

**CENTRO UNIVERSITÁRIO CURITIBA
FACULDADE DE DIREITO DE CURITIBA**

PAULA DALMINA

**O PODER DE CONTROLE INTRA-SOCIETÁRIO DO ESTADO EM COMPANHIAS
PRIVADAS - UMA ANÁLISE DAS GOLDEN SHARES NO ATUAL CENÁRIO
BRASILEIRO.**

**CURITIBA
2018**

PAULA DALMINA

**O PODER DE CONTROLE INTRA-SOCIETÁRIO DO ESTADO EM COMPANHIAS
PRIVADAS - UMA ANÁLISE DAS GOLDEN SHARES NO ATUAL CENÁRIO
BRASILEIRO.**

Monografia apresentada como requisito parcial à
obtenção do grau de Bacharel em Direito, do
Centro Universitário Curitiba.

Orientador: Prof. Roberto Eurico Schimidt

**CURITIBA
2018**

PAULA DALMINA

**O PODER DE CONTROLE INTRA-SOCIETÁRIO DO ESTADO EM COMPANHIAS
PRIVADAS - UMA ANÁLISE DAS GOLDEN SHARES NO ATUAL CENÁRIO
BRASILEIRO.**

Monografia aprovada como requisito parcial para obtenção do grau de
Bacharel em Direito da Faculdade de Direito de Curitiba,
pela Banca Examinadora formada pelos professores:

Orientador: _____
Prof. Roberto Eurico Schmidt

Prof. Membro da Banca

**CURITIBA
2018**

RESUMO

O presente trabalho tem como objetivo uma análise casuística do instrumento das *Golden Shares*, mecanismo de controle intra-societário de titularidade do Estado em sociedades privadas, que possibilitam, entre outras prerrogativas, o veto em decisões de assembleia. Para a devida compreensão deste instrumento de direito societário, o estudo de sua origem e suas raízes históricas é primordial, além de uma breve análise do cenário brasileiro e das devidas considerações acerca das empresas emissoras de ações preferenciais, seus desafios e polemias atuais. Superados estes tópicos, passa-se à análise da efetividade das prerrogativas do detentor das ações, sua eficácia e principalmente, se a utilização do poder de veto está alinhada com o atual contexto econômico brasileiro, trazendo à análise dos estatutos sociais dessas companhias, da legislação brasileira e de outras normas vigentes.

Palavras-chave: *Golden shares*; controle intra-societário; ações preferenciais de classe especial.

LISTA DE SIGLAS

CF – Constituição Federal

PND – Programa Nacional de Desestatização

EMBRAER – Empresa Brasileira de Aviação S.A.

STF – Supremo Tribunal Federal

CADE – Conselho Administrativo de Defesa Econômica

B3 – BM&Fovespa

TCU – Tribunal de Contas da União

SUMÁRIO

RESUMO	4
LISTA DE SIGLAS	5
1 INTRODUÇÃO	7
2. TRADIÇÃO INTERVENCIONISTA DO ESTADO NA ECONOMIA	9
2.1 BREVE CONTEXTO HISTÓRICO.....	9
2.2 FORMAS DE INTERVENÇÃO ESTATAL.....	10
2.2.1. O Processo De Desestatizações E Privatizações No Brasil.....	11
3. ESTUDO DA SOCIEDADE ANONIMA	13
3.1 PODER DE CONTROLE.....	14
3.1.1 Controle Externo.....	15
3.1.2. A Distinção entre propriedade e controle.....	17
4. AÇÕES PRIVILEGIADAS DE CLASSE ESPECIAL – GOLDEN SHARES	19
4.1 ORIGEM DO INSTRUMENTO.....	19
4.1.1 Reino Unido.....	19
4.1.2 Difusão do mecanismo da ação privilegiada para outros sistemas legislativos.....	22
4.1.2.1. França.....	22
4.1.2.2. Itália.....	23
4.2. NO BRASIL.....	25
5. PROPRIEDADE PRIVADA, CONTROLE PÚBLICO	31
5.1. PRERROGATIVAS DO INSTRUMENTO.....	31
5.1.1. Interesse Público.....	33
5.1.2. Conflito de Interesses.....	34
5.1 EMPRESA BRASILEIRA DE AERONÁUTICA S.A. – EMBRAER.....	36
5.2 ELETROBRÁS.....	40
6. CONCLUSÃO	42
REFERÊNCIAS	44

1 INTRODUÇÃO

Como parte da geração que vive o dinamismo da atividade empresarial, com o surgimento das gigantes do Vale do Silício e da indústria financeira de pagamentos, que evoluiu em direção a superação do preconceito contra o empreendedorismo, vejo necessária a análise da permanente presença do Estado no controle de companhias privatizadas, com poder de veto em decisões puramente estratégicas.

O presente trabalho, propõe a análise do mecanismo societário das *Golden Shares* - na legislação brasileira referidas como ações preferenciais de classe especial - como forma de controle intra-societário do Estado na atividade econômica particular.

Para compor o contexto histórico que culminou no surgimento das *Golden Shares*, a leitura do trabalho de Bernardo Bortolotti e Domenico Siniscalco “*The challenges of Privatization*” e do artigo de Cosmo Grahman “*Privatization - The United Kingdom Experience*”, foram essenciais para a análise do processo de privatizações britânico, que se desencadeou pela Europa.

Impulsionado por questões de ordem econômica e política, além do enfraquecimento da figura do Estado produtor de riquezas, o processo de privatizações objetiva alienar a participação estatal da atividade econômica e permitir a auto regulação do mercado.

Enquanto política pública, a privatização procurou conciliar o valor da eficiência econômica, que era sua principal motivação, com outros objetivos relevantes, como a proteção de interesses estratégicos do Estado. Dessa forma, insurgem as *Golden Shares* – ação de caráter privilegiado, de titularidade do poder público, que viabilizam a interferência do Estado no controle interno das companhias privatizadas, seja por meio do poder de veto em determinadas matérias, ou pela presença de administradores nomeados por ele.

Com base na Lei nº. 6.404/76 e na opinião de Fábio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho, é realizada a análise legislativa quanto as formas de controle interno e externo que podem ser exercidas nas sociedades anônimas, respondendo os questionamentos sobre a legalidade das ações privilegiadas e demonstrar a compatibilidade do instrumento com a legislação brasileira.

A difusão do instrumento do Reino Unido para outros países europeus até a instauração no Brasil é realizada com base em estudos de caso e análise dos Estatutos Sociais das companhias emissoras de Golden Share.

Importante a síntese comparativa entre prerrogativas que cada país adotou para o instrumento uma vez que é possível notar a similaridade entre os privilégios do titular, exceto na Itália que adotou uma postura diferente para as *Golden Shares*.

Sobretudo, a adoção do mecanismo pelo direito societário brasileiro encontra respaldo nas normas e nos princípios societários. Três grandes empresas brasileiras atualmente adotam as ações preferenciais de classe especial. Com base nos seus estatutos sociais e tendo em vista o prévio estudo sobre a interferência do Estado na economia, é realizada uma análise levando-se em consideração que a iniciativa privada se mostrou melhor geradora de riquezas do que o Estado ao longo da história

Tais apontamentos conduzem a uma análise necessária da proposta de compra da Embraer por companhia estrangeira e da possível criação de Golden shares para a Eletrobrás e da possível extinção do instrumento no Brasil.

2 A TRADIÇÃO INTERVENCIONISTA DO ESTADO NA ECONOMIA

2.1 BREVE CONTEXTO HISTÓRICO

Como ponto de partida e preceito para compreensão plena do presente trabalho, faz-se mister analisar a intervenção do Estado no domínio econômico.

A presença do Estado na atividade empresarial, ao longo da história apresenta graus de intensidade e eficiência diversos. O estudo deste trabalho, focado nas sociedades anônimas, permite afirmar que em nenhum momento o Estado cedeu frente a atuação do particular com total liberdade.

O Liberalismo, reflexo direto da nova ordem advinda da Revolução Francesa, almeja a aquisição de direitos individuais afastando a presença do Estado na vida dos indivíduos. No contexto econômico limita a participação empresarial pública, liberando espaço para iniciativa privada.

A expectativa de que as leis naturais do mercado seriam suficientes para o perfeito desenvolvimento da economia, justifica, portanto, a abstenção estatal de qualquer exercício de poder e a ampliação da liberdade dos agentes econômicos do sistema de autorização por parte do Poder Público, que precisava agir em benefício próprio.

Logo ao final do século XIX, o mercado estava dominado por grandes grupos econômicos, questionando o ideário liberalista clássico de livres concorrência e iniciativa. A consequente crise econômica e financeira da Europa, pós Primeira Guerra Mundial e o surgimento de doutrinas políticas de contestação ao capitalismo e seus princípios básicos de liberdade de iniciativa e de garantia de propriedade, exigiram a remodelação da postura do Estado.

A combinação de uma grande crise econômica, com ideias Marxistas e políticas pragmáticas gerou a necessidade de reinserção do Estado na economia. O surgimento do Estado Intervencionista, ou Estado Social, com a promulgação da Constituição de Weimar em 1919, legitima a atuação do Estado sobre a propriedade privada para condicionar o exercício de direitos a determinados fins sociais.¹

¹ SOUTO, Marcos Juruena Villela. Desestatização, Privatização, concessões e Terceirizações. Rio de Janeiro: Lúmen Juris, 2000. p.1.

A regulamentação pelo Estado da atividade econômica, justifica-se a partir de uma realidade econômica de grande concentração empresarial. Não se trata de substituir a “mão invisível” do mercado pela mão do Estado, trata-se, pois, de ver a ação do mercado regulada por normas e princípios constitucionais.

