do Estado.**

Eis, portanto, efeito prático da distinção entre desconcentração (distribuição interna de competências) e descentralização (delegação de competências para outras pessoas jurídicas), testemunhando pela necessidade de se definir com clareza os princípios, os objetivos, as missões da empresa estatal, que não necessariamente coincidirão perfeitamente com os princípios, os objetivos, as missões da administração direta.

### 3.6 A Sociedade de Economia Mista

A sociedade de economia mista é uma espécie de empresa estatal na qual participam investidores públicos e privados. Nessa estrutura, a afetação de patrimônios e valores públicos naturalmente reclama a incidência de normas publicísticas que garantam a prevalência do interesse público no manejo dos dinheiros, é o caso da necessidade de autorização legislativa para sua criação ou extinção, da contratação por concurso público, do dever de licitar<sup>13</sup>.

---

<sup>13</sup> A submissão de sociedade de economia mista ao regime moroso da licitação, máxime após a alteração do art. 22, XXVII, da CF/88 (embora ainda não regulamentado pelo legislador infraconstitucional) é combatida pela doutrina majoritária.

Com efeito, aplicam-se tanto à administração pública direta quanto indireta os princípios republicanos explícitos e implícitos do art. 37 da Constituição Federal, que por sua relevância mereceria transcrição integral, mas por sua extensão merece recorte:

Art. 37. A administração pública direta e indireta de qualquer dos Poderes da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios obedecerá aos princípios de legalidade, impessoalidade, moralidade, publicidade e eficiência e, também, ao seguinte: (...).

Mas a presença de capital público, que justifica a submissão da empresa a normas que façam prevalecer princípios republicanos na administração indireta, não afasta da companhia sua personalidade jurídica de direito privado, nem diferencia a sua atuação no mercado de uma empresa estritamente privada.

Precisamente porque devem atuar em igualdade de condições com a iniciativa privada, o Supremo Tribunal Federal firmou recentemente, por sete votos a três, entendimento de que o regime de pagamento pela via dos precatórios não pode ser estendido às sociedades de economia mista, sob pena de ofensa à paridade prescrita pelo art. 173, § 1º, II, da CF/88<sup>14</sup>:

Em voto-vista [vencedor], o Min. Joaquim Barbosa inaugurou divergência e desproveu o recurso. (...) Asseverou ser incontroverso que o objetivo principal da recorrente, sociedade de economia mista, seria a exploração lucrativa em benefício de seus acionistas — de entidades públicas ou privadas. Expôs, nesse sentido, que o Estado, ao perseguir o lucro como fim primordial, deveria despir-se das garantias soberanas necessárias à proteção do regime democrático, do sistema republicano e do pacto federativo, pois tais salvaguardas seriam incompatíveis com a livre iniciativa e com o equilíbrio concorrencial.

No caso noticiado (RE 599.628/DF), subsidiária integral de sociedade de economia mista postulava o pagamento de dívidas pela via do

---

<sup>14</sup> Informativo de jurisprudência do Supremo Tribunal Federal nº 611, "sociedades de economia mista e regime de precatórios": <http://www.stf.jus.br//arquivo/informativo/documento/informativo611.htm>. Acesso em: 06/07/2011.

precatório. Em perspectiva oposta, no RE 577.494/PR, empresa estatal exploradora de atividade econômica alega estar submetida a regime mais gravoso que o dispensado às empresas privadas no tangente às contribuições para o PIS/PASEP, tendo sido reconhecida a repercussão geral da controvérsia suscitada.

A insistência com a qual expusemos a relação entre as empresas públicas e o lucro merece renovada ênfase no caso das sociedades de economia mista. Ora, se nem mesmo a empresa pública pode negligenciar a sua missão econômica, com menos razão poderia fazê-lo a sociedade de economia mista, em que não há apenas verbas públicas em questão.

Mas ainda que daquela forma não se entendesse, e prevalecesse o conceito de que empresas públicas exploradoras de atividade econômica não precisam necessariamente almejar o lucro em cada etapa, permaneceriam absolutamente incólumes os argumentos adiante alinhavados, em defesa da lucratividade como princípio básico orientador da sociedade de economia mista.

### **3.7 Complexidade de Interesses na Sociedade de Economia Mista**

Sobre a tensão inerente à relação entre o investidor público e o investidor privado, e atento à condição de que o estado enfrenta alguma dificuldade para conciliar a sua natureza com a missão empresarial, Carvalho Filho ponderou (2008, 414):

Não é o fim a que se destina a entidade que a qualifica como participante da Administração Indireta, mas sim a natureza de que se reveste. Talvez *de lege ferenda* pudessem ser excluídas as pessoas com objetivos empresariais, objetivos normalmente impróprios aos fins desejáveis pelo Estado, mas não foi esse o sistema adotado pela Constituição e legislação pátrias.

Confirmando que as distinções entre essa espécie de empresa estatal e a empresa privada não extrapolam a origem do capital, a Lei das Sociedades Anônimas, na redação original e ainda vigente, subordina a

sociedade de economia mista ao seu regime e impõe à pessoa jurídica de direito público controladora os mesmos deveres e responsabilidades do controlador da empresa privada:

Lei 6.404/76, art. 238:

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

Ao que se vê, a primeira parte do art. 238 evidencia que os acionistas minoritários de sociedades de economia mista gozam da mesma proteção que os acionistas minoritários de sociedades privadas contra eventual atuação danosa dos acionistas controladores. Na segunda parte do dispositivo, entretanto, consta ressalva que, ao sobrelevar o interesse público, aparentemente melindra a garantia conferida ao minoritário:

Lei 6.404/76, art. 238:

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

A leitura do texto no sentido de que a atuação da companhia, quando pautada no interesse público que justificou a sua criação, pode escusar os danos causados ao acionista minoritário, não pode prevalecer.

Os deveres e responsabilidades do acionista controlador, previstos nos incisos do art. 117 da Lei das SAs, são desdobramentos dos princípios gerais da ética e da boa-fé, e condicionam a sua atuação perante os investidores minoritários que têm interesses exclusivamente patrimoniais. Bem assim, cabe ao administrador, ainda que indicado pelo acionista majoritário, conduzir os negócios dos proprietários com o zelo que conduziria os seus próprios, nos termos do Código Civil:

Art. 1.011, *caput*. O administrador da sociedade deverá ter, no exercício de suas funções, o cuidado e a diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração de seus próprios negócios.

Art. 1.017, *caput*. O administrador que, sem consentimento escrito dos sócios, aplicar créditos ou bens sociais em proveito próprio ou de terceiros, terá de restituí-los à sociedade, ou pagar o equivalente, com todos os lucros resultantes, e, se houver prejuízo, por ele também responderá.

Em sintonia com esse entendimento, Fábio Konder Comparato, atualizado por Calixto Salomão Filho, enfatizou a comunhão de escopo que deve prevalecer no exercício do poder de controle (2008, 131):

O titular do poder de controle exerce, efetivamente, como sustentou Champaud, a disposição dos bens alheios e, por isso mesmo, essa "propriedade, sob a forma de empresa" não somente tem uma função social, mas é uma função social. A atividade empresarial deve ser exercida pelo empresário nas sociedades mercantis, não no interesse próprio, mas no interesse social, isto é, de todos os sócios *uti socii*. Trata-se, portanto, de um poder-dever, a meio caminho entre o *jus* e o *munus*.

Essas considerações são integralmente pertinentes ao assunto das empresas mistas, que não podem apenas sobreviver para realizar justiça social, como podem fazer crer discursos persuasivos de segmentos da sociedade comprometidos com a "distribuição equitativa das riquezas".

A mesma lógica que faz aplicar à sociedade de economia mista o art. 37 da CF/88 impõe, na via inversa, o dever de resguardar a empresa enquanto propriedade privada. Nesse compasso, a sociedade de economia mista não pode servir, por exemplo, para viabilizar a atuação contracíclica do estado na economia<sup>15</sup>, nem para estimular a concorrência se, para tanto, for necessário reduzir margens de lucros ou realizar investimentos com perspectivas de retornos inferiores<sup>16</sup>.

A proteção dos direitos dos acionistas minoritários não é recente, encontra-se prevista expressamente no Decreto-Lei 200/67:

Art. 178, redação original:

<sup>15</sup> A proposta de atuação contracíclica significa que o estado, diferentemente da iniciativa privada, deve investir arrojadamente no prenúncio da desaceleração da economia, mesmo incorrendo em prejuízos, e adotar postura conservadora, mesmo deixando de aproveitar boas oportunidades de negócios, quando os demais agentes estiverem otimistas com as perspectivas econômicas.

<sup>16</sup> Como regra geral, considera-se insatisfatório o retorno inferior à taxa SELIC, enquanto referência de investimento "seguro".

As autarquias, emprêsas ou sociedades em que a União detenha a maioria ou a totalidade do capital votante e que acusem a ocorrência de prejuízo continuado, poderão ser liquidadas ou incorporadas a outras entidades por ato do Poder Executivo, respeitados os direitos assegurados aos eventuais acionistas minoritários, se houver, nas leis e atos constitutivos de cada entidade.

Art. 178, redação atual:

As autarquias, as empresas públicas e as sociedades de economia mista, integrantes da Administração Federal Indireta, bem assim as fundações criadas pela União ou mantidas com recursos federais, sob supervisão ministerial, e as demais sociedades sob o controle direto ou indireto da União, que acusem a ocorrência de prejuízos, estejam inativas, desenvolvam atividades já atendidas satisfatoriamente pela iniciativa privada ou não previstas no objeto social, poderão ser dissolvidas ou incorporadas a outras entidades, a critério e por ato do Poder Executivo, resguardados os direitos assegurados, aos eventuais acionistas minoritários, nas leis e atos constitutivos de cada entidade. (Redação dada pelo Decreto-Lei nº 2.299, de 1986)

No cenário das empresas controladas pelo estado, entretanto, conforme verificaremos no estudo dos casos do Banco do Brasil, da Eletrobras e da Vale (que ironicamente sequer é empresa estatal), é relativamente comum que campanhas de investimento não tenham como objetivo primordial o lucro. Nesses casos, a desvirtuação dos objetivos da empresa é comumente justificada na condição pública da empresa, e bem assim na missão de atender ao "interesse público" ou a objetivos estratégicos do governo. Tais expedientes, na medida em que reduzem o potencial de geração de lucros da companhia, contrapõem-se frontalmente aos interesses dos acionistas privados.

### **3.8 O Legislador Infraconstitucional e as Empresas Estatais que Exploram Atividade Econômica**

Rigorosamente alheios à tensão de interesses que se instaura nas sociedades de economia mista, diversos projetos de lei que pretendem regulamentar o art. 173 da CF/88, tanto da Câmara quanto do Senado, contemplam regras excêntricas<sup>17</sup>. As proposições vinculam percentual

---

<sup>17</sup> As exceções são o Projeto de lei da Câmara 5345/09, de autoria do Deputado Gustavo



dos lucros de companhias mistas a atividades atípicas, como o incentivo ao civismo e a valores socialmente relevantes, atribuindo ao patrocínio dessas atividades o atendimento à função social, que seria a missão precípua da empresa estatal.

Para ilustrar o argumento, observe-se o texto original do Projeto de lei do Senado 207/09, de autoria do Sen. José Sarney, ao qual foram apensados os Projetos 220/09, 238/09 e 12/10, e do qual não discrepa o Projeto de lei da Câmara 622/09:

Art. 14. Para a consecução de sua função social, a empresa pública e a sociedade de economia mista deverão observar o seguinte:

I – anteriormente à distribuição de lucro aos acionistas, deverá ser reservado valor equivalente a, no mínimo, dez por cento do total a ser distribuído para a consecução, no orçamento do ano subsequente, das atividades previstas no art. 13; (...).

Art. 13. A empresa pública e a sociedade de economia mista terão por missão precípua o cumprimento de sua função social.

*Parágrafo único.* Considera-se função social da empresa pública e da sociedade de economia mista, sem prejuízo de outras atribuições constantes de seu estatuto:

I – a ampliação do acesso de consumidores a seus produtos e serviços;

II – a utilização de política de discriminação de preços para os produtos e serviços consumidos pela população de baixa renda;

III – o desenvolvimento e emprego de tecnologia brasileira para produção e oferta de seus produtos e serviços, sempre que economicamente viável no longo prazo;

IV – a promoção de atividades artísticas, esportivas, culturais e comunitárias, através de patrocínio ou realização direta;

V – o investimento na preservação do acervo histórico, ecológico e cultural brasileiro e regional, bem como na exploração turística sustentável desse acervo;

VI – a realização ou patrocínio de campanhas educativas que favoreçam, individual ou coletivamente, a educação, a cultura popular, o civismo, a saúde, a melhoria das condições de vida e trabalho ou outros valores socialmente relevantes;

VII – o financiamento e a promoção de atividades, obras ou campanhas educativas que visem à inclusão social do deficiente físico e mental, inclusive através da oferta de produtos, serviços e instalações físicas adaptadas à sua utilização;

VIII – o investimento e a oferta de emprego em regiões e para populações menos favorecidas pelo desenvolvimento econômico.

Na Comissão de Constituição, Justiça e Cidadania, o

---

Fruet, que, no entanto, foi arquivado, e o Projeto de lei do Senado 220/09, da Sen. Marisa Serrano.

parecer do relator, então Sen. Tasso Jereissati, identificando o desvirtuamento impingido à figura das sociedades de economia mista, expôs a consideração de que as empresas estatais deveriam, ao contrário do que propunha o projeto inicial, seguir os mais rígidos padrões de eficiência e honestidade no trato com os acionistas privados.

Naquele ensejo consignou-se, outrossim, que a vinculação do lucro líquido da empresa a gastos sociais tocaria o patrimônio dos acionistas privados. Considerando a sintonia entre o opinativo e as teses aqui encampadas, pedimos licença para a longa transcrição:

Em relação ao art. 4º do projeto (art. 5º da emenda), concordamos com a proposta no sentido de admitir, para as sociedades de economia mista, as formas fechada e aberta, mas julgamos oportuno acrescentar mais um parágrafo em que se estabelecem as regras mínimas para que essas sociedades atinjam a boa governança exigida pelo novo mercado.

A nosso ver, as sociedades de economia mista devem adotar práticas de governança corporativa superiores às que são exigidas atualmente pela legislação societária. A valorização e a liquidez das ações são influenciadas pelo grau de segurança que é proporcionado aos investidores e pelas informações disponibilizadas pela companhia ao público.

Assim, incluímos o § 4º ao art. 4º do projeto (art. 5º da emenda), para estender às sociedades de economia mista algumas exigências necessárias para conferir padrão de excelência a suas normas societárias, e que estão entre as indispensáveis para a empresa integrar o denominado Novo Mercado da bolsa brasileira.

(...)

O projeto prevê, no seu art. 13, *caput*, que a empresa pública e a sociedade de economia mista terão por missão precípua o cumprimento de sua função social, com atividades que a compõem relacionadas em incisos do seu parágrafo único. Não concordamos que a função social dessas empresas seja missão precípua. Não é razoável que a função da Petrobras ou do Banco do Brasil, por exemplo, seja a promoção de atividades artísticas (inciso IV do referido dispositivo) ou a realização de campanhas educativas (inciso VI do comando citado). Essas empresas devem dar lucro, como qualquer outra sociedade anônima, somente se justificando a criação da empresa estatal por relevante interesse coletivo ou imperativo de segurança nacional, segundo determinação constitucional.

(...)

O projeto estipula o limite mínimo de dez por cento do lucro apurado antes da distribuição para destinação nas atividades sociais, mas não determina um limite máximo para esses gastos, abrindo, a nosso ver, uma janela para a aplicação excessiva dos recursos estatais em atividades desvinculadas das suas funções econômicas. Sugerimos a inclusão de um limite mínimo de dois por cento, para que a empresa não se abstenha de investir no social, e de um limite máximo de dez por cento, evitando a utilização descontrolada de recursos públicos. Além disso, restringimos a vinculação a gastos sociais às ações de

titularidade pública, a fim de manter a mesma atratividade para os investidores privados das ações das empresas estatais em relação às ações das demais empresas.

Confira-se, ainda para fins de ilustração, que entre as duas mil e cinquenta e nove emendas ao Projeto de lei da Câmara 8035/2010, de iniciativa do Poder Executivo, que "aprova o Plano Nacional de Educação para o decênio 2011-2020 e dá outras providências", teve especial repercussão a proposta de que 5% do lucro líquido das empresas vinculadas à União sejam destinados à infraestrutura escolar<sup>18</sup>.

As duas proposições poderiam ser legítimas, em tese, se se adstringissem a regulamentar a destinação dos *dividendos* distribuídos pela empresa ao ente controlador, quando envolveriam valores que já adentraram à esfera patrimonial da União; referindo-se indistintamente ao *lucro líquido* da empresa vinculada ao ente público, as medidas suprimiriam parcelas do que é devido aos acionistas privados, mutilando o direito de propriedade.

### **3.9 O Legítimo Interesse Exclusivamente Econômico do Investidor Privado e o Legítimo Interesse Coletivo do Investidor Público**

O propalado atendimento ao interesse público, no contexto da sociedade de economia mista, diferentemente do que se poderia cogitar numa primeira impressão, não implica garantir que os serviços sejam prestados ao menor preço possível, nem que o seu acesso seja universalizado em sacrifício do lucro.

De fato, se uma empresa privada que não lucra está fadada a perecer e, assim, deixar de empregar, recolher tributos, investir em tecnologias, oferecer seus serviços àqueles que os demandavam, a sorte que aguarda uma empresa mista ruínosa não é melhor.

Prejuízos sucessivos poderiam, no limite, associados a aportes de dinheiro público para evitar a insolvência, transformar uma empresa

---

<sup>18</sup> <http://clippingmp.planejamento.gov.br/cadastros/noticias/2011/6/1/educacao-mira-parte-do-lucro-das-estatais>. Acesso em: 06/07/2011.

mista próspera em uma empresa pública deficitária, um dreno do erário. O sacrifício do lucro para atender "relevante interesse coletivo" ou investir em "áreas estratégicas" terá sido, ao final, um *tradeoff* equivocado que, na sanha de partilhar os ovos, terá aniquilado a galinha poedeira.

Outro modelo, em que as receitas bastassem apenas para manter a empresa, não teria melhor sorte, pelo desequilíbrio competitivo que provocaria no mercado e pelo desinteresse dos sócios privados em seguir investindo recursos na atividade.

A invocação do interesse público, para justificar investimentos que apresentam rentabilidade negativa tem enorme repercussão, ganha ares de legitimidade e de "promoção de justiça social", mas a premissa é equivocada e perniciosa, conforme exporemos, senão pelo só fato de contrariar a lei, porque sobrevaloriza o presente e ignora as possibilidades do futuro. A política de menosprezar o papel do lucro nas sociedades de economia mista, frequentemente louvada pela sociedade, revela-se míope quando confrontada com os ganhos potenciais que se extrairiam de empresa eficiente e atuante em seu papel.