2.2. FORMAS DE INTERVENÇÃO ESTATAL NA ECONOMIA

Na compreensão de Celso Antônio Bandeira de Mello, a atuação do Estado pode ocorrer de três formas: (i) como agente normativo e regulador da atividade econômica, disciplinando os comportamentos dos agentes econômicos (particulares); (ii) como fomentador da atividade privada, através de estímulos e benefícios e, por fim, (iii) como ator direto do cenário econômico, através de pessoas jurídicas criadas para este fim.²

O Estado intervém, na primeira modalidade, através da edição de normas e regulamentos e também através do poder de polícia. Interfere, através do fomento, estimulando a iniciativa privada, principalmente manejando aumento e diminuição de tributos, corrigindo as imperfeições do mercado e atua diretamente na prestação de serviços públicos e exploração da atividade econômica, nos moldes do artigo 175 da Constituição Federal:

“Art. 175. Incumbe ao poder público, na forma da lei, diretamente ou sob regime de concessão ou permissão, sempre através de licitação, a prestação de serviços públicos”.

Já a exploração de atividade econômica, prevista no artigo 173 da CF, a luz do princípio da livre iniciativa, é regime de exceção e só será admitida nas hipóteses previstas pela lei:

² MELLO, Celso Antônio Bandeira de. Curso de Direito Administrativo. São Paulo: Malheiros, 2004. P. 641.

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

E, por último, as agências reguladoras, surgem no contexto de privatizações e de mudança na postura do Estado. No Brasil, até o início da década de 1970, diversas empresas estatais de grande porte foram criadas para atuar nos ramos estratégicos do mercado, como telecomunicações e energia, intensificando a atuação direta do Estado na economia.

2.2.1 O Processo De Desestatizações E Privatizações No Brasil

A industrialização tardia do Brasil e a fragilidade da iniciativa privada tornaram a atuação econômica do Estado inevitavelmente o único meio alternativo a concessão a empresas estrangeiras dos setores estratégicos da indústria para a economia do país.

Neste cenário, a partir da década de 1940, surgem estatais como a Fábrica Nacional de Motores, a Companhia Siderúrgica Nacional, a Companhia Hidrelétrica do São Francisco e a Companhia Vale do Rio Doce. Posteriormente, foram criadas a Petróleo Brasileiro S.A (Petrobrás) e o Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico BNDE, garantindo o desenvolvimento econômico nacional e benefícios a população brasileira, como a promoção de empregos e a estabilidade social.

Refletindo o cenário internacional de enfraquecimento das ideias liberalizantes, na década de setenta, questionamentos sobre a efetividade da intervenção Estatal na economia também foram levantados no Brasil. Em resposta, a promulgação da Constituição Federal de 1988, manteve o modelo protecionista, restringindo a participação de empresas e capital estrangeiros na economia nacional.

A ostensiva intervenção do poder público na economia, inobservado o princípio da livre iniciativa, consagrado na própria Constituição Federal de 1988, culminou no inchasso da máquina estatal, afetando a atuação do Estado.

Na opinião do Ministro do Supremo Tribunal Federal, Luis Roberto Barroso:

“Há um ponto ótimo de equilíbrio entre o mercado e a política. Esse ponto está no cruzamento da livre iniciativa, de um lado, e serviços públicos de qualidade, do outro, juntamente com uma rede de proteção social para os que não são competitivos porque não podem ser. Na minha vivência brasileira, sou convencido de que o Estado, na sua atuação econômica, é quase sempre um Midas pelo avesso: o que ele toca vira lata. Em seguida, enferruja.”³

A globalização, o descrédito do Estado como protagonista do processo econômico-social e a reviravolta política e ideológica que tem como símbolo a queda do Muro de Berlim, armaram o cenário ideal para um conjunto amplo de transformações econômicas no perfil do Estado brasileiro. Alguns teóricos começaram a questionar os resultados da intervenção do Estado na atividade econômica, concluindo que os custos da intervenção foram maiores do que teriam sido se o mercado tivesse atuado pelos próprios mecanismos. Tanto o esgotamento da capacidade estatal de investir em novas tecnologias quanto a ineficiência na atuação foram fatores que resultaram na deterioração do serviço público a ser prestado.⁴

Como consequência, ações protecionistas como a extinção de parte das restrições ao capital estrangeiro e o gradual processo de desestatizações, formaram o cenário no Brasil, mudando o perfil de atuação do Estado brasileiro.

Além dos últimos dois fatores citados, questões políticas também afetaram a prosperidade das companhias. A estrutura das empresas se mostrava ineficaz para

³ BARROSO, Luis Roberto. Estado e livre iniciativa na experiência constitucional brasileira. Disponível em: <http://www.migalhas.com.br/dePeso/16,MI199284,71043Estado+e+livre+iniciativa+na+experiencia+constitucional+brasileira>. Acesso em: maio de 2017.

⁴ FONSECA, João Bosco Leopoldino da. Direito Economico. Rio de Janeiro: Forence, 2001, p. 253.

suprir os objetivos sociais do Poder Público e as intervenções políticas afetaram consideravelmente o desempenho das atividades tornando evidente a necessidade de capitalização.

Percebendo que não conseguiria mais arcar com a vasta gama de prestações que se comprometeu a fornecer, a redução da sua atividade econômica foi necessária e, ao abrir mão inclusive de serviços públicos, o Estado deixou que os agentes de mercado atuassem pela primeira vez.

3 ESTUDO DA SOCIEDADE ANÔNIMA

A sociedade por ações destaca-se dos outros tipos societários por se constituir, em geral, de duas espécies de participantes: um conjunto de investidores capitalistas, que procuram nas ações uma forma de investir a longo prazo, e, por isso têm interesse pela administração da companhia, mas não de forma tão intensa quando a do segundo grupo, os empresários, que são aqueles acionistas cujo interesse pela condução do negócio é total e a sua participação nos rumos da companhia geralmente é decisiva para o sucesso ou o fracasso do empreendimento. Há também os acionistas especuladores, importantes para a liquidez do mercado, sem interesse no controle gerencial da companhia e tão somente interessados momentaneamente.

Como se sabe as decisões nas sociedades anônimas são tomadas pela assembleia geral, levando-se em conta o fato de que quem detém a maioria dos votos alcança o controle da sociedade, elegendo os seus diretores, os membros do conselho fiscal, a diretoria. Por via de consequência, as decisões da assembleia geral são as mais influentes para a condução da sociedade, não só no que diz respeito à política geral de condução dos negócios, como também no seu dia a dia, já que o controlador exerce forte influência sobre os administradores por ele nomeados.

A Lei nº. 6.404, de 1976, Lei das Sociedades Anônimas, reservou a companhia caráter nitidamente institucional, qual seja, o reconhecimento de que este organismo regido pelo Estatuto Social, deve preservar os interesses sociais, conforme se extrai do artigo 116:

Art. 116. Entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que:

a) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembléia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e

b) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.

Ou seja, a posição de acionista controlador deve vislumbrar o alcance de objetivos do sociais e públicos, sem, é claro, esquecer de que a essência da atividade econômica é a geração de lucro.

3.1 PODER DE CONTROLE

Na obra base para este estudo “O Poder De Controle Na Sociedade Anônima”, o Professor Fábio Konder Comparato, classifica o controle em quatro formas possíveis: totalitário, majoritário, minoritário e gerencial.

O controle é totalitário ocorre quando nenhum acionista é excluído do poder de dominação na sociedade. É majoritário quando exercido por aquele que detém a maioria das ações com direito a voto. Minoritário quando o controle está nas mãos de alguém que detém menos da metade das ações com direito a voto e, o controle gerencial se faz sentir quando o controle interno esta totalmente desligado da titularidade das ações em que se divide o capital social, controle este oriundo da extrema dispersão do capital social, fazendo com que os administradores assumam o controle empresarial de fato, enquanto que os acionistas exercem a função de

meros investidores⁵. Na opinião de Comparato, não existe poder de controle passivo.⁶

A legislação societária, define o acionista controlador como aquele que: a) é 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 b) o detentor do poder de controle utilize-se dele para imprimir a sociedade a marca de sua atuação.

Assim, a estabilidade do poder e, a efetiva a utilização dos seus poderes nas decisões da Companhia, qualificam o poder de controle na Sociedade.

Ainda que as decisões em assembleia sejam tomadas pela maioria, cada voto corresponde a uma ação, e por isso, a concentração acionária pode significar a titularidade do poder de controle da sociedade, exceto nos casos de controle minoritário. Nessa hipótese, a assembleia geral torna-se ato meramente formal para o cumprimento das exigências legais, pois o detentor do poder de controle, antes mesmo de iniciada a Assembleia tem diretrizes próprias para sua decisão.

O conceito de controle, presente na lei com a finalidade de reger as relações intra-societárias, não pode ser construído apenas sobre os alicerces da titularidade de direitos dos acionistas, visto que se mostra insuficiente à identificação de quem realmente é o titular do poder de direcionar os negócios.

Portanto, a regra é a outorga da prerrogativa de controle aos sócios – bem caracterizado está, portanto, o controle interno.

3.1.2 Controle Externo

A empresa moderna está sujeita a diversas formas de controle que se originam fora dela e isto ocorre sempre que fenômenos externos venham a alterar significativamente os rumos normais da vida societária.

Da leitura do artigo 116 da Lei das S/A, extrai-se que o legislador tomou por premissa que, sob a ótica da eficiência, o controle deverá estar nas mãos dos

⁵ Cf. Fábio Konder Comparato, p.69.

⁶ Cf. Leslie Amendolara, “Os direitos dos acionistas minoritários”, p. 118.

próprios sócios, os quais, ao atuarem na defesa de seus interesses particulares, geram benefícios aos demais participantes da empresa.