## 4 CAPÍTULO III

### 4.1 A Utilidade da Sociedade de Economia Mista

O festejado José dos Santos Carvalho Filho assevera que não há aspecto marcante capaz de justificar diferenciação de utilidade entre empresa pública e sociedade de economia mista (2008, 444):

Sociedades de economia mista e empresas públicas andam de mãos dadas, assemelham-se em seu perfil e irmanam-se nos objetivos colimados pelo Estado. Portanto, não será difícil verificar, ao longo deste estudo, que não haverá praticamente nenhum dado tão marcante que possa levar o Governo a optar por uma ou por outra. A ideia básica que traduzem continua sendo a do Estado-empresário, que intenta aliar uma atividade econômica com outras de interesse coletivo.

Por considerar que a matéria merece melhor reflexão, seguimos.

Pontuando o que não deveria precisar de explicitação, Francisco Amaral ensina que o figurino legal conferido à sociedade anônima só é compatível com projetos lucrativos (2006, 293, grifos nossos):

(...) sociedades por ações, anônimas, aquelas cujos sócios respondem apenas pelo valor das ações subscritas ou adquiridas. Constitui-se com dois sócios, não pode ter firma, só denominação, o capital é dividido em ações, sendo a responsabilidade dos sócios ou acionistas limitada ao preço das ações subscritas de igual valor nominal, **seu objetivo só pode ser empresa de fim lucrativo**, é sempre de natureza mercantil em razão da forma, mesmo que o objetivo seja civil (Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976).

No capitalismo, portanto, e destacadamente na realidade brasileira, conforme pudemos anotar, as empresas devem procurar sempre crescer para ganhar escala, diminuir custos e obter reconhecimento para, em última instância, expandir lucros e prosperar.

Mas se se concluísse que a sociedade de economia mista efetivamente tem por missão precípua a realização de "investimentos estratégicos", e que o lucro deve assumir papel secundário diante da

relevância do interesse coletivo, em que contexto faria sentido a presença do investidor privado, movido que é unicamente por interesses patrimoniais?

O estado, enquanto ente orientado pelo princípio da moralidade, poderia legitimamente captar investimentos de investidores privados para oferecer retornos sabidamente não ótimos?

As perguntas são retóricas – ensaiamos demonstrar que a injustiça é evidente –, mas resta investigar, portanto, por que a insistência do estado em adotar a sociedade de economia mista quando a empresa pública poderia desempenhar idêntico papel, sem a tribulação do conflito de interesses.

#### **4.2 A Questão do *Funding***

As empresas em geral cultuam o crescimento rápido. Nesse objetivo, uma das ferramentas mais adotadas é a alavancagem, estratégia por meio da qual a empresa investe recursos provenientes de terceiros, na esperança de, alcançando retornos superiores aos custos da dívida, pagar o empréstimo e gerar um lucro que não existiria, não fosse o próprio financiamento.

Na busca pela eficiência, meio para se destacar dos concorrentes, por preços ou por qualidade, a empresa naturalmente busca alternativas mais razoáveis de financiamento, em função de melhores juros, prazos, carência, até a modalidade mais sofisticada, e menos custosa para a empresa: a capitalização mediante emissão de ações.

Enquanto nas demais espécies de financiamento os aspectos positivos são contrabalanceados pelo custo dos juros – historicamente elevados no cenário brasileiro<sup>19</sup> –, na capitalização a empresa só experimenta os aspectos positivos<sup>20</sup>, uma vez que o dinheiro novo é

---

<sup>19</sup> É lugar-comum afirmar que o Brasil pratica juros reais excessivos, esse fato (associado a *spreads* bancários que incluem nossas instituições financeiras entre as mais lucrativas do planeta) explica por que, por muitos anos, endividar um negócio foi sinônimo de levá-lo à falência.

<sup>20</sup> É importante salientar o rigor da expressão, pois, de fato, quando cria e vende ações a empresa obtém recursos sem incorrer em qualquer espécie de juros; a operação, entretanto,

recebido de investidores, que aportam o capital em troca de participação nos lucros futuros.

Na capitalização, emissão de ações mediante subscrição ou "chamada de capital", a companhia cria títulos e os concede aos interessados, inicialmente aos já acionistas<sup>21</sup> que, proprietários dos direitos de subscrição, podem negociá-los em bolsa ou investir em troca de mais ações da empresa.

O porte do procedimento tende a acompanhar o porte da empresa, pode envolver a participação de literalmente dezenas de milhares de investidores e recursos na ordem dos bilhões de reais<sup>22</sup>, o que torna a operação bastante complexa, principalmente tendo em vista o elevado grau de segurança que se espera de transações financeiras envolvendo grandes somas.

É precisamente nesse arranjo, da necessidade de coordenar multidões de investidores e de conferir-lhes segurança, que surge indispensável a figura da bolsa de valores, e é pela possibilidade de angariar enormes volumes de capital que também o estado leva à Bolsa suas principais empresas de economia mista.

### 4.3 A Bolsa de Valores

Não é estranho a ninguém o conceito de feira, trata-se de um ambiente em que sujeitos se reúnem para negociar frutas e legumes,

---

não é necessariamente bem-vinda por todos os seus acionistas, que podem não aderir à capitalização (por desinteresse ou pela indisponibilidade imediata dos recursos necessários) e, por consequência, tornarem-se proprietários de uma fatia menor da empresa depois de capitalizada.

<sup>21</sup> Lei 6.404/76, art. 171, *caput*. Na proporção do número de ações que possuem, os acionistas terão preferência para a subscrição do aumento de capital.

<sup>22</sup> A título de exemplo, a capitalização realizada pela Petrobras em 2010 envolveu direta ou indiretamente centenas de milhares de investidores, que aportaram à estatal 120 bilhões de reais (curiosamente, a maior acionista, a União, não investiu dinheiro na empresa, pois "pagou" sua parte em óleo cuja tecnologia de exploração ainda não existe) (<http://clippingmp.planejamento.gov.br/cadastros/noticias/2010/10/8/com-petrobras-bolsa-atrai-32-mil-novos-investidores/> e <http://oglobo.globo.com/economia/mat/2010/09/24/capitalizacao-da-petrobras-atinge-120-bilhoes-921070543.asp>. Acesso em: 06/07/2011).

comprar, vender, trocar, e até emprestar. Uma espécie de mercado menos íntima da maioria das pessoas, considerada até exótica, é a bolsa de valores, em que se negociam, em regra, frações de empresas.

Nas empresas listadas em bolsa, diferentemente do que ocorre nas empresas de capital fechado, a composição societária pode ser extremamente dinâmica, torna-se sócio de uma empresa, ou deixa-se de sê-lo, em questão de segundos. Atualmente, qualquer interessado pode abrir conta em uma corretora sem custos e em poucos momentos efetuar sua primeira compra.

A virtualidade de realizar transações descomplicadas tem diversas implicações positivas na vida dos *stakeholders*:

i) a vantagem para os “donos” originais é a liquidez, atributo desejável em qualquer investimento, consistente na possibilidade de alienar o ativo e obter dinheiro – assim, os sócios-fundadores têm a possibilidade de vender apenas parte do negócio, sem se afastarem dele por completo;

ii) para o público, o investimento em ações se apresenta como uma forma democrática de participar do desenvolvimento econômico do país, tratando-se de uma modalidade de investimento que historicamente tem proporcionado ao menos a preservação do capital, com retornos superiores à inflação;

iii) para o estado-fiscal, a divulgação trimestral de resultados, aliada ao constante escrutínio dos analistas, facilita a fiscalização tributária, ambiental, trabalhista, concorrencial, societária, sanitária;

iv) para a empresa em si, os benefícios são vários, desde os intangíveis – como a visibilidade e a confiança proporcionada aos credores pela divulgação periódica dos resultados, como a possibilidade de emitir ações, a modalidade de financiamento, já descrita, em que o dinheiro provém dos próprios acionistas e, portanto, não se incorre em qualquer espécie de juros;

v) aos funcionários da empresa aberta, não é desprezível a percepção de empoderamento que pode decorrer de políticas de remuneração envolvendo ações;



vi) não menos importantes, os clientes das empresas são beneficiários indiretos de toda a estrutura, que incute nas corporações a cultura da transparência, da eficiência e da meritocracia.

Em linhas gerais, esses são os motivos pelos quais as bolsas de valores invariavelmente acompanham os períodos de grandes investimentos e, ao mesmo tempo, os fundamentos do sistema bursátil, enquanto elemento indissociável do capitalismo.

#### **4.4 As Possibilidades da Bolsa**

Qualquer investimento, ato de esperança no destino por definição, traz consigo a possibilidade de o futuro não se materializar conforme desejado e, por isso, tão básico quanto avaliar o retorno potencial é cotejá-lo com os seus riscos.

Tradicionalmente descrito como arriscado, em virtude das flutuações que caracterizam o sistema de "marcação a mercado"<sup>23</sup> e das incertezas inerentes ao desempenho das companhias, o investimento em ações é irreflexivamente evitado pelo grande público, que não o enxerga como alternativa válida de investimento de longo prazo, senão como um jogo de azar, a despeito da sua participação de primeira grandeza no desenvolvimento das nações ocidentais, conforme observou (PIMENTA DA CUNHA, 2007, 22):

É notória a relevância que a sociedade anônima ou por ações adquiriu na era moderna. Ainda em 1891, salientando o crescente papel das companhias nas relações econômicas daquele fim de século nos Estados Unidos, o Professor William Cook destacava que (...) as companhias, prestando-se à captação das poupanças individuais que constituíam a riqueza do país, representavam um meio democrático de investimento das economias das mais diversas classes sociais.

Sobre o desenvolvimento incipiente do mercado de capitais brasileiro, que não ganhou a expressão necessária para servir às empresas como fonte segura de financiamento, o jurista e executivo de

---

<sup>23</sup> No qual o preço do todo oscila instantaneamente a cada negociação de uma de suas partes.

sociedade anônima de capital aberto observou (PIMENTA DA CUNHA, 2007, 64):

No Brasil o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários, apesar das sucessivas tentativas, continua relativamente tímido e incapaz de oferecer às companhias o capital necessário para o financiamento de suas atividades.

Exemplo significativo de esforço para estimular o mercado financeiro pode ser notado na isenção de imposto de renda sobre "os ganhos líquidos auferidos por pessoa física em operações no mercado à vista de ações nas bolsas de valores cujo valor das alienações, realizadas em cada mês, seja igual ou inferior a vinte mil reais"<sup>24</sup>. Com efeito, não é trivial que o estado abra mão de tributos, o que só pode ser interpretado como faceta de um movimento em prol da popularização dos mercados.

Parte desse concerto, a Bolsa de Valores, Mercadorias & Futuros de São Paulo, resultado da fusão entre as duas maiores bolsas do país, agora sob a forma, ela própria, de sociedade anônima de capital aberto (não mais de associação civil sem fins lucrativos), tem divulgado a meta de difundir o investimento em ações, com o ambicioso objetivo de expandir a base de investidores dos atuais seiscentos mil para cinco milhões de CPFs cadastrados até 2014<sup>25</sup>. Para tanto, a Bolsa tem promovido campanhas agressivas de *marketing*, reduzido preços e acirrado a concorrência entre as corretoras.

Ocorre que, embora diversas políticas tenham vindo à baila para tentar reverter a imagem negativa da Bolsa perante a opinião pública, ainda não é possível afirmar que alguma tenha obtido êxito, consoante a assertiva ainda atual de Pimenta da Cunha (2007, 65):

O desenvolvimento e a ampliação do mercado de valores constituem antiga aspiração no País. Ressalta Roberto Campos, referindo-se às reformas estruturais de meados da década de 1960, que uma das prioridades do governo era a criação de uma instrumentação

---

<sup>24</sup> Lei n.º 11.033/04, art. 3º, I, e Instrução Normativa da Receita Federal do Brasil 1.022/10, art. 48, I.

<sup>25</sup> <http://www.dci.com.br/Bovespa-volta-aos-600-mil-investidores-pessoa-fisica-13-376572.html>. Acesso em: 06/07/2011.

financeira para a modernização do mercado de capitais brasileiro.

É provável que a maior oportunidade de contato entre o mercado acionário e o investidor pessoa física tenha acontecido em 2000 e em 2002, quando os trabalhadores puderam investir recursos do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS) para adquirir ações da Petrobras e da Companhia Vale do Rio Doce (a atual Vale), alienadas pela União e pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES).

O episódio poderia ter marcado uma inflexão na história da Bolsa, com a sedimentação da filosofia de longo prazo que é característica das aplicações do FGTS e, a um só tempo, simbolizar o fim de uma era de tutela e de infantilização do trabalhador, que não é considerado capaz de gerir o seu próprio fundo de garantia, mas, aparentemente, nem os retornos expressivos das aplicações foram capazes de atrair a atenção do público.

#### **4.5 A Sociedade de Economia Mista na Bolsa**

Conforme referido linhas atrás, cada aspecto da abertura de capital tem um beneficiário específico, ou o grande investidor, ou o pequeno investidor, ou o estado, ou a empresa, mas há um agente que pode ocupar todas essas posições, fazendo com que a sinergia dos benefícios simultâneos ultrapasse a soma das vantagens percebidas individualmente pelos demais agentes: trata-se do estado.

Quando o estado é sócio de uma empresa listada em bolsa, ele personifica a maior parte dos sujeitos acima enunciados, e se aproveita sobremaneira da sinergia resultante desses benefícios. O outro lado da moeda é que a multiplicidade de papéis interpretados pelo estado tem seus próprios efeitos colaterais, frequentemente constatados no desalinhamento entre os seus interesses e os dos investidores.

O conflito de interesses não é exclusividade das sociedades de economia mista, mas a presença do estado certamente torna esse cenário menos sujeito à fiscalização sobre o acionista controlador.

Ao que se vê, a sociedade em empresas de economia mista que se oferece ao público é capciosa. As pessoas que decidem investir nessas empresas são, apenas em menor escala, tão proprietárias quanto o estado, mas experimentam um grau de risco muito maior do que o ente público, pois este não depende de seus investimentos para sobreviver, ou para se aposentar com tranquilidade, e ainda tem o valioso poder de administrar o negócio.

Portanto – a constatação é universal, mas assume maior relevo no contexto em que se trata com o estado –, aos investidores minoritários resta confiar no caráter do sócio controlador<sup>26</sup>, uma vez que, como em qualquer sociedade, a relação assimétrica pode conduzir o controlador à tentação de obter proveitos ilegítimos em prejuízo do minoritário.

A inventividade humana impede a enunciação taxativa do rol de possibilidades de espoliação, mas apenas para ilustrar o quadro com os exemplos mais recorrentes verificados na selva da bolsa, não restritamente às sociedades de economia mista, podemos citar: a OPA<sup>27</sup> para cancelamento de registro por preço vil<sup>28</sup>, as contratações privilegiadas, o pagamento de salários acima do mercado, o estabelecimento de sedes administrativas suntuosas ou em localização determinada por interesses pessoais, etc, tudo de modo que os lucros comuns a todos os sócios sejam aplicados em proveito único do controlador<sup>29</sup>.

Tantas possibilidades atraíram a atenção do legislador pátrio, que, para além da inafastável jurisdição, previu órgãos reguladores

---

<sup>26</sup> A noção de *affectio societatis*, nesse contexto, depende simplesmente da adstrição do controlador ao estatuto, e se apresenta de forma muito mais objetiva do que em sociedades de participação igualitária, por exemplo, nas quais tem mais valor a empatia e o relacionamento pessoal entre os sócios.

<sup>27</sup> Por meio da *oferta pública de aquisição* para cancelamento de registro, os acionistas controladores propõem a compra das ações do *free float*, com o objetivo de deslistar a empresa da bolsa. O minoritário pode se recusar a vender suas ações, todavia, nessa vereda, terá retirado de seu investimento a liquidez imediata (enfrentará burocracia para vender suas ações fora da bolsa) e a transparência (empresas de capital fechado não recebem tanta atenção nos noticiários corporativos).

<sup>28</sup> A matéria encontra-se disciplinada na Lei 6.404/76, art. 4º, § 4º, na Lei 6.385/76, art. 21, e na Instrução CVM 361/02, art. 2º, I.

<sup>29</sup> Em análise aguda sobre a razão do prêmio de controle, o gestor Marcos Elias discorre sobre como o acionista majoritário pode experimentar muito mais valor que o acionista minoritário na mesma empresa: <http://blogempiricus.blogspot.com/2010/11/o-que-significa-o-premio-pelo-controle.html>

incumbidos de proteger a parte hipossuficiente:

Lei 6.385/76, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários:

Art. 4º O Conselho Monetário Nacional e a Comissão de Valores Mobiliários exercerão as atribuições previstas na lei para o fim de:

I - estimular a formação de poupanças e a sua aplicação em valores mobiliários;

(...)

IV - proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra:

a) emissões irregulares de valores mobiliários;

b) atos ilegais de administradores e acionistas controladores das companhias abertas, ou de administradores de carteira de valores mobiliários.

(...).

Não é necessário, porém, ressaltar quão pouco o Judiciário contribui para a resolução eficaz e célere de conflitos. Também não é segredo o estado de inoperância da CVM, que tolera fechamentos de capital infames e apenas esporadicamente conclui investigações sobre *insider trading*<sup>30</sup>, aumentando a percepção de insegurança no mercado.

Mas se a proteção do minoritário já não é tarefa simples, assume ares ainda mais delicados quando o suposto agressor é o próprio estado. De fato, a simbiose entre administração direta e indireta, sem distinção das sociedades de economia mista, resulta em sistema confuso e problemático.

Note-se que a CVM, embora vinculada ao Ministro da Fazenda<sup>31</sup>, deve fiscalizar a atuação deste enquanto membro do conselho de administração de sociedades de economia mista<sup>32</sup>, em evidente paradoxo, conforme reconheceu a atual Presidente da Comissão, em entrevista a revista semanal de popularidade expressiva<sup>33</sup>:

<sup>30</sup> Negociações realizadas com base em informações relevantes que ainda não se tornaram públicas, como fusões e aquisições ou a descoberta de rombos do balanço, eventos capazes de influenciar sensivelmente as cotações, para cima nos primeiros e para baixo no último exemplo. Na prática, o negociador privilegiado (*insider*) atenta contra a contraparte, mas principalmente contra a idoneidade do sistema.

<sup>31</sup> Lei 6.385/76, art. 5º, e Decreto 6.382/08 (Regimento Interno da Comissão de Valores Mobiliários), art. 1º.

<sup>32</sup> Lei 6.404/76, art. 235, §§ 1º e 2º.