Em contrapartida, o que dispõe a legislação societária sobre o controle externo? Em verdade, pelo fato de se tratar de um tipo de controle exercido por terceiro alheio a propriedade do capital social, as normas societárias não contemplam expressamente a figura. Ao assim fazer, dificulta-se a definição dos direitos, deveres e responsabilidades do terceiro que assume essa posição.

Fábio Konder Comparato chama a atenção, por exemplo, para o caso da existência de contratos firmados entre a companhia e terceiros que acabem por reduzir significativamente o seu âmbito de atuação, conforme ocorre nos contratos de franquia, em que os franqueados são compelidos a aderirem a cláusulas rígidas quanto a sua atuação. O mesmo ocorre em relação ao contrato de *know-how*, em que se verifica, em muitos casos, a grande dependência entre o fornecedor da tecnologia e a sociedade.⁷

Hoje, não é raro que a sociedade esteja de tal forma comprometida economicamente que acabe por submeter-se às exigências de seus credores, especialmente bancos que, geralmente, condicionam a manutenção do relacionamento creditício a uma série de providências de natureza administrativa e organizacional, exercendo um verdadeiro controle administrativo e financeiro sobre a companhia.

Verifica-se também a influência externa do Estado. O Conselho Administrativo de Defesa Econômica – CADE, a quem compete prevenir e reprimir as infrações à ordem econômica, podendo impor multa pecuniária ou tomar medidas necessárias para obstar práticas de abuso de poder econômico. O artigo 24 da Lei n. 8.884/94, que estabelece, entre outras providências, a possibilidade de a autarquia determinar a cisão da sociedade, transferência de controle societário, venda de ativos ou qualquer outro ato e providência necessário para a eliminação dos efeitos nocivos à ordem econômica, dentre eles, inclusive, a intervenção administrativa na empresa infratora. Percebe-se que o controle pode passar efetivamente para o agente do CADE, sem que os acionistas percam o seu investimento patrimonial,

⁷ COMPARATO; SALOMÃO FILHO, O poder de controle na Sociedade Anônima, p. 69

com a encampanação do acervo da empresa, ou a desapropriação das ações. Subsiste a propriedade privada, mas o controle é do agente público.

Não há previsão legal específica para o poder de controle externo. Aplica-se o artigo 116, sob a perspectiva de que a norma legal ali expressa, é um conceito que serve de parâmetro para o reconhecimento da existência do poder de controle na sociedade, bem como da sua materialidade.

Nesse sentido, as críticas ao artigo 116 concentram-se no fato de a norma restringir-se ao poder de controle do acionista possuidor de votos e preponderância nas deliberações sociais⁸.

Nas palavras de Secchi Muchoz:

“O que está em causa nas organizações empresariais, tanto privadas quanto públicas, é a legitimidade do poder de controle fundado na propriedade. A complexidade crescente da macroempresa contemporânea, realçando as funções internas de organização e planejamento; a importância crescente da tecnologia como fator de produção; o caráter marcadamente social e não econômico das organizações empresariais nos setores de educação, saúde e comunicação de massa (imprensa, rádio e televisão), todos esses fatores tornam insustentável a atribuição do poder de controle empresarial aos proprietários, por uma espécie de direito natural”⁹.

É clara a opinião do autor, de que o poder de controle na modalidade externa, merece balizamento normativo, visto que é a exploração dos bens de produção, e do interesse público, que se destaca em detrimento da propriedade de ações/votos.

3.2.3 A Distinção Entre Propriedade E Controle

O fator fundamental que emerge com o sistema de corporações é a dispersão da propriedade das ações, e, portanto, o aumento no número de acionistas de capital nas grandes empresas.

⁸ MUNHOZ, op. cit., p. 245 e 249.

⁹COMPARATO, Fábio Konder. Função Social da propriedade e dos bens de produção. <https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/2297584/mod_resource/content/1/COMPARATO%2C%20F.%20C.%20Funcao%20social%20da%20propriedade%20dos%20bens%20de%20producao.pdf> Acesso em mai/17.

A publicação do trabalho de Berle e Means em 1932, “*The Modern Corporation and Private Property*”, constata a quebra da propriedade em duas partes: “*nominal ownership and the power formerly joyned to it*”¹⁰.

Berle & Means, analisaram empiricamente as grandes empresas norte-americanas e as suas composições acionárias para discutir os possíveis conflitos de interesses derivados da pulverização das ações. Ao discutir os custos e os benefícios da separação entre propriedade e controle, observaram que a pulverização da propriedade fortaleceria o poder dos gestores, aumentando as chances de os mesmos agirem em seu próprio interesse, e não no interesse dos acionistas.¹¹

Ainda, notaram que nas grandes corporações, nenhum indivíduo possui parcela significativa de participação. Ou seja, os valores ligados à propriedade foram perdidos pelos acionistas, de forma que o controle passou do agente ativo ao passivo. O interesse pelo controle torna-se muito mais acentuado do que o interesse pelo aumento na participação acionária.

Para evitar que o controlador exerça sua função em benefício próprio, inclusive em condutas de abuso de poder, sugere-se a adoção de uma série de medidas de monitoramento, controle e divulgação de informações.

¹⁰ BERLE, A.; MEANS, G. *The Modern Corporation and Private Property*. New York: Macmillan, 1932.

¹¹ BERLE, A.; MEANS, G. *The Modern Corporation and Private Property*. New York: Macmillan, 1932.

4 AÇÕES PREFERENCIAIS DE CLASSE ESPECIAL – GOLDEN SHARES

4.1 ORIGEM DO INSTRUMENTO

4.1.2 Reino Unido

O governo conservador britânico de Margaret Thatcher tomou posse em 1979, em meio a uma grave crise econômica no país. O novo governo do Reino Unido precisava urgentemente de capitalização e a solução mais favorável era o corte de gastos públicos, fator central das políticas conservadoras do novo governo.

A principal medida das despesas públicas era o “*Public Sector Borrowing Requirement*” (PSBR) – Setor de financiamento do governo. O financiamento das empresas públicas era parte considerável das contas e segundo a contabilidade do Tesouro, a venda de empresas nacionais ajudaria a reduzir os gastos do PSBR.¹²

É preciso lembrar que as empresas públicas no Reino Unido eram, em sua natureza, um problema político. A estrutura criada para as suas operações não alcançava o comprometimento com o Bem-Estar social e tampouco eficiência econômica, de forma que, o crescimento dessas empresas era atrapalhado por intervenções públicas de curto prazo, atingindo principalmente o ganho de capital. Consequentemente, na década de 80, boa parte dessas companhias, principalmente dos setores de telecomunicações e água, precisavam de injeções de capital substanciais, que não podiam ser suportadas pelo setor público.¹³

Inevitável o corte de gastos do Estado. Com a ineficiência do atual governo frente a expectativa da população e da economia europeia, o movimento de privatizações começou a acontecer quase que de forma natural. O ambicioso programa de abertura de setores tradicionalmente públicos a iniciativa privada foi implementado por companhias notórias dos setores aeroespacial, de transportes, água e energia.

¹² Cosmo Graham, Privatization - The United Kingdom Experience, 21 Brook. J. Int'l L. 185 (1995). Available at: <http://brooklynworks.brooklaw.edu/bjil/vo> - Acesso em 1 de Abril de 2018.

¹³ Cosmo Graham, Privatization - The United Kingdom Experience, 21 Brook. J. Int'l L. 185 (1995). Available at: <http://brooklynworks.brooklaw.edu/bjil/vo> - Acesso em 1 de Abril de 2018.

Entre as empresas privatizadas estão a antiga British Aerospace (atual BAE Systems) – fabricante de aeronaves civis e militares; a Sealink – prestadora de serviços de transporte marítimo; a Jaguar – fabricante de automóveis; a British Telecom – prestadora de serviços de telefonia; a Rolls Royce – que na época concentrava suas atividades no setor aeroespacial, aeronáutico e de defesa; a British Petroleum – petrolífera; e inclusive empresas direcionadas a serviços públicos como a National Power – geração de energia; e a Regional Water Authorities – saneamento básico e fornecimento de água.¹⁴

Houve clara opção pela atuação indireta do Estado na regulação do mercado em detrimento à centralização de poder. Todavia, várias empresas em processo de privatização tinham importância estratégica e destinavam-se a perseguir valores fundamentais para o Estado.

A constante preocupação de que os novos controladores não teriam zelo nem incentivo para manter os interesses nacionais envolvidos na atividade das companhias favoreceu o surgimento das Golden Shares.

As Golden Shares tratavam-se de ações preferenciais resgatáveis, com valor nominal de 1,00 (uma libra), e que atribuíam ao seu titular – o Estado – prerrogativas, que variavam de acordo com a companhia, mas que em geral consistiam em:

- (i) Aprovação de reformas estatutárias que tivessem por objeto os artigos relativos às Golden Shares ou aqueles que impusessem limites à titularidade de ações;
- (ii) Veto em relação a deliberações sobre a dissolução da companhia ou a criação de novas ações;
- (iii) Aprovação da transferência de parte significativa dos ativos da companhia e;
- (iv) Adoção de procedimentos específicos para evitar nova transferência do controle das empresas privatizadas.¹⁵

¹⁴ DIAS, Felipe Mattos Leal. Golden shares: implicações e alternativas no direito societário. **Revista Jus Navigandi**, ISSN 1518-4862, Teresina, ano 21, n. 4699, 13 maio 2016. Disponível em: <<https://jus.com.br/artigos/48748>>. Acesso em: 28 maio 2017.

¹⁵ PELA, Juliana Krueger. *As golden shares no direito societário brasileiro*. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 26.

Para evitar a transferência do poder de controle nas Companhias recém privatizadas no Reino Unido, dois mecanismos foram criados:

- i. Assegurar ao Estado, por ficção, a maioria dos votos em qualquer deliberação de Assembleia que tivesse como tema oferta de aquisição de ações representativas de mais de 50% do capital votante; ou possibilidade de exercício por uma ou mais pessoas de 50% dos votos válidos em Assembleia. Esse mecanismo foi utilizado nas privatizações da Britoil e da Enterprise Oil, com o objetivo de evitar a concentração do mercado petrolífero.
- ii. A inclusão, no Estatuto Social, de regra de impossibilidade de aquisição de ações representativas de mais de 15% do capital votante em assembleia, sendo esse aplicado na tentativa de tomada do controle da Jaguar pela Ford em 1989.¹⁶

Apesar do instrumento das Golden Shares ter sido empregado em diversas companhias britânicas, poucas vezes o Estado invocou tais prerrogativas. Além do caso das petrolíferas, o governo se fez valer do poder de veto na oferta pública de aquisição de ações que a Sothern Company (Americana) fez a National Power.¹⁷

No contexto britânico, o processo de privatizações conseguiu espaço através do liberalismo e do incentivo a competição. A necessidade de capitalização de empresas presentes em setores estratégicos da economia somada a incapacidade do Estado de acompanhar a demanda tecnológica culminaram na abertura dessas companhias ao capital privado. Contudo, para garantir a gradual transação de poder bem como o interesse nacional nas atividades empresariais, as Golden Shares surgem durante o governo conservador Thatcher, e sem demora o mecanismo difundiu-se para outros países europeus.

¹⁶ PELA, Juliana Krueger. As golden shares no direito societário brasileiro. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 192 e 193.

¹⁷ (RODRIGUES, Nuno Cunha. Golden shares: as empresas participadas e os privilégios do Estado enquanto acionista minoritário. Coimbra: Coimbra Editora, 2004. p. 269

4.1.2 Difusão do mecanismo da ação privilegiada para outros sistemas legislativos

Seguindo o exemplo britânico, logo outros países europeus iniciaram privatizações de companhias estatais. Para assegurar os interesses nacionais e neutralizar a vulnerabilidade do governo as decisões dos novos controladores, as Golden Shares foram parte dos processos em países como a França (action spécifique), Itália (poteri speciali), Espanha (regime administrativo de controle específico) e Portugal (ações preferenciais).

Os rígidos sistemas socialistas vivenciados nos países do leste europeu, quase que anularam a presença de empresas privadas na economia. A partir da abertura comercial, esses países precisaram investir fortemente em processos de privatização e liberalização econômica.

Além da Europa, na África as Golden Shares foram mecanismos utilizados pelo governo de Gana e na América Latina estatais brasileiras e argentinas foram privatizadas com a presença de Golden Shares.

No Brasil, as Golden Shares foram incorporadas a Lei das Sociedades Anônimas após a utilização de legislação específica no processo de privatizações. O caso brasileiro será especificadamente tratado no próximo capítulo.

4.1.2.1 França

O programa de privatizações francês iniciou em 1986, visando a redução do déficit público e a promoção do desenvolvimento do mercado de valores mobiliários no país.

Seguindo o modelo de privatizações inglês e visando garantir a defesa dos interesses públicos, a França foi o segundo país a aderir ao mecanismo das ações preferenciais.

A Action Spécifique foi institucionalizada através da Lei 86.912, de 6 de agosto de 1986, como condição para a privatização de sessenta e cinco companhias estatais. Somente o Ministro da Economia poderia requerer a criação das ações, quando vislumbrasse a importância do mecanismo na preservação de interesses

nacionais. Inicialmente, os efeitos da Action Spécifique cessariam em cinco anos após a sua criação.¹⁸

As prerrogativas da Action Spécifique se resumem em:

- (i) Poder de nomeação de representantes do Estado para os órgãos de administração e de fiscalização, sem poder deliberativo;
- (ii) Direito de veto sobre alienação de ativos que ponham em risco o interesse nacional e;
- (iii) Necessidade de autorização prévia do Ministro da Economia para a alienação de participações sociais.¹⁹

Posteriormente, com a Lei 93.923, o instrumento da Action Spécifique foi bastante aperfeiçoado, sendo que o requerimento exclusivo do Ministro da Economia para a criação foi dispensado e passou-se a aceitar que qualquer empresa que demonstrasse interesse nacional seria apta a emitir a ação preferencial. Todavia, por questões políticas, o processo de privatizações francês teve que ser interrompido.

4.1.2.2 Itália

Na Itália, os chamados *Poteri Speciali*, previstos no decreto-lei 332, de 31 de maio de 1994, convertido, com alterações, na Lei nº. 474, de 30 de julho de 1994, não tinham forma de ações do capital social das companhias, mas sim, de previsão estatutária nas empresas em processo de transição de controle acionário, de cláusula de prerrogativas – *Poteri Speciali* - atribuídas ao Ministro da Fazenda para exercício em conjunto com os demais ministros do governo.

¹⁸ A Lei n. 93.923 ampliou significativamente o rol dos direitos atribuídos ao Estado em função da detenção da action spécifique. Além disso, a referida lei deixou de prever prazo para vigência do título, dispondo, ao invés, que a action spécifique poderia ser convertida em ação ordinária a qualquer tempo, salvo se, com tal medida, a independência nacional pudesse restar comprometida. (PELA, Juliana Krueger. *As golden shares no direito societário brasileiro*. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 199).

¹⁹ RODRIGUES, Nuno Cunha. "Golden Share" – As empresas participadas e os privilégios do Estado enquanto acionista minoritário. Coimbra 2004. P. 279.

Objetivando a ordem econômica e industrial no país, nas empresas públicas atuantes nos setores de defesa, transporte, telecomunicações, energia e outros serviços públicos, cabia ao Ministro da Fazenda, estabelecer por decreto os poderes que seriam assegurados ao Estado no momento de transição de controle.

Dentre os poderes que se pretendia assegurar ao Estado Italiano, estão:

- (i) Direito de aprovar previamente a aquisição de participação relevante na companhia a ser privatizada, participação essa correspondente a pelo menos 5% do capital votante²⁰;
- (ii) Direito de aprovar a celebração de acordos ou pactos para-sociais que envolvessem ações com direito a voto representativas de, no mínimo, 5% do capital votante²¹;
- (iii) Veto nas deliberações que tivessem por objeto a dissolução, cisão ou fusão da companhia, a transferência de estabelecimento empresarial, a mudança da sede social para o Exterior, a alteração do objeto social e a modificação da cláusula estatutária relativa aos Poteri Speciali²²;
- (iv) Eleição de no mínimo um administrador da companhia, observado o limite de um, quarto dos membros do Conselho de Administração, e de um membro do Conselho Fiscal.

As peculiaridades do instrumento na Itália, foram questionadas pelo direito comunitário europeu, uma vez que os princípios de livre circulação e de livre iniciativa pareciam não estar em consonância com os Poteri Speciali. Para adequar o mecanismo aos princípios, foram editados dois decretos, prevendo casos e limites ao exercício dos poderes em questão.

Assim como no Reino Unido e na França, o Estado Italiano, pouco utilizou as prerrogativas dos Poteri Speciali.

²⁰ (cf. alínea “a” do art. 2, comma 1, do Decreto-Lei n. 332)

²¹ (cf. alínea “b” do mesmo dispositivo)

²² (cf. alínea “c” do art. 2, comma 1, do Decreto-Lei n. 332)

4.3 NO BRASIL

Seguindo o movimento de privatizações em auge na Europa, na década de 1990 o Brasil instaurou o Programa Nacional de Desestatizações (PND), instituído pela Lei nº. 8.031 de 12 de abril de 1990.

Os objetivos fundamentais do programa, vigoram no artigo 1º da referida lei: “I. Reordenar a posição estratégica do Estado na economia, transferindo à iniciativa privada atividades indevidamente exploradas pelo setor público; II. Contribuir para a redução da dívida pública, concorrendo para o saneamento das finanças do setor público; III. Permitir a retomada de investimentos nas empresas e atividades que vierem a ser transferidas à iniciativa privada; IV. Contribuir para a modernização do parque industrial do País, ampliando sua competitividade e reforçando a capacidade empresarial nos diversos setores da economia; V. Permitir que a administração pública concentre seus esforços nas atividades em que a presença do Estado seja fundamental para a consecução das prioridades nacionais; VI. Contribuir para o fortalecimento do mercado de capitais, através do acréscimo da oferta de valores mobiliários e da democratização da propriedade do capital das empresas que integrem o Programa”.

Para o sucesso do programa e atingimento dos objetivos, o Estado cedeu a iniciativa privada o papel de desenvolver as atividades econômicas e retomou a atenção às suas funções típicas, dirigindo esforços aos serviços essenciais.

Nesse cenário, surgem as Ações de Classe Especial no Brasil. No artigo 6º, inciso XIII, da lei, a Comissão Diretora do programa, vislumbrando alcançar maior eficiência econômica com as privatizações, sem, no entanto, ceder a participação do poder público em decisões de interesse estratégico dentro dessas companhias, fica autorizada a sugerir a criação de ações de classe especial, subscritas pela União, e as matérias que estas disciplinarão.²³

De acordo com o artigo 8º da Lei nº. 8.031/90, poderia ser reservado à União Federal a titularidade de uma ação de classe especial em companhias privatizadas

²³ Artigo 6º, inciso XII, da Lei nº. 8.031/90: “Compete à Comissão Diretora do Programa Nacional de Desestatização: (...) XIII - sugerir a criação de ações de classe especial e as matérias que elas disciplinarão, nas condições fixadas nos §§ 1º e 2º deste artigo. § 1º (Vetado). § 2º A ação de classe especial somente poderá ser subscrita pela União. “

pelo PND: “sempre que houver razões que o justifiquem, a União deterá, direta ou indiretamente, ações de classe especial do capital social de empresas privatizadas, que lhe confirmam poder de veto em determinadas matérias, as quais deverão ser caracterizadas nos Estatutos Sociais das empresas, de acordo com o estabelecido no artigo 6º, inciso XIII desta lei”.