<sup>33</sup> Entrevista disponível no seguinte endereço eletrônico: <http://revistaepoca.globo.com/Revista/Epoca/1,,EMI130747-15259,00.html>. Acesso em:

[Empresas estatais] têm uma peculiaridade: há outros atores em cena que não são vinculados às empresas e muitas vezes estão fora do alcance regulamentar da CVM. A CVM não tem nenhum mecanismo para tomar medidas contra pessoas que trabalham em ministérios ou ministros. Ou contra eventuais pronunciamentos oficiais de órgãos públicos.

A inequação é antiga. Décio Bazin, célebre jornalista econômico, investidor e, posteriormente, gestor de fundo de investimento em ações, refletia sobre as "culpas da CVM" desde 1978, pelo menos, e assim afirmou naquela obra que, a despeito do título sensacionalista, desvinculado de seu conteúdo, viria a se provar relato valiosíssimo das transformações pelas quais passaram as bolsas brasileiras desde a década de setenta<sup>34</sup> (BAZIN, 2007, 265):

[Em oposição à *Securities and Exchange Commission*], a nossa CVM revelou-se, logo após a sua instalação, apenas um órgão apoiador no Mercado de atitudes ditatoriais do governo [militar] (...). Em vez de ganhar independência, a CVM nasceu subordinada ao ministro da Fazenda, que tem o poder de nomear o seu presidente, e, naturalmente, de demiti-lo. A partir desse detalhe, ocorreu um sem-número de mazelas na atuação da entidade.

A inação do estado, entretanto, não significa que se perpetrem abusos impunemente, pois o mercado tem o condão de desenvolver mecanismos de defesa contra os casos em que o sócio controlador não zela pelos investimentos dos demais sócios.

A lição da fábula do sapo e do escorpião é extremamente válida nesse contexto<sup>35</sup>: quando o controlador adota expedientes que desvalorizam o investimento dos minoritários, o reflexo imediato é a desvalorização da sua própria participação, decorrente de um incremento na percepção de risco sobre a empresa.

---

06/07/2011.

<sup>34</sup> O título infame é "Faça Fortuna com Ações".

<sup>35</sup> O escorpião, precisando atravessar um curso d'água, pergunta ao sapo se ele pode ajudá-lo, ficando nas suas costas enquanto o anfíbio nada até o outro lado. O sapo alega que será ferroadado, mas o escorpião lhe garante que não fará isso, pois senão os dois morrerão afogados. O sapo então carrega o escorpião em suas costas, mas enquanto estão ainda no meio da água, o outro lhe dá uma ferroadada. Antes de morrer, o sapo pergunta o porquê para o escorpião. Este responde: "Eu não pude evitar, é a minha natureza".

A redução do valor do investimento não apenas reduz o patrimônio do controlador e deteriora a sua imagem como também dificulta o financiamento da empresa e, potencialmente, até a manutenção de suas atividades, especialmente em indústrias intensivas em capital, que verão restritas ou encarecidas as suas alternativas de acesso a crédito<sup>36</sup>.

Em dimensão geral, observando que a insegurança decorrente do desrespeito aos acionistas minoritários representa também dano a interesses difusos (BALOTTI e FINKELSTEIN, 1998, *apud* PIMENTA DA CUNHA, 2007, 174-175):

O poder de controle pela maioria dos acionistas é de fundamental importância. (...). Por outro lado, há sempre o problema dos conflitos de interesse. As minorias devem ter seus direitos preservados legal e contratualmente contra o abuso das majorias, sem o que se reduziriam consideravelmente os incentivos para a realização de investimentos em ações.

Na mesma toada sobre o interesse público no que diz respeito à proteção do acionista hipossuficiente, pontuaram Comparato e Salomão Filho (2008, 108):

Essa situação é à evidência bastante prejudicial ao mercado de capitais, afetando a liquidez e conseqüentemente a possibilidade de captação de recursos pelas empresas via mercado de capitais. A conseqüência macroeconômica direta é então a diminuição do investimento, com os naturais reflexos sobre o desenvolvimento econômico.

Prosseguiram os autores para salientar que a frequência e a diversidade de eventos não podem ser tidas como obstáculos, mas antes como incentivos ao estudo da matéria (2008, 111):

Essas constatações não significam de modo algum que se deva adotar uma postura fatalista, reconhecendo a incapacidade do direito para resolver a questão. Ao contrário, propugna-se por um papel ativo do direito na conformação das relações sociais.

---

<sup>36</sup> A redução do valor de mercado da empresa resulta em menores captações via emissão de ações, conforme se examinará adiante, e na diminuição de garantias capazes de satisfazer as condições comumente exigidas por bancos para a concessão de crédito.

## 5 CAPÍTULO IV

### 5.1 Ocaso do Banco do Brasil<sup>37</sup>

O Banco do Brasil, sociedade anônima de economia mista federal e capital aberto, é pessoa jurídica de direito privado constituída por capitais da União e de investidores privados, na proporção de aproximadamente 60% e 40%, respectivamente<sup>38</sup>. A maior parte de suas ações pertence ao Tesouro Nacional, bem como seu controle acionário, tocando ainda participação relevante ao BNDES, empresa pública; 30% do total das ações negocia livremente na bolsa de valores<sup>39 40</sup> e 10% pertence aos próprios funcionários do banco, por meio do fundo de previdência complementar fechado PREVI (Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil).

Todas as pessoas que investiram no Banco do Brasil, indiretamente quando contribuíram para a PREVI, diretamente adquirindo ações BBAS3 ou por intermédio de um fundo de investimentos, o fizeram com o legítimo interesse de participar dos lucros futuros dessa empresa, distribuídos periodicamente sob a forma de dividendos e juros sobre capital próprio.

Ocorre que, conforme anunciado alhures, o cenário das empresas de economia mista tem se mostrado particularmente propício para a vulneração do acionista minoritário.

O episódio em que a União protagonizou o papel de escorpião<sup>41</sup> pode ser narrado em poucas linhas: entre o final de 2008 e o início de 2009, quando ainda não era nítido o tamanho do impacto da crise do *subprime*<sup>42</sup> na economia brasileira, o então Presidente da República entendeu

<sup>37</sup> Trata-se de um jogo entre a expressão "o caso" e a palavra "ocaso", que significa, em sentido figurado, "queda, ruína, extinção, decadência, morte, crepúsculo" (Dicionário Aurélio).

<sup>38</sup> Configuração societária do Banco do Brasil: <http://www.bb.com.br/portallbb/home16,2678,2678,21,0,1,1.bb>. Acesso em: 06/07/2011.

<sup>39</sup> Demonstrações contábeis do 1º trimestre de 2011, p. 78, i: <http://www.bb.com.br/docs/pub/siteEsp/ri/pt/dce/dwn/1T11JADemoCont.pdf>. Acesso em: 06/07/2011.

<sup>40</sup> O compromisso das empresas que integram o Novo Mercado, segmento da bolsa que se pretende modelo em práticas de governança corporativa, é de manter pelo menos 25% de suas ações em *free float*, ou seja, em livre negociação no mercado.

<sup>41</sup> Nova referência à fábula do sapo e do escorpião, transcrita na nota de rodapé nº 35.

<sup>42</sup> A palavra *subprime*, significando "aquilo que não é *prime* (de primeira qualidade)", é um



por bem substituir o presidente do banco, com o objetivo declarado de ver reduzidos os *spreads* praticados e, assim, implementar política mais agressiva de concessão de crédito para evitar um desaquecimento da economia.

Naquela oportunidade, o popular mandatário teria declarado<sup>43</sup>:

A redução do *spread* bancário neste momento é uma obsessão minha. Nós precisamos fazer o *spread* voltar à normalidade no País. O Guido Mantega sabe disso, o Banco do Brasil sabe disso, a Caixa Econômica e o Banco Central sabem disso<sup>44</sup>.

A análise do discurso evidencia motivação legítima de proteger a economia do país de solavancos oriundos do exterior e preocupação compreensível com *spreads* bancários sabidamente elevados em relação à média mundial, mas também revela outras informações deveras expressivas.

Confira-se que há referência a ministro de estado, a autarquia (Banco Central), a empresa pública (Caixa Econômica) e a sociedade de economia mista (Banco do Brasil). A partir da forma como se expôs o raciocínio, percebe-se claramente que, para o locutor, tratam-se de espécies da mesma categoria, que devem comungar dos mesmos interesses e perseguir os mesmos objetivos, traçados pelo governo – naquele momento, a orientação era estimular a economia por meio da concessão de crédito menos caro.

Independentemente da constatação *a posteriori* de que a redução de margens, embora abrupta, foi passageira e não prejudicou significativamente o resultado da empresa, o fato é que o ato administrativo de demitir o então presidente da companhia teve a sua motivação viciada, exclusivamente baseada que foi no desejo de estimular a economia, sem apreço à missão de garantir a rentabilidade do negócio.

Tratando-se a adstrição ao figurino legal de elemento

---

eufemismo utilizado para indicar que determinado mutuário tem risco elevado, ou seja, que seu patrimônio e suas rendas provavelmente não serão suficientes para o pagamento do empréstimo. O termo cunhou a crise americana decorrente do inadimplemento maciço de empréstimos imobiliários, concedidos a pessoas com perfil de crédito duvidoso.

<sup>43</sup> [http://www.istoe.com.br/reportagens/11484\\_o+novo+tom+de+lula](http://www.istoe.com.br/reportagens/11484_o+novo+tom+de+lula). Acesso em: 06/07/2011.