Contudo, a redação do artigo 8º da Lei 8.031/90, não esclarece os motivos que justificariam a criação de ações de classe especial, tampouco os privilégios do seu detentor – a União. Apesar da imprecisão do artigo, o decreto 1.204, que regulamentou a lei em 1994, somente acrescentou a obrigatoriedade de apresentação de parecer fundamentado que indicasse as matérias a serem submetidas ao poder de veto, e que mencionasse o número de ações necessárias e a sua forma de aquisição²⁴.

Com essa lei²⁵, a Companhia Eletromecânica Celma – prestadora de serviços de reparo, revisão e manutenção de motores aeronáuticos; a Empresa Brasileira de Aeronáutica S.A. – EMBRAER – atuando nos setores de defesa e aeroespacial; e a Companhia Vale do Rio Doce – do ramo de mineração, recém privatizadas, emitiram ações de classe especial.

Publicado em 15 de julho de 1991²⁶, o edital para alienação das ações da Companhia Eletromecânica Celma, previa no item 7.1.3 que, seria reservada à União Federal, uma ação ordinária de classe B, com direito de aprovar qualquer alteração do estatuto social da companhia com artigos relativos ao objeto social; ao limite de participação de companhias aéreas no capital da CELMA²⁷; a composição

²⁴ "Art. 43. Havendo razões que o justifique, a União deterá ações de classe especial do capital social de sociedade privatizada, que conferirão poder de veto de determinadas matérias previstas no respectivo estatuto. § 1º As ações de classe especial somente poderão ser subscritas ou adquiridas pela União. § 2º Caberá à comissão diretora, com base em parecer fundamentado, sugerir a criação de ações de classe especial, especificar sua quantidade e as matérias passíveis de veto e estabelecer, quando for o caso, a forma de sua aquisição".

²⁵ Regulamentada pelos decretos: Decreto n. 99.463, de 16 de agosto de 1990 – alterado pelos Decretos n. 215, de 18 de agosto de 1991, n. 700, de 16 de dezembro de 1992 e n. 712, de 24 de dezembro de 1992 – e Decreto n. 724, de 19 de janeiro de 1993 – alterado pelos Decretos n. 786, de 30 de março de 1993 e n. 798, de 16 de abril de 1993. (informações disponíveis em: <www.planalto.gov.br>. Acesso em 2 de abril de 2018).

²⁶ Edital nº. PND/A-02/91/CELMA. Publicado no Diário Oficial da União em 15 de julho de 1991.

²⁷ De acordo com o artigo 6º do estatuto social da CELMA: “Art. 6º As companhias aéreas, seus controladores, controladas, coligadas e seus administradores não poderão deter, em seu conjunto, mais de 30% de ações representativas do capital votante da companhia. § 1º Cada companhia aérea, em conjunto com seus controladores, controladas, coligadas e seus administradores, não poderá deter mais de 10% de ações representativas do capital votante da companhia. § 2º As disposições previstas no caput deste artigo têm validade de 5 anos contados a partir da data de entrada em vigor do presente estatuto”.

do Conselho de Administração da sociedade, concedendo a União Federal a prerrogativa de indicar um de seus membros.²⁸

Já a privatização da Companhia Vale do Rio Doce, incluída no PND no ano de 1995, foi turbulenta, gerando vários debates e inclusive foi objeto de duas ações judiciais.

De acordo com o edital para alienação das ações da Vale, nº. PND/A-01/97/CVRD, a União mesmo após a privatização, permaneceria titular de participação direta por meio da ação de classe especial emitida pela própria companhia e, indireta com a ação preferencial de classe “A” emitida pela sociedade adquirente das ações ofertadas no leilão de venda inicial.

Os privilégios da ação de classe especial ficaram definidos no item 3.2.1 do edital. A União, portanto, tinha garantido o direito de veto nas deliberações da Assembleia Geral da Companhia do Vale do Rio Doce, que tivessem por objeto:

- (i) Alteração da denominação social;
- (ii) Mudança da sede social;
- (iii) Mudança do objeto social, no que se refere à exploração mineral; (iv) liquidação da companhia;
- (iv) Alienação ou encerramento das atividades de qualquer uma ou do conjunto das seguintes etapas dos sistemas integrados de minério de ferro da companhia, a saber: (a) depósitos minerais, jazidas, minas; (b) ferrovias; (c) portos e terminais marítimos;
- (v) Quaisquer modificações dos direitos atribuídos à ação de classe especial da companhia.

Em 1997, foi ajuizada ação popular com pedido de medida liminar contra o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social - BNDES²⁹. Em caráter liminar, pleiteava-se pela não realização do leilão de venda das ações da Companhia Vale do Rio Doce, e, então pela anulação do processo de privatização da companhia como todo. Alegava-se vícios e ilegalidades no processo de privatização, especialmente no tocante a incompatibilidade da ação de classe

²⁸ Ainda de acordo com o edital, a ação ordinária de classe B seria convertida em ação ordinária no prazo de 10 anos, contados da aprovação do estatuto social anexo ao edital de privatização, salvo manifestação prévia da União no sentido de prorrogar tal prazo por mais 10 anos.

²⁹ Ação popular nº. 1997.39.00.12696-8, proposta na 1ª Vara de Justiça Federal do Pará em 22 de abril de 1997.

especial com o direito societário brasileiro. A medida liminar foi concedida, porém, cassada pelo Superior Tribunal de Justiça em sentença proferida em 2001, decretando também a extinção do processo sem julgamento de mérito³⁰.

A segunda ação, promovida pelos partidos Socialista Brasileiro – PSB, Democrático Trabalhista - PDT e Partido dos Trabalhadores – PT, pretendia a inconstitucionalidade da Medida Provisória que atribuiu nova redação ao artigo 13 da Lei nº. 8.031/90 e dos artigos 39 e 43 do Decreto nº. 1.204/94, questionando a legalidade da ação de classe especial nele prevista, tendo em vista que não foram tipificadas pela lei acionária brasileira – Lei nº 6.404/76. O Supremo Tribunal Federal, julgou por unanimidade de votos em não conhecer a pretensão relativa ao artigo 43. Entenderam os ministros, em síntese, que: (i) a ação de classe especial já estava prevista no artigo 8º da Lei nº. 8.031/90 e, portanto, não foi introduzida no ordenamento brasileiro por normas regulamentares; (ii) nesse sentido, não houve qualquer violação ao princípio constitucional da legalidade; (iii) a alegada incompatibilidade da ação de classe especial com os preceitos da Lei nº. 6.404/76 não deveria ser apreciada em ação direta de constitucionalidade. Em 2006, o ministro Gilmar Mendes, relator do processo, julgou prejudicada a ação por perda superveniente do objeto, já que as normas cuja constitucionalidade se questionou não estão mais em vigor.

Por fim, o processo de privatização da Companhia do Vale do Rio Doce foi concluído com a venda de ações à Valepar S.A. Manteve-se a titularidade da União Federal de uma ação de classe especial e uma ação preferencial de classe A no capital social da Valepar S.A.

Também em 1997, foi revogada a Lei nº. 8.031/90 pela Lei nº. 9.491/97. A nova norma ampliou o programa de desestatização de modo a permitir a alienação de ações de sociedades controladas pela União Federal, mas também a transferência, ao setor privado, da execução de serviços públicos explorados pela União.

Além disso, o artigo 8º, que tratava dos direitos representados pela ação de classe especial, acrescentou a expressão “poderes especiais” a redação, ao invés de mencionar apenas o poder de veto da União, quando titular de ação de classe especial³¹.

³⁰ Informações disponíveis em: <http://trf1.gov.br>. Acesso em: 2 de abril de 2018.

³¹ A ampliação dos poderes atribuídos à ação de classe especial foi também refletida no Decreto n. 2.594, de 15 de maio de 1998, 138 que regulamentou a Lei n. 9.491/97.

Dessa forma, quanto aos privilégios em geral conferidos ao titular das ações preferenciais de classe especial – o ente Público -, além do poder de veto em matéria prevista pelo Estatuto Social, se destaca o direito de eleger membros para os órgãos de direção da empresa que participarão das deliberações mais importantes da Assembleia, garantindo a continuação do controle interno do Estado nos setores mais estratégicos da economia em que as companhias mais valiosas atuam.

Com efeito, além do poder de veto, a alteração legislativa passou a incluir, a prerrogativa de indicar membros do Conselho de Administração das companhias privatizadas – embora já previsto nos Estatutos Sociais da CELMA e da EMBRAER.

Certamente influenciado pelos debates a cerca da privatização da Companhia do Vale do Rio Doce, o deputado federal Luiz Carlos Hauly, apresentou ainda em 1997, à Câmara dos Deputados, o projeto de Lei nº. 3.519, sugerindo a inclusão das ações de classe especial como previsão da Lei de Sociedades Anônimas. Todavia, somente em 2001, após diversas modificações no projeto de lei, o presidente sancionou a Lei nº. 10.303, de 21 de outubro de 2001, que alterou o artigo 17 da lei 6.404/76, acrescentando o parágrafo sétimo:

§ 7º Nas companhias objeto de desestatização poderá ser criada ação preferencial de classe especial, de propriedade exclusiva do ente desestatizante, à qual o estatuto social poderá conferir os poderes que especificar, inclusive o poder de veto às deliberações da Assembleia Geral nas matérias que especificar.

Uma das principais alterações trazidas pelo dispositivo é a qualificação da ação de classe especial como uma ação preferencial. Dessa forma, o instrumento passou a ser mencionado como “ação preferencial de classe especial”.

Inclusive novas normas passaram a incluir o instrumento, como o Regulamento do Novo Mercado da Bolsa de Valores do Mercado de São Paulo³²:

³² Regulamento disponível em: <http://www.bovespa.com.br>. Acesso em 2 de abril de 2018.

Art. 8º A companhia deve ter seu capital social dividido exclusivamente em ações ordinárias.

Parágrafo único. A regra constante deste artigo não se aplica aos casos de desestatização, quando se tratar de ações preferenciais de classe especial que tenham por fim garantir direitos políticos diferenciados, sejam intransferíveis e de propriedade do ente desestatizante ou suas controladas, devendo os referidos direitos terem sido objeto de análise prévia pela B3³³.

Art. 9º Para fins deste regulamento, ações em circulação significam todas as ações emitidas pela companhia, excetuadas as ações detidas pelo acionista controlador, por pessoas a ele vinculadas, por administradores da companhia e aquelas em tesouraria.

Parágrafo único. São também excetuadas as ações preferenciais de classe especial que tenham por fim garantir direitos políticos diferenciados, que sejam intransferíveis e de propriedade exclusiva do ente desestatizante e suas controladas.

Além das ações especiais passarem a ser previstas como ações preferências, outra novidade é a possibilidade de outros entes além da União de deter ações de classe especial em empresas privatizadas³⁴. Dessa forma, o Regulamento do Novo Mercado da Bovespa ao contemplar a emissão de Golden Shares demonstra a compatibilidade do instrumento com o Novo Mercado, além de, abrir portas para a utilização do mecanismo em empresas que não tem qualquer relação com processos de privatização.

³³ BM&BOVESPA.

³⁴ CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. A nova lei das S.A. São Paulo: Saraiva, 2002, p. 109-117.

5. PROPRIEDADE PRIVADA, CONTROLE PÚBLICO.

5.1 PRERROGATIVAS AO TITULAR DE GOLDEN SHARE

Primeiramente, insta observar que o instrumento da ação privilegiada foi instaurado tanto em empresas desempenhando atividade econômica propriamente dita, como em empresas prestadoras de serviços públicos, justificando a predominância do instrumento em setores específicos da economia.

O grande objetivo, afinal, é a salvaguarda do interesse nacional relativo às empresas em processo de privatização. A garantia de que as decisões certas e alinhadas ao interesse público continuariam a ser tomadas mesmo após o controle pela iniciativa privada.

O instrumento da ação privilegiada surge em um período de saída do Estado da atividade econômica direta, que alienando quase a totalidade das suas ações nas empresas estatais, pode direcionar esforços e capital as atividades essenciais e ao mesmo tempo exercer, de forma privilegiada, o poder de controle e gerencia dentro das companhias privatizadas.

Objetivamente as ações preferenciais de classe especial foram criadas para a defesa dos interesses nacionais em setores estratégicos – energia, transporte e telecomunicações, por exemplo, com a finalidade de evitar que as empresas sejam controladas por investidores mal-intencionados, despreparados e principalmente evitar que os controladores da companhia tomem decisões em desacordo com os objetivos do Estado para o mercado e para o país.

As Golden Shares são prerrogativas especiais e não proporcionais a participação do capital da companhia.³⁵ O conjunto de privilégios admitidos ao possuidor das Golden Shares, em regra, ultrapassa aquele dos detentores de ações ordinárias ou preferenciais, independente do montante de ações que possuam.

³⁵ SODI, Jacopo. Poteri speciali, golden share e false privatizzazioni. *Rivista delle Società*, Milano, n. 41, fasc. 2-3, p. 368-404, mar./giugno 1996. p. 377. In: PELA, Juliana Krueger. *As golden shares no direito societário brasileiro*. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 189.

Nigel Lawson, secretário de Energia Britânico durante o governo Thatcher – período de nascimento das Golden Shares - explica a importância do instrumento nas empresas privatizadas:

“the very existence of these powers will act as the most formidable deterrent to anyone who tries to takeover control of the board, of the company or the majority of its shares, and who the government considers to be unacceptable”.³⁶

Do ponto de vista protecionista, pode-se falar que as Golden Shares são instrumentos de defesa contra ofertas de aquisição hostil³⁷ do controle de empresas de mesmo setor econômico, porém estrangeiras. Exemplo do que ocorreu com a Electricité, estatal francesa do setor de energia que apresentou oferta de compra a empresas Italiana e Espanhola, sendo vetada por ambos os governos. Nesse mesmo contexto, falaremos adiante do caso da Embraer, empresa brasileira do setor aeroespacial que teve o processo de venda para a companhia norte-americana Boeing inviabilizado devido a existência de Golden Shares de titularidade do governo brasileiro.

Ao transferir a propriedade do capital à iniciativa privada, o Estado viabiliza uma gestão mais eficiente, ao mesmo tempo em que se desincumbe do ônus decorrente do exercício da atividade econômica, resguardando, no entanto, o interesse público.³⁸

A manutenção do interesse estratégico do Estado nas companhias privatizadas, somada a maior eficiência econômica do governo quando repassa a atividade econômica para a iniciativa privada e o desestímulo a condutas contrárias a vontade pública, são os principais pilares para a existência das ações privilegiadas.

³⁶ Tradução livre: “A existência destes poderes atuará como o mais formidável meio de contenção a qualquer um que tente tomar o controle da administração, da companhia ou da maioria das ações e, que o governo considere inaceitável. “

³⁷ Oferta hostil é aquela que ocorre normalmente mediante oferta pública realizada por um proponente interessado em adquirir ações de emissão da companhia aberta (companhia-alvo ou *target*) diretamente dos acionistas, com objetivo de aquisição de controle, e não apenas para a assunção de uma posição minoritária. Geralmente, a oferta hostil para aquisição de controle se dá por meio de valor acima daquele de mercado, com resistência da companhia-alvo (FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes (coord.) *Direito societário contemporâneo I*, p. 388-389).

³⁸ BENSOUSSAN, Fábio Guimarães. Op. cit. p. 53.

Todavia, se deve uma análise mais profunda sobre o poder de veto do Estado em casos de fusões e aquisições. Uma vez que atrelando essas companhias a políticas protecionistas, pode-se perder espaço de mercado e impedir que a prosperidade dos negócios.

5.1.1 Interesse Público

O exercício das prerrogativas asseguradas ao ente público, detentor de Golden Shares, está condicionado a clara existência de interesse público que justifique a criação e a utilização do mecanismo. Nesse sentido, insta salientar os setores considerados estratégicos para a economia: petróleo e gás, eletricidade, aeroespacial e defesa, telecomunicações e transportes³⁹.

Bortolotti e Siniscalco apresentam em seu artigo *“The challenges of Privatization”* o quadro comparativo abaixo ilustrado que, confirma a maior frequência de emissão de Golden Shares nos setores aeroespacial e de defesa, que foram fortemente atingidos pelo movimento de privatizações ao redor do mundo⁴⁰.

Setor	Companhias Privatizadas	Companhias com Golden Shares (%)	Intensidade das Golden Shares
Petrolífero	15	47	2,9
Eletricidade	18	55	2,6
Aeroespacial e defesa	6	83	3,4
Transportes	21	38	2,1

³⁹BORTOLOTTI, Bernardo, SINISCALCO, Domenico. *The challenges of Privatization – An international Analysis*. Oxford Press University, 2004, p.90.

⁴⁰ BORTOLOTTI, Bernardo, SINISCALCO, Domenico. *The challenges of Privatization – An international Analysis*. Oxford Press University, 2004, p.95.

Não somente a quantidade de empresas dos setores de defesa e aeroespacial são as maiores emissoras de Golden Shares, demonstrando, portanto que o poder público dificilmente abrirá mão de controlar esses setores da economia, mas a intensidade com que são aplicadas também se destaca em relação às companhias de outras esferas.

É a essencialidade do serviço de defesa que torna a presença do Estado, através das Golden Shares, necessária no controle interno dessas empresas. Mesmo assim, o poder público poucas vezes utilizou efetivamente os privilégios dessas ações.

Recentemente, na tentativa de aquisição da EMBRAER pela Boeing, o governo brasileiro se manifestou contrário às negociações, tendo em vista que a EMBRAER é a fabricante de aviões e caças militares, além de outras motivações que trabalharemos em outro capítulo.

5.1.2 Conflito de Interesses

À primeira vista, o poder de controle em uma sociedade parece fundar-se, unicamente, na propriedade de ações. Devido ao princípio de direito societário da proporcionalidade entre direitos e participação acionária, a legitimidade e intensidade do poder de controle de um acionista, dependeria do número de ações ou votos de que se é titular, proporcionalmente à totalidade dos sufrágios possíveis.

O direito brasileiro parece aceitar arranjos de poder desproporcionais, ainda que com limitações. Tendo como premissa que as Golden Shares são prerrogativas especiais e não proporcionais a participação societária no capital social, entendemos que o princípio da proporcionalidade entre direitos e participação acionária não é absoluto.

As sociedades anônimas, por si só, têm como fator fundamental a pulverização da propriedade acionária. O exercício do controle fica prejudicado, uma vez que, os interesses dos acionistas são difusos e não raro, conflitantes. Para

tomada de decisões em Assembleia, observa o princípio da deliberação por maioria e da igualdade entre os acionistas.

No contexto das ações de classe especial, ou seja, de grandes corporações, nenhum acionista possui parcela significativa de participação no capital social e os valores ligados à propriedade – principalmente o poder de controle, é perdido. Dessa forma, o poder dos gestores é fortalecido, pois, a livre circulação de títulos acionários impõe que as companhias criem órgãos permanentes de gestão e conselhos de administração. Não é por acaso que um dos privilégios das Golden Shares é a indicação de membros para o Conselho de Administração.

Uma vez que, o Estado exercendo as prerrogativas das ações especiais é presente no controle interno dessas companhias e que não será discutida a proporcionalidade entre direitos e participação acionária, o que realmente merece enfoque são os limites para a atuação do Estado como controlador de companhias privadas.