<sup>44</sup> Na mesma ocasião, a ministra da Casa Civil, atual Presidente da República, teria afirmado: "Não aguentamos mais presidentes de bancos públicos que acham que são presidentes de bancos privados".

indispensável para a validade de todo ato administrativo, e verificando-se que a imolação dos lucros não é objetivo de qualquer empresa (apenas pode ser admitida enquanto estratégia temporária, com vistas ao incremento dos lucros futuros), é bem visível que o controlador confundiu os seus papéis e agiu em menosprezo aos interesses legítimos do investidor minoritário.

Mas a acentuada desvalorização das ações do banco nos dias que sucederam o anúncio materializou prejuízo apenas temporário para os investidores, pois logo as cotações retomaram marcha altista.

Tendo em vista a rápida superação da queda atribuída ao evento da substituição da presidência, teria sido superado o episódio, sarada a nódoa na imagem da empresa perante o mercado e os investidores? A alta das ações significaria que o desvio do controlador teria sido relevado? Tudo indica que não.

Para medir o risco atribuído à atuação do estado como acionista controlador do Banco do Brasil, comparemos o seu valor com o de outros bancos similares, fora do âmbito de controle acionário estatal.

A comparação é intencionalmente simplista, mas tem o mérito de demonstrar que, embora reportando lucros iguais ou maiores que seus pares privados, e estando situado no mesmo negócio, nem mais nem menos promissor, o Banco do Brasil tem valor de mercado significativamente inferior, reduzido em função do risco de ter o estado como sócio<sup>45</sup>.

<b>TABELA 1</b>			
<b>COMPARATIVO</b>	<b>Banco do Brasil</b>	<b>Itaú Unibanco</b>	<b>Bradesco</b>
<b>Lucro líquido no 1º trimestre de 2011</b>	2.932.360.000	2.875.830.000	2.702.040.000
<b>Lucro líquido em 2010</b>	11.800.000.000	10.300.000.000	10.000.000.000
<b>Lucro líquido em 2009</b>	10.000.000.000	10.000.000.000	8.000.000.000

<sup>45</sup> A tabela foi elaborada em 17.06.2011, a partir de dados extraídos dos sites "www.bmfbovespa.com.br" e "www.fundamentus.com.br". Os lucros líquidos de 2008, 2009 e 2010 arredondados. O valor de mercado e a taxa de dividendos (*dividend yield*) tiveram por base a cotação de fechamento do dia anterior.

<b>Lucro líquido em 2008</b>	8.900.000.000	7.800.000.000	7.800.000.000
<b>Taxa de dividendos</b>	5,5%	2,8%	3,0%
<b>Valor de mercado</b>	77.382.700.000	159.937.000.000	115.891.000.000

É impossível precisar o valor que seria atribuído ao Banco do Brasil em um cenário no qual o acionista minoritário não temesse ser lesado pelo controlador, mas é absolutamente dado que seria sensivelmente superior ao atual. Com efeito, se a análise se resumisse aos dados acima disponíveis, seria coerente estimar um valor de mercado pelo menos superior ao do banco Bradesco, que tem apresentado lucros inferiores aos do banco estatal, o que representaria uma capitalização adicional de cerca de quarenta bilhões de reais.

Outras notícias, embora de menor repercussão, são igualmente capazes de demonstrar como o acionista público amiúde relega os interesses *uti socii* (dos sócios enquanto sócios, na consecução dos objetivos sociais) para fazer valer os interesses do governo. É o que ocorre, por exemplo, quando se usa a empresa para beneficiar aliados ou retaliar desafetos. Confira-se, a esse respeito, a declaração recente de ministro que, insatisfeito com empresários do setor sucroalcooleiro, afirmou que estaria "instruindo os bancos oficiais a reduzir o empréstimo de dinheiro para as usinas que produzam só açúcar"<sup>46</sup>.

A instauração de regime transparente na administração da companhia, voltado a resultados, alinhando interesses dos acionistas, teria diversas implicações positivas, que não se resumiriam ao aumento da poupança dos investidores e dos contribuintes da PREVI.

A bem da verdade, fosse a valorização das ações a única consequência, já se teria obtido resultado benéfico e coerente com o respeito à propriedade privada que deve nortear toda interação na sociedade. O

<sup>46</sup> [http://www.valoronline.com.br/impresso/agronegocios/105/440093/governo-pede-a-bancos-oficiais-corte-de-credito-para-usina-so-de-ac?utm\\_source=newsletter&utm\\_medium=tarde\\_10062011&utm\\_campaign=informativo](http://www.valoronline.com.br/impresso/agronegocios/105/440093/governo-pede-a-bancos-oficiais-corte-de-credito-para-usina-so-de-ac?utm_source=newsletter&utm_medium=tarde_10062011&utm_campaign=informativo). Acesso em: 06/07/2011.

alinhamento de interesses, porém, teria efeitos ainda mais interessantes.

O aumento no valor de mercado teria consequência direta no montante que a empresa consegue amealhar do mercado de capitais via emissão de ações, viabilizando a sua expansão de forma eficiente, poderia conferir ao ambiente de negócios brasileiro maior segurança, desanuviar o receio de pequenos investidores, apenas para citar alguns possíveis elementos de um longo ciclo virtuoso.

## 5.2 Ocaso da Eletrobras

No nicho da geração, transmissão e distribuição de energia elétrica, para além de o serviço ser explorado no regime instável da concessão, e submetido a regramento minucioso de agências reguladoras, o estado se faz presente por meio da Eletrobras, sociedade de economia mista, gigante do setor.

O mercado energético é atualmente, pela conjunção desses fatores, área particularmente delicada, cuja dinâmica encontra-se totalmente desviada do equilíbrio de livre mercado pela intervenção estatal. E se existem dúvidas quanto à efetividade da atuação do estado enquanto regulador, a intervenção do estado na exploração da atividade é certamente danosa<sup>47</sup>. Embora tenha 32,1% de suas ações em livre circulação na bolsa, a Eletrobras é conduzida como empresa pública prestadora de serviços públicos.

Confira-se, por oportuno, matéria veiculada após a divulgação, com dois meses de atraso, do balanço de 2010: auditores independentes identificaram R\$ 550 milhões em passivos de curto prazo a descoberto e o então presidente da Eletrobras Distribuição reconheceu a inviabilidade da gestão atualmente desenvolvida na companhia energética<sup>48</sup>:

---

<sup>47</sup> Na economia, teria afirmado Frédéric Bastiat, tão importante quanto o que se vê (investimentos pouco rentáveis) é o que não se vê (as empresas e os empregos que por aquela razão não chegaram a ser criados).

<sup>48</sup> [http://www.valoronline.com.br/impresso/investimentos/119/427967/rombo-na-eletobras?utm\\_source=newsletter&utm\\_medium=manha\\_17052011&utm\\_campaign=informativo](http://www.valoronline.com.br/impresso/investimentos/119/427967/rombo-na-eletobras?utm_source=newsletter&utm_medium=manha_17052011&utm_campaign=informativo). Acesso em: 06/07/2011.

A Eletrobras não só está ciente das dificuldades como o presidente das distribuidoras (...) diz que é difícil resolver a situação no curto prazo. A distribuidora tem que ter rapidez, produtividade e padrão. "Isso não faz parte de uma empresa pública. Os prazos no ambiente público são mais lentos do que no privado", disse. "Esse tipo de concessão não é para ser pública, a não ser que se crie uma cultura, que toma um longo prazo. Todos do setor sabem disso, o presidente da Eletrobras sabe, o governo sabe e os políticos estão começando a perceber."

Pouco mais de um mês após o referido anúncio, veio a lume a notícia de que o rombo crescera mais de 30%, atingindo R\$ 735 milhões em passivos de curto prazo a descoberto. O agigantamento do déficit seria devido, na opinião de analistas, à política da empresa de não repassar aumentos de custos para as tarifas<sup>49</sup>:

Pelos números divulgados pela Eletrobras, um dos principais motivos dos prejuízos na atividade de distribuição se deveu ao crescimento dos custos do serviço em cerca de 40%, enquanto a receita líquida cresceu menos de 30%. Segundo alguns analistas, isso reflete o crescimento do custo operacional das companhias, que não é integralmente repassado para a tarifa.

A realização de "investimentos sociais", por outro lado, é prolífica, e a atuação social da empresa é descrita como objetivo precípua no seu site<sup>50</sup>:

A Eletrobras dá suporte a programas estratégicos do governo, como o Programa de Incentivo às Fontes Alternativas de Energia Elétrica (Proinfa), o Programa Nacional de Universalização do Acesso e Uso da Energia Elétrica (Luz para Todos) e o Programa Nacional de Conservação de Energia Elétrica (Procel).

Em mais uma amostra expressiva de como a cultura corporativa de resultados passa ao largo da sociedade de economia mista federal para dar vez à condução política, recorde-se que as tratativas para renegociar a comercialização da energia gerada pela Usina de Itaipu (que não

---

<sup>49</sup> <https://conteudoclipppingmp.planejamento.gov.br/cadastros/noticias/2011/6/22/rombo-nas-distribuidoras-da-eletobras-cresce-35>. Acesso em: 06/07/2011.

<sup>50</sup> <http://www.eletobras.com/elb/data/Pages/LUMIS641DB632ITEMIDPTBRIE.htm>. Acesso em: 06/07/2011.

é da União, mas da Eletrobras) tiveram como interlocutores o Itamaraty e o próprio Presidente da República<sup>51</sup>.

Todos esses fatos, reveladores de uma administração, no mínimo, despreocupada com o lucro, são responsáveis por situar a Eletrobras entre as empresas mais ineficientes do mercado e, bem por isso, entre as mais desvalorizadas, conforme observado por matéria recente sobre o desempenho das empresas estatais na bolsa<sup>52</sup>:

O indicador [entre o valor de mercado e o valor patrimonial da empresa] é uma maneira de medir o que o mercado coloca de expectativa em uma ação. Quanto maior a diferença, mais se espera da empresa no futuro. (...).

Entre as ações do Índice Bovespa, a maior relação ontem era a da Cielo: 23,91 vezes. O menor, da Eletrobras, a holding estatal do setor elétrico: 0,36 vez na ordinária e 0,45 vez na preferencial.

Dentre as dezessete empresas de energia elétrica listadas na Bolsa com patrimônio líquido superior a dois bilhões de reais, apenas duas deixaram de pagar dividendos nos doze meses que antecedem a redação deste trabalho, Terna (adquirida pela estatal de energia de Minas Gerais) e Eletrobras. A ausência de dividendos é considerada anômala porque a previsibilidade do fluxo de caixa é uma das principais propriedades das concessionárias de serviços públicos (*utilities*), e permite que esse tipo de empresa seja conhecido pela consistência e regularidade na distribuição de lucros.

Daquele rol, a Eletrobras também ostenta o segundo pior índice de rentabilidade sobre o patrimônio líquido (3,2%), à frente apenas da estatal paulista (1,2%). Sob o critério do retorno sobre o capital investido, assume a última colocação (2,05%), sensivelmente pior que a estatal catarinense (5,89%).

Em oposição a todos os indicadores que evidenciam ineficiência na geração de caixa, a gigante federal desponta como o quarto

---

<sup>51</sup> <http://www1.folha.uol.com.br/folha/dinheiro/ult91u600336.shtml>. Acesso em: 06/07/2011.

<sup>52</sup> [http://www.valoronline.com.br/impresso/primeira-pagina/3021/451533/acoes-da-petrobras-ja-estao-abaixo-do-valor-patrimonial?utm\\_source=newsletter&utm\\_medium=manha\\_06072011&utm\\_campaign=informativo](http://www.valoronline.com.br/impresso/primeira-pagina/3021/451533/acoes-da-petrobras-ja-estao-abaixo-do-valor-patrimonial?utm_source=newsletter&utm_medium=manha_06072011&utm_campaign=informativo). Acesso em: 06/07/2011.

lugar entre os maiores crescimentos das receitas líquidas nos últimos cinco anos (10,34% ao ano). O aumento de receitas, que poderia parecer um bom sinal, significa que a empresa tem crescido em sacrifício da rentabilidade, ou seja, que sob a perspectiva do investidor capitalista, melhor teria sido a sua estagnação.

### 5.3 Ocaso da Vale

A Vale (Companhia Vale do Rio Doce até 2008) foi privatizada em 1997, de modo que desde aquela data a União deixou de exercer o controle acionário, transformando a sociedade de economia mista em empresa privada<sup>53</sup>. Em 2002, finalizou-se o programa de desestatização com a venda maciça de ações ordinárias em poder da União e do BNDES<sup>54</sup>. Atualmente<sup>55</sup>, a União tem apenas 3,5% das ações preferenciais, sem direito a voto, e doze ações especiais com direito a veto (*golden shares*). O BNDESPar, subsidiária integral da empresa pública BNDES, tem 6,8% das ações ordinárias, com direito a voto, e participa com 11,51%<sup>56</sup> da controladora Valepar, que possui 53,5% das ações ordinárias da empresa.

A participação relativamente tímida da União no quadro acionário não permitiria que o ente exercesse o controle da empresa, entretanto, na prática, grande influência é exercida mediante os fundos de pensão dos funcionários do Banco do Brasil (Previ), da Caixa Econômica Federal (Funcf), da Petrobras (Petros) e das empresas energéticas de São Paulo (Funcesp), que detêm, por meio do veículo de investimento Litel, 49% da controladora Valepar<sup>57</sup>.

Assim, embora afastado do bloco de controle, o poder de

<sup>53</sup> <http://www.vale.com/pt-br/investidores/perguntas-frequentes/paginas/default.aspx> (item “a privatização da Vale”). Acesso em: 06/07/2011.

<sup>54</sup> [http://www.cvm.gov.br/port/protinv/faq\\_fmpfgts\\_vale.asp](http://www.cvm.gov.br/port/protinv/faq_fmpfgts_vale.asp). Acesso em: 06/07/2011.

<sup>55</sup> Maio de 2011: [http://www.vale.com/pt-br/investidores/perfil-vale/composicao-acionaria/Documents/Shareholder\\_structure\\_p.pdf](http://www.vale.com/pt-br/investidores/perfil-vale/composicao-acionaria/Documents/Shareholder_structure_p.pdf). Acesso em: 06/07/2011.

<sup>56</sup> <http://g1.globo.com/economia/negocios/noticia/2011/04/murilo-ferreira-vai-substituir-roger-agnelli-na-presidencia-da-vale.html>. Acesso em: 06/07/2011.

<sup>57</sup> <https://conteudoclipppingmp.planejamento.gov.br/cadastros/noticias/2011/6/14/controladores-buscam-postura-ativa-na-vale>. Acesso em: 06/07/2011.

fato do governo é expressivo, e pode ser percebido em diversos momentos: quando o presidente da empresa presta contas ao Planalto<sup>58</sup>; quando a companhia acata a orientação governista de realizar investimentos “estratégicos” – e não necessariamente rentáveis – em siderurgia<sup>59</sup> <sup>60</sup> e em “terras raras”<sup>61</sup>; na declaração de que o ente seria acionista majoritário e poderia, portanto, impor seus interesses<sup>62</sup>; na articulação pela demissão de executivo que “não pode olhar apenas para os seus interesses (...) tem que contribuir para o país”<sup>63</sup>.

Ocorre que, afora as *golden shares*, a participação da União tanto na Vale quanto na Valepar é tipicamente minoritária. A participação relevante da Litel, que tem 49% da Valepar, pertence aos milhares, senão milhões, de funcionários das grandes empresas acima referidas, investidores privados que contam com o sucesso daqueles investimentos para desfrutar de aposentadorias tranquilas. Eis, nesse sentido, como se apresenta a PREVI, entidade privada, fundo fechado de previdência complementar<sup>64</sup>:

Os recursos da PREVI são provenientes, essencialmente, das contribuições pessoais e patronais, além de outras contribuições especiais previstas no Estatuto ou em instrumento específico. Estes recursos são investidos em ações de empresas, imóveis, títulos etc. É por meio desses investimentos que é garantido o pagamento dos benefícios. Além disso, como investe seus recursos no País, em empresas que tenham sua atuação pautada na responsabilidade social, a PREVI acaba por beneficiar não só os participantes, mas também a sociedade brasileira.

Ora, se o estado não pode direcionar sociedade de economia mista para fins estranhos à exploração de atividade rentável, a

<sup>58</sup> [http://www.valoronline.com.br/impresso/empresas/102/446473/vale-realinha-estrategia-de-crescimento?utm\\_source=newsletter&utm\\_medium=manha\\_27062011&utm\\_campaign=informativo](http://www.valoronline.com.br/impresso/empresas/102/446473/vale-realinha-estrategia-de-crescimento?utm_source=newsletter&utm_medium=manha_27062011&utm_campaign=informativo). Acesso em: 06/07/2011.

<sup>59</sup> <http://clippingmp.planejamento.gov.br/cadastros/noticias/2011/6/29/siderurgicas-criticam-projetos-com-motivacao-politica/>. Acesso em: 06/07/2011.

<sup>60</sup> <http://blog.kanitz.com.br/2011/04/porque-querem-destruir-a-vale.html>. Acesso em: 06/07/2011.

<sup>61</sup> <https://conteudoclipingmp.planejamento.gov.br/cadastros/noticias/2011/5/11/governo-tenta-atrair-vale-para-terras-raras/>. Acesso em: 06/07/2011.

<sup>62</sup> <http://veja.abril.com.br/noticia/economia/mantega-e-traido-pelas-palavras-e-revela-crenca-na-interferencia-do-governo-na-economia>. Acesso em: 06/07/2011.

<sup>63</sup> <https://conteudoclipingmp.planejamento.gov.br/cadastros/noticias/2011/5/4/mantega-nega-pressao-do-governo-para-tirar-roger-agnelli-do-cargo/>. Acesso em: 06/07/2011.

<sup>64</sup> <http://www.previ.com.br/>. Acesso em: 06/07/2011.



ingerência em empresa privada configura afronta ainda maior ao direito de propriedade e à cláusula de exceção que autoriza o estado a explorar atividade econômica. Tais ofensas, perpetradas mediante fundos de pensão, situam não apenas os acionistas da empresa privada no polo passivo da agressão, mas também a multidão de contribuintes do fundo e, em última instância, toda a sociedade, que desfruta de um sistema jurídico-econômico menos previsível.

Ainda que, por hipótese, fosse admitido que estatais exploradoras de atividade econômica pudessem ser orientadas para a realização de interesses coletivos em detrimento dos lucros dos sócios, afastando-as da inspiração capitalista, em nenhuma circunstância poderia ser admitido que entidades privadas fizessem o mesmo, pois nesse caso sequer existe participação estatal.

Conforme expusemos no decorrer do trabalho, é corriqueiro que o estado confunda com o seu o patrimônio de investidores privados. O fenômeno é trivial nas sociedades de economia mista, mas o caso recente da Vale demonstra que a confusão também pode ser repetida em empresas privadas.