Em primeiro lugar, a participação do Estado nas sociedades privadas, de setores estratégicos da economia visa a manutenção dos interesses nacionais, principalmente ligados a segurança nacional. Entretanto, é preciso conciliar tais interesses com eficiência econômica.

O principal argumento utilizado, no Brasil, contra as ações preferenciais de classe especial, é o impacto negativo que elas provocam no valor de mercado das companhias. Em comparação com empresas concorrentes, as companhias que emitem Golden Shares são prejudicadas na negociação de seus títulos. Isso porque, o risco de interferência e veto do poder público nas decisões comerciais deixa o empreendedor desmotivado para o investimento.

Toma-se como exemplo o caso da EMBRAER, privatizada no dia 7 de setembro de 1994, por R\$154,1 milhões. O leilão envolveu 55,4% das ações com direito a voto, reduzindo a participação da União na empresa em menos de 20%. Uma semana após a privatização, as ações da companhia já apresentavam alta de 59%.

Em contrapartida, pode-se avaliar a Golden Share como uma ação valiosa na hora de realizar negociações. Se o governo se valer do poder de veto para fazer exigências, como por exemplo, manter produção em território nacional, garantirá o equilíbrio entre o interesse nacional e valorização de mercado.

O exercício das prerrogativas asseguradas por uma Golden Share, exige motivação e poderá ser questionado, da mesma forma que um sócio privado poderá ser questionado ao exercer seus direitos. Ademais, não se trata apenas de verificar se o ato está em consonância com os objetivos buscados com a instituição da ação especial. O ato precisa estar alinhado com os interesses públicos que justificaram, no início, a instituição da ação de classe especial. Há uma espécie de “dever de utilização prudente” dos privilégios.

5.2. EMPRESA BRASILEIRA DE AERONÁUTICA S.A. – EMBRAER

A Embraer foi incluída no Programa Nacional de Desestatizações em janeiro de 1992.⁴¹ O edital para alienação de ações do capital da companhia, PND-A-05/94/Embraer, foi publicado em 04 de abril de 1994, com expressa menção a criação de Golden Share, de titularidade da União.

Os poderes especiais do governo brasileiro dentro dessa companhia, limitavam-se ao poder de veto sobre as seguintes matérias:

- (i) Mudança do objeto social;
- (ii) Alteração e/ou aplicação da logomarca da empresa;
- (iii) Criação e alteração de programas militares que envolvam – ou não – a República Federativa do Brasil;
- (iv) Capacitação de terceiros em tecnologia para programas militares;
- (v) Interrupção do fornecimento de peças de manutenção e reposição de aeronaves militares;
- (vi) Transferência do controle acionário;
- (vii) Quaisquer modificações no Estatuto Social que alterem os artigos. 9119 e 15 e seus parágrafos, 120 ou quaisquer vantagens, preferências ou direitos atribuídos à ‘golden share’⁴².

⁴¹ Decreto n°. 423

Além dessas prerrogativas, após novas deliberações, acrescentou-se o poder de eleger um membro ao Conselho de Administração da Companhia. Conforme os artigos estatutários pertinentes:

ART. 9º A ação ordinária de classe especial confere à União poder de veto nas seguintes matérias:

- I. Mudança de denominação da Companhia ou de seu objeto social;
- II. Alteração e/ou aplicação da logomarca da Companhia;
- III. Criação e/ou alteração de programas militares, que envolvam ou não a República Federativa do Brasil;
- IV. Capacitação de terceiros em tecnologia para programas militares;
- V. Interrupção de fornecimento de peças de manutenção e reposição de aeronaves militares;
- VI. Transferência do controle acionário da Companhia;
- VII. Quaisquer alterações: (i) às disposições deste artigo, do art. 4, do caput do art. 10, dos arts. 11, 14 e 15, do inciso III do art. 18, dos parágrafos 1º. e 2º. do art. 27, do inciso X do art. 33, do inciso XIII do art. 39 ou do Capítulo VII; ou ainda (ii) de direitos atribuídos por este Estatuto Social à ação de classe especial.

PARÁGRAFO 1º - Estará sujeita a prévia aprovação da União, na qualidade de detentora da ação ordinária de classe especial, a realização da oferta pública de aquisição de ações referida no art. 54 do presente Estatuto Social.

PARÁGRAFO 2º - Observado o disposto na Lei nº 6.404/76 e no art. 18, inciso III deste Estatuto Social, as matérias elencadas no presente artigo estarão sujeitas à deliberação do Conselho de Administração da Companhia, observando-se o seguinte procedimento:

- I. A matéria será objeto de deliberação do Conselho de Administração.
- II. Se aprovada pelo Conselho de Administração, o Presidente daquele órgão notificará o membro eleito pela União para que esta exerça seu direito de veto ou se manifeste favoravelmente à matéria, dentro do prazo de 30 dias a contar do recebimento da referida notificação.
- III. Decorrido o prazo referido no inciso II acima, será realizada nova reunião do Conselho de Administração para: (i)

reconsiderar a deliberação, caso a União tenha exercido o seu direito de veto; ou (ii) ratificar a deliberação, caso a União tenha se manifestado favoravelmente ou não tenha proferido qualquer manifestação no prazo indicado acima.

IV. Se a deliberação for ratificada pelo Conselho de Administração, a matéria, nos casos em que a legislação assim exija, será submetida à aprovação da Assembleia Geral, na qual a União poderá ainda exercer o poder de veto nos termos do presente artigo.

PARÁGRAFO 3º - Sem prejuízo do procedimento estabelecido no § 2º acima, todas as matérias sujeitas a veto da União, na qualidade de titular da ação ordinária de classe especial, a serem deliberadas pelo Conselho de Administração, deverão adicionalmente ser objeto de notificação prévia da Companhia ao Ministério da Fazenda, a ser feita concomitantemente com a notificação mencionada no inciso II acima, para pronunciamento dentro do prazo de 30 dias a contar do recebimento da notificação referida no inciso II acima.

Insta salientar que, a EMBRAER ainda mantém a Golden Share, como uma ação ordinária, ou seja, regida apenas pela Lei nº. 9.491/97, conforme se lê no Estatuto Social:

ART. 6º O capital social da Companhia, subscrito e totalmente integralizado é de R\$ 4.789.617.052,42 (quatro bilhões, setecentos e oitenta e nove milhões, seiscentos e dezessete mil, cinquenta e dois reais e quarenta e dois centavos), dividido em 740.465.044 (setecentos e quarenta milhões, quatrocentos e sessenta e cinco mil e quarenta e quatro) ações ordinárias e nominativas, sendo uma ação ordinária de classe especial (art. 9º), todas sem valor nominal.

Mesmo após reestruturações sociais, a EMBRAER, manteve a ação sob a espécie ordinária, provavelmente para não romper com as práticas corporativas adotadas pela companhia.

No final de 2017, uma antiga discussão retornou ao cenário nacional brasileiro. Após a formalização da intenção de compra da Embraer, A terceira maior fabricante de aviões do mundo, pela gigante norte-americana Boeing, novas especulações sobre a possibilidade de veto pela União viraram notícia.

Embora a União não tenha se manifestado formalmente, o cerne da questão estaria em entender, se de fato, a alienação de ações da Embraer à Boeing, caracterizaria transferência de controle acionário, justificando a prerrogativa de veto pela União.

Logo que a notícia se espalhou, as ações da Embraer na bolsa de valores de Nova York, em que 51% das ações da companhia estão listadas, subiram 22%. Uma valorização de \$4.6 bilhões.

Além disso, economistas manifestaram-se a favor das negociações, uma vez disserem tratar-se de ótima oportunidade para o Brasil alavancar o setor de tecnologia aeroespacial brasileiro.

Questões nacionalistas, no sentido de proteger o domínio da tecnologia de aviões de pequeno porte perdem força argumentativa pois, a grande importância da companhia brasileira para a Boeing é o mercado representado pela Embraer. O mercado de aviões de médio porte, abaixo de 120 ou 130 lugares é da Embraer.

Até metade de 2017, quem competia com a Embraer era a Bombardier, companhia canadense. O acordo entre a Bombardier e a Airbus para o mercado de aviões menores, possibilitando a produção de linha completa, enfraquece tanto a operação da Embraer, quanto a da Boeing que perde força competitiva com a Airbus.

A tecnologia de produção de software que a Embraer possui é primordial para que a Boeing se mantenha forte no mercado. É sabendo dessa vulnerabilidade que o governo brasileiro, deve analisar a oportunidade. Se, o governo, usar as prerrogativas da ação preferencial de classe especial a seu favor, poderá exigir compromissos da Boeing que reflitam positivamente na indústria nacional.

Em contrapartida, a relação da Embraer com a Força Aérea Brasileira, iniciou em 1960, como parte do plano do governo de criar uma indústria de aviação nacional. Ainda hoje, as Forças Armadas e Embraer trabalham juntas, principalmente financeiramente, no desenvolvimento do KC-390, caça militar. Ora, não surpreende que, representadas pelo Ministério da Defesa, sejam contra a participação de companhia estrangeira na produção e desenvolvimento de aeronaves e caças militares, tendo em vista o risco à segurança e soberania nacional.

Em manifestação ao TCU, o Ministério da Defesa disse que a Golden Share da Embraer está diretamente ligada à soberania e garantia do desenvolvimento

aeroespacial, uma vez que a empresa depende de pesquisa de ponta, que viabilize a obtenção e o controle de novas tecnologias sensíveis do setor aeroespacial”⁴³.

O governo brasileiro, sabendo do poder de impor condições nas negociações, poderia exigir, por exemplo, a manutenção da produção dos aviões no Brasil. Da mesma forma, poderia trabalhar em parceria no campo de defesa, visto que a Boeing também produz para o setor.