## 6 CONCLUSÃO

A história ensina que acionistas majoritários – valendo-se da posição assimétrica perante os investidores anônimos, somada a eventual inércia dos órgãos fiscalizadores – geralmente têm condições de criar para si situações de vantagem injustificada, em prejuízo dos demais integrantes da sociedade empresária. Fato é que a fraude e a burla podem assumir as mais variadas roupagens, limitando-se apenas pela inventividade de seus perpetradores, entre inúmeras variações que não caberiam nestas linhas.

Claro, conflitos societários podem consistir em simples divergências na condução dos negócios, desacordos sobre qual caminho conduzirá a sociedade às veredas mais férteis, mas a predominância é, decididamente, de tentativas de se espoliar o acionista minoritário, despojando-o de suas riquezas.

Mas se a conduta é intrinsecamente ilegítima quando praticada por pessoas inescrupulosas, a gravidade é muito maior quando o sujeito ativo é o estado.

Atualmente, o estado parece disposto a captar os recursos do investidor privado (o bônus), mas não admite respeitá-lo enquanto sócio (o ônus).

Ainda que ocasionalmente não decorra de má-fé dos agentes, mas da convicção de se estar prestigiando o interesse público, a utilização de sociedades de economia mista para a realização de investimentos com retornos sabidamente pífios representa gravame injusto aos sócios privados.

Com efeito, a convocação de capitais privados para a formação da empresa mista deveria significar, antes de qualquer coisa, a assunção de um compromisso do estado com aqueles investidores. A listagem da companhia em bolsa, que multiplica o seu acesso a recursos e permite que qualquer cidadão torne-se sócio, eleva ao quadrado essa responsabilidade, máxime pela incidência dos princípios da moralidade e da eficiência.

Afirmar que às empresas mistas só é legítimo o interesse

capitalista não significa, por óbvio, negar a função social que justifica toda propriedade privada, mas antes reconhecer que a missão constitucional dessa instituição é rigorosamente idêntica à missão das demais empresas submetidas ao regime de direito privado.

Tanto quanto a empresa privada, a sociedade de economia mista desincumbe-se do seu mister social quando presta serviços relevantes à sociedade, quando emprega, quando recolhe tributos – que custeiam os serviços públicos prestados pelo estado em sua função típica – e quando lucra, pois só assim pode manter acesa a sua razão de ser e o que a diferencia da empresa pública: a atração de capital privado para o empreendimento.

Admitir que a sociedade de economia mista pudesse relegar o lucro a plano secundário instauraria conflito crítico, pois o negócio não faria sentido para o investidor privado.

Deparamo-nos, então, com uma certeza: se admitirmos que a figura da empresa mista seja compatível com projetos que visem o “interesse coletivo”, em detrimento do lucro, teremos um negócio que é por natureza traiçoeiro ao investidor privado, e a própria constitucionalidade do instituto merecerá reconsideração.

Por tudo o quanto exposto até agora, verificamos que a única configuração em que a sociedade de economia mista desempenha corretamente a sua missão é aquela em que se submete integralmente ao regime de direito privado, e nessa condição empresarial necessariamente busca maximizar o lucro. Sem dúvidas, arranjo diverso resultará ao menos em esbulho de propriedade social e em ofensa à cláusula excepcional que autoriza o estado a explorar atividade econômica.

Constatamos, ainda, que a quebra de confiança detectada quando o estado usa o patrimônio comum para realizar missões públicas tem consequências profundas sobre a percepção do mercado sobre a empresa, fator que limita sobremaneira o acesso à capitalização mediante emissão de ações, que é o mais alto grau de sofisticação na alavancagem de uma empresa.

Percebemos, ao final, que o menosprezo do estado pelo sócio privado não se justifica sob qualquer ótica do interesse público, porquanto no longo prazo, o crescimento da empresa mista – inserida em ambiente de negócios mais confiável e, por isso, próspero – tenderia a prover, na forma de distribuição de lucros, montantes que poderiam, enfim, ser destinados de forma legítima pelo estado, em sua função típica, à realização de investimentos que visassem lucro social antes de lucro contábil.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALBINO DE SOUZA, Washington Peluso. **Primeiras linhas de direito econômico**. 6. ed. São Paulo: LTr, 2005. 603 p.

AMARAL, Francisco. **Direito civil: introdução**. 6. ed. rev., atual. e aumentada de acordo com o novo Código Civil. Rio de Janeiro: Renovar, 2006. 672 p.

BANDEIRA DE MELLO, Celso Antônio. **Conteúdo jurídico do princípio da igualdade**. 3. ed. 15ª tir. São Paulo: Malheiros, 2007. 48 p.

BAZIN, Décio. **Faça fortuna com ações antes que seja tarde**: profissional do mercado mostra o caminho através do fascinante mundo da bolsa. 5. ed. 4ª Reimpressão. São Paulo: Editora CLA, 2007. 342 p.

BRASIL. Constituição (1988). **Constituição da República Federativa do Brasil**. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/constituicao/ConstituicaoCompilado.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/ConstituicaoCompilado.htm)>. Acesso em: 6 jul. 2011.

BRASIL. Decreto-lei n. 200, de 25 de fevereiro de 1967. Dispõe sobre a organização da administração federal, estabelece diretrizes para reforma administrativa e dá outras providências. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Decreto-Lei/Del0200.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Decreto-Lei/Del0200.htm)>. Acesso em: 6 jul. 2011.

BRASIL. Lei n. 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a comissão de valores mobiliários. **Diário Oficial {da} República Federativa do Brasil**. Brasília, DF, 9 de. 1976. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Leis/L6385.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6385.htm)>. Acesso em: 6 jul. 2011.

BRASIL. Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as sociedades por ações. **Diário Oficial {da} República Federativa do Brasil**. Brasília, DF, 17 dez. 1976. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Leis/L6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6404consol.htm)>. Acesso em: 6 jul. 2011.

BRASIL. Lei n. 8.987, de 13 de fevereiro de 1995. Dispõe sobre o regime de concessão e permissão da prestação de serviços públicos previsto no art. 175 da constituição federal, e dá outras providências. **Diário Oficial {da} República Federativa do Brasil**. Brasília, DF, 14 fev. 1995. Republicada no Diário Oficial {da} República Federativa do Brasil. Brasília, DF, 28 set. 1998. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Leis/L8987cons.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L8987cons.htm)>. Acesso em: 6 jul. 2011.

BRASIL. Lei 9.074, de 7 de julho de 1995. Estabelece normas para outorga e prorrogações das concessões e permissões de serviços públicos e dá outras providências. **Diário Oficial {da} República Federativa do Brasil**. Brasília,

DF, 8 jul. 1995. Edição extra. Republicada no Diário Oficial {da} República Federativa do Brasil. Brasília, DF, 28 set. 1998. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Leis/L9074cons.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L9074cons.htm)>. Acesso em: 6 jul. 2011.

BRASIL. Lei n. 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Institui o código civil. **Diário Oficial {da} República Federativa do Brasil**. Brasília, DF, 11 jan. 2002. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/2002/L10406.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/L10406.htm)>. Acesso em: 6 jul. 2011.

BRASIL. Lei n. 11.079, de 30 de dezembro de 2004. Institui normas gerais para licitação e contratação de parceria público-privada no âmbito da administração pública. **Diário Oficial {da} República Federativa do Brasil**. Brasília, DF, 31 dez. 2004. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2004-2006/2004/lei/l11079.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2004-2006/2004/lei/l11079.htm)>. Acesso em: 6 jul. 2011.

CARVALHO FILHO, José dos Santos. **Manual de direito administrativo**. 19. ed. rev., ampl. e atual. até 31/12/2007. Rio de Janeiro: Lumens Juris, 2008. 1095 p.

COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de direito comercial: Direito de Empresa: empresa e estabelecimento: títulos de crédito**. 12. ed. São Paulo: Saraiva, 2008. 511 p.

COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Poder de controle na sociedade anônima**. 5. ed. Rio de Janeiro: Ed. Forense, 2008. 597 p.

FÉRES, Marcelo Andrade. O estado empresário: reflexões sobre a eficiência do regime jurídico das sociedades de economia mista na atualidade. In: **Revista de direito do estado**. n. 6, abr./jun. 2007. p. 269-290.

GRAU, Eros Roberto. **A ordem econômica na constituição de 1988**. 12. ed. rev. e atual. São Paulo: Malheiros, 2007. 391 p.

JUSTEN FILHO, Marçal. O regime jurídico das empresas estatais e a distinção entre "serviço público" e "atividade econômica". In: **Revista de direito do estado**. n 1, jan./mar. 2006. p. 119-135.

MARSHALL, Carla C.; VILLELA SOUTO, Marcos Juruena; (coords.). **Direito empresarial público**. Rio de Janeiro: Editora Lumen Juris, 2002. 834 p.

MOREIRA, Egon Bockmann. Desenvolvimento econômico, políticas públicas e pessoas privadas (passado, presente e futuro de uma perene transformação). In: **Revista de direito do estado**. vol. 3, n. 10, abr./jun. 2008. 195-222.

PEREZ, Viviane. Função social da empresa. In: **Revista de direito do estado**. vol. 1, n. 4, out./dez. 2006. p. 141-171.

PIETRO, Maria Sylvia Zanella di. **Direito administrativo**. 20. ed. 2ª reimpressão. São Paulo: Atlas S.A., 2007. 800 p.

\_\_\_\_\_. **Parcerias na administração pública**: concessão, permissão, franquia, terceirização, parceria público-privada e outras formas. 6. ed. São Paulo: Atlas S.A, 2008. 445 p.

PIMENTA DA CUNHA, Rodrigo Ferraz. **Estrutura de interesses nas sociedades anônimas**: hierarquias e conflitos. São Paulo: Quartier Latin, 2007. 351 p.