Se, o veto da União for utilizado para empoderar as companhias, as ações de classe especial, serão efetivas e justificarão a sua existência. De outra forma, serão apenas um instrumento nacionalista ultrapassado. Até a conclusão deste trabalho, as negociações entre Embraer e Boeing foram paralisadas.

5.3 ELETROBRÁS

A Eletrobrás foi recentemente incluída no Programa Nacional de Desestatização, através da Medida Provisória 814/2017.

Ainda em fase de estudos, a proposta é no sentido de que “seja uma corporação com capital diluído, onde o governo continuará sendo muito relevante” afirmou o Presidente-Executivo da companhia, Wilson Ferreira Jr. O projeto garante a manutenção do nome da empresa (Eletrobras) e também das suas quatro controladas.

Atualmente a participação do governo brasileiro na companhia é de sessenta por cento. O plano é que a fatia minoritária da União seja transformada em uma Golden Share esteja garantido poder de veto em determinadas matérias⁴⁴, sem garantir mais votos. A operação se dará por meio do aumento de capital social da companhia, de forma a diluir a participação estatal⁴⁵.

⁴³ Disponível em: <http://www.valor.com.br/empresas/5109590/governo-quer-fim-de-golden-share>. Acesso em: 1 de Abril de 2018.

⁴⁴ Disponível em: < <https://economia.uol.com.br/noticias/reuters/2017/11/24/governo-tera-golden-shares-sem-direito-a-voto-na-eletobras-diz-secretario.htm?cmpid=copiaecola>>. Acesso em: 1 de abril de 2018.

⁴⁵ Disponível em: <https://br.reuters.com/article/businessNews/idBRKBN1D62L4-OBRBS>. Acesso em: 1 de abril de 2018.

Haverá também limitação aos acionistas de dez por cento de poder de voto, com o fim de evitar uma tomada de controle por outras companhias.

A proposta segue em análise pelo plenário, e a expectativa é que seja aprovada até o final de abril de 2018, para então seguir para o Senado.

Em oposição a proposta para a Eletrobrás, o Ministro da Fazenda, Henrique Meirelles, encaminhou ao Tribunal de Contas da União (TCU) uma consulta para entender o processo de uma possível extinção das Golden Shares no Brasil. Meirelles também quer que a venda da Eletrobrás, prevista para o primeiro semestre de 2018, ocorra sem as ações de classe especial⁴⁶.

Ora, a extinção das Golden Shares demanda estudos de mercado. Seria necessário valorar essas ações, pois, ao extingui-las a União deveria ser ressarcida, em contrapartida financeira.

Segundo Mauro Penteadó, o “mercado precifica essas empresas considerando o poder de veto do governo para algumas questões essenciais. E não há clareza sobre como o valor de mercado das Golden Shares poderia ser calculado⁴⁷.

O governo brasileiro ainda tem ações de classe especial na mineradora Vale, no Instituto Brasileiro de Resseguros (IRB) e na Embraer.

⁴⁶ Disponível em: < <http://www.valor.com.br/empresas/5109590/governo-quer-fim-de-golden-share> > . Acesso em 4 de abril de 2018.

⁴⁷ Disponível em: < <http://www.valor.com.br/empresas/5109590/governo-quer-fim-de-golden-share> > . Acesso em 4 de abril de 2018.

6 CONCLUSÃO

O presente trabalho teve como objetivo um estudo aprofundado das Golden Shares, desde sua origem até as atuais polemicas no cenário nacional, trazendo sua previsão legal e buscando-se apresentar um olhar crítico a efetiva utilização de suas prerrogativas.

Após análise sistemática da mudança de postura do Estado e do processo de privatização em países europeus e no Brasil, moldado por fenômenos econômicos, políticos e institucionais chegou-se a conclusão de que o processo foi incompleto, uma vez que transfere ao particular somente os direitos minoritários referentes ao controle das companhias privatizadas.

De forma simples, as Golden Shares representam uma fatia do capital social de companhias privatizadas, de titularidade do governo ou de outro ente que o represente, com poderes especiais, porém, desproporcionais a participação acionária.

Comparados os contextos europeu e brasileiro em que a Golden Share se insere, nota-se uma forte repressão à utilização do instrumento na Europa, bem como sobre a sua legalidade, devido principalmente às regras do grupo econômico. Os princípios intra-comunitários que regem às relações econômicas no continente não são completamente compatíveis com o mecanismo da Golden Share.

No Brasil, o instrumento encontra respaldo no direito societário, apesar da relativa violação de princípios como o da igualdade entre os acionistas e o da deliberação por maioria, a legalidade das ações preferenciais de classe especial parece muito clara.

Quanto ao princípio da livre circulação de ações, entende-se que é a natureza das Golden Shares ser intransferível e essa característica garante a finalidade do mecanismo. Portanto, também não há ofensa a este princípio.

As prerrogativas especiais não precisam necessariamente ser invocadas pelo titular, todavia, nota-se que no caso brasileiro, um viés nacionalista antiquado e em desequilíbrio com os valores de mercado que as companhias brasileiras emissoras da ação podem alcançar.

Ainda, quanto ao projeto de extinção das Golden Shares no Brasil, a tendência é que o TCU apresente parecer indicando as providências a serem tomadas para a liquidação das ações. Todavia, se o governo se valer da sua posição como controlador, agregando valor as companhias, uma vez que pode exigir compromissos em grandes negociações, as Golden Shares se provam muito valiosas, inclusive do ponto de vista investidor.

Ainda que não haja disposição normativa ou amparo legal, as Golden Shares ganharam espaço também no direito privado, em estruturas societárias e planejamentos sucessórios. A apuração dessa modalidade ultrapassa o escopo dessa monografia, dedicada a uma análise especial da posição do Estado nas discussões econômicas e de mercado quando detentor de Golden Shares.

Até o momento de finalização desta monografia, as negociações da Embraer com a Boeing foram paralisadas. Novas negociações serão analisadas para objeto de novos artigos. Também o projeto da Eletrobras não teve novos andamentos.

REFERÊNCIAS

COSMO GRAHAM. **Privatization - The United Kingdom Experience**, 21 Brook. J. Int'l L. 185 (1995).

BORTOLOTTI, BERNARDO, SINISCALCO, DOMENICO. **The challenges of Privatization – An international Analysis**. Oxford Press University, 2004.

PELA, JULIANA KRUEGER. **As golden shares no direito societário brasileiro**. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

RODRIGUES, NUNO CUNHA. **Golden shares: as empresas participadas e os privilégios do Estado enquanto acionista minoritário**. Coimbra: Coimbra Editora, 2004.

SOUTO, MARCOS JURUENA VILLELA. **Desestatização, Privatização, concessões e Terceirizações**. Rio de Janeiro: Lúmen Juris, 2000. p.1.

MELLO, CELSO ANTÔNIO BANDEIRA DE. **Curso de Direito Administrativo**. São Paulo: Malheiros, 2004.

BARROSO, LUIS ROBERTO. **Estado e livre iniciativa na experiência constitucional brasileira**. Disponível em: <http://www.migalhas.com.br/dePeso/16,MI199284,71043Estado+e+livre+iniciativa+na+experiencia+constitucional+brasileira>. Acesso em: maio de 2017.

FONSECA, JOÃO BOSCO LEOPOLDINO DA. **Direito Economico**. Rio de Janeiro: Forence, 2001.

BERLE, A.; MEANS, G. **The Modern Corporation and Private Property**. New York: Macmillan, 1932.

COMPARATO, FÁBIO KONDER. **Função Social da propriedade e dos bens de produção**. Disponível em: https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/2297584/mod_resource/content/1/COMPARATO%2C%20F.%20C.%20Funcao%20social%20da%20propriedade%20dos%20bens%20de%20producao.pdf> Acesso em maio de 2017.

DIAS, FELIPE MATTOS LEAL. **Golden shares: implicações e alternativas no direito societário**. Revista Jus Navigandi, ISSN 1518-4862, Teresina, ano 21, n. 4699, 13 maio 2016. Disponível em: <https://jus.com.br/artigos/48748>>. Acesso em 28 maio 2017.

SODI, JACOPO. **Poteri speciali, golden share e false privatizzazioni**. Rivista delle Società, Milano, n. 41, fasc. 2-3, p. 368-404, mar/giugno 1996.

COMPARATO, FÁBIO KONDER; SALOMÃO FILHO, CALIXTO. **O poder de controle na Sociedade Anônima**. Rio de Janeiro, Forense, 2014.

BENSOUSSAN, FÁBIO GUIMARÃES. **Intervenção estatal na empresa privatizada**. São Paulo: Safe, 2007.

COSTA, LUCIANO. **Governo terá Golden Shares sem direito a voto na Eletrobrás**. Disponível em: <
<https://economia.uol.com.br/noticias/reuters/2017/11/24/governo-tera-golden-shares-sem-direito-a-voto-na-eletobras-diz-secretario.htm?cmpid=copiaecola>>. Acesso em: 1 de abril de 2018.

PARAGUASSU LISANDRA. **Governo terá Golden Share na Eletrobrás após privatização**. Disponível em: Disponível em: <
<http://www.valor.com.br/empresas/5109590/governo-quer-fim-de-golden-share>>. Acesso em 4 de abril de 2018.

CAMAROTTO, MURILLO. **Governo quer fim de Golden Share**. <<http://www.valor.com.br/empresas/5109590/governo-quer-fim-de-golden-share>>. Acesso em 4 de abril de 2018.

BRASIL. **Lei de Sociedades Anônimas**. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404consol.htm. Acesso em abril de 2018.

BM&BOVESPA. **Regulamento do Novo Mercado**. Disponível em: <http://www.bovespa.com.br>. Acesso em 2 de abril de 2018.