

**PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO PARANÁ
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS E SOCIAIS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM DIREITO**

FELIPE SANTOS RIBAS

**GOVERNANÇA CORPORATIVA NAS SOCIEDADES DE ECONOMIA MISTA.
ABORDAGEM COMPARADA E FUNCIONAL DA LEI 13.303, DE 30 DE JUNHO DE
2016**

**CURITIBA
2019**

FELIPE SANTOS RIBAS

**GOVERNANÇA CORPORATIVA NAS SOCIEDADES DE ECONOMIA MISTA.
ABORDAGEM COMPARADA E FUNCIONAL DA LEI 13.303, DE 30 DE JUNHO DE
2016**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Direito da Pontifícia Universidade Católica do Paraná, como requisito parcial à obtenção do grau de Mestre em Direito. Área de concentração: Direito Econômico e Desenvolvimento. Linha de Pesquisa: Estado, Economia e Desenvolvimento.

Orientador: Professor Doutor Luiz Alberto Blanchet.

CURITIBA

2019

Dados da Catalogação na Publicação
Pontifícia Universidade Católica do Paraná
Sistema Integrado de Bibliotecas – SIBI/PUCPR
Biblioteca Central
Luci Eduarda Wielganczuk – CRB 9/1118

P551v
2019

Ribas, Felipe Santos

Governança corporativa nas sociedades de economia mista : abordagem comparada e funcional da Lei 13.303, de 30 de junho de 2016 / Felipe Santos Ribas ; orientador: Luiz Alberto Blanchet. – 2019.

199 f. ; 30 cm

Dissertação (mestrado) – Pontifícia Universidade Católica do Paraná, Curitiba, 2019

Bibliografia: 172-199

1. Sociedades de economia mista – Legislação. 2. Governança corporativa. 3. Brasil. Lei n. 13.303, de 30 de junho de 2016. I. Blanchet, Luiz Alberto. II. Pontifícia Universidade Católica do Paraná. Programa de Pós-Graduação em Direito. III. Título.

Dóris 4. ed. – 341.32261

FELIPE SANTOS RIBAS

**GOVERNANÇA CORPORATIVA NAS SOCIEDADES DE ECONOMIA MISTA.
ABORDAGEM COMPARADA E FUNCIONAL DA LEI 13.303, DE 30 DE JUNHO DE
2016**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Direito da Pontifícia Universidade Católica do Paraná, como requisito parcial à obtenção do grau de Mestre em Direito. Área de concentração: Direito Econômico e Desenvolvimento. Linha de Pesquisa: Estado, Economia e Desenvolvimento.
Orientador: Professor Doutor Luiz Alberto Blanchet.

BANCA EXAMINADORA

Professor Doutor Luiz Alberto Blanchet.
Pontifícia Universidade Católica do Paraná – PUCPR

Professora Doutora Marcia Carla Pereira Ribeiro
Pontifícia Universidade Católica do Paraná – PUCPR

Professor Doutor Juarez Freitas
Pontifícia Universidade Católica do Rio Grande do Sul – PUCRS

Professor Doutor Fernando Gustavo Knoerr
Centro Universitário Curitiba – UNICURITIBA

Curitiba, 14 de março de 2019.

A Juliane e Lucas com muito amor.

AGRADECIMENTOS

Esta dissertação marca o encerramento de um período de muito crescimento na minha vida acadêmica e profissional, iniciado em março de 2017, na minha *alma mater*. E posso afirmar que foi um momento muito bom, não apenas pela qualidade do ensino e aprendizado, mas também pelas boas amizades que estabeleci e firmei durante o Mestrado.

Hoje, terminado este ciclo, a palavra que me socorre a mente é gratidão. Mas tão difícil quanto concluir o mestrado é externar os agradecimentos. Nas próximas linhas, vou tentar realizar esta difícil tarefa e nominar alguns nomes que não podem ser esquecidos, ressaltando, desde logo, que eventuais omissões não foram intencionais.

A Deus, por ter me dado o dom da vida; por ter me dado saúde; por cuidar dos meus passos e, especialmente, por ter me dado uma família maravilhosa.

À Nossa Senhora do Guadalupe, por atender as minhas orações e interceder por mim junto ao Divino.

À minha querida esposa Juliane, pelo amor, incentivo e paciência durante o período consumido no mestrado, principalmente por compreender os momentos de ausência durante a fase de elaboração deste trabalho, que coincide com os primeiros meses de gravidez do nosso pequeno Lucas.

Aos meus pais (na acepção completa e verdadeira da palavra), Arizon e Helynez, por todo apoio oferecido, especialmente para a minha formação profissional. Não pouparam esforços para que eu pudesse deixar a pequena Tibagi e fosse em busca dos meus sonhos na cidade grande.

Aos meus irmãos, Vinícius e Elysa, pelos fraternais momentos desde a nossa infância.

Aos meus avós, Eugênio e Zélia (Genésio e Dalva – *in memoriam*) pela torcida e pelas orações.

Ao meu orientador e grande mestre, Professor Doutor Luiz Alberto Blanchet, pela confiança depositada, pelo privilégio de integrar o seu grupo de orientandos, pelo fácil acesso, pelos pacientes e enriquecedores diálogos e também pelas sábias contribuições.

À Professora Doutora Marcia Carla Pereira Ribeiro, que me fez enxergar mais longe, e com outros olhos, o Direito Empresarial; os debates em sala de aula sobre Direito e Economia foram fundamentais para a compreensão da governança corporativa.

Aos colegas do Mestrado, Arlei Costa Jr, Marcos Costódio, Gerusa Lamorte Willian Azevedo, Larissa Milkiewicz, Josélio Teider, Bruno Cunha Souza, Fernando Torres, Sol Faria, Amanda Oliveira Pinto, Miriam Knopik, Luiz Gustavo Desiderio, Juliano Santos, Dylliard Alessi, Lucas Bueno, Mariana Philippi, Nicolas Addor, Sabrina Cunha Kesikowski,

Adrielly Pinho, Amanda Caldas, Sérgio Fernando de Lima, Gustavo Pavani, Bárbara Bertotti, Thayse Pozzobon e Lucas Rau, pela convivência, pela solidariedade e, principalmente, pelas boas risadas.

Aos professores do Programa de Pós-Graduação em Direito da PUC-Pr, que dedicam grande parte de suas vidas ao programa e são os responsáveis por manter em alto nível tanto o curso de mestrado quanto de doutorado.

Às funcionárias do Programa de Pós-Graduação em Direito da PUC-Pr, Eva, Glair e Nerissa, colaboradoras incansáveis, que, nos momentos de maior dificuldade, socorrem gratuitamente os alunos.

À grande Companhia Paranaense de Energia – Copel, por permitir que eu me ausentasse do escritório durante os períodos de aula e de compromissos acadêmicos.

*A gente sempre deve sair à rua como quem foge de casa,
Como se estivessem abertos diante de nós todos os caminhos do mundo.
Não importa que os compromissos, as obrigações, estejam ali...
Chegamos de muito longe, de alma aberta e o coração cantando!*

Mario Quintana

RESUMO

A sociedade de economia mista, enquanto estrutura de natureza comercial que reúne a junção de capital público e privado, é um instrumento que facilita o desenvolvimento de políticas governamentais, uma vez que, em razão da sua dinâmica empresarial, além de ser mais eficiente que os demais entes da administração pública, ela ainda oferece uma possibilidade maior de captação de recursos financeiros. Ocorre que, pelo fato de perseguir objetivos empresariais antagônicos, a sociedade de economia mista convive com conflitos societários inatos. Além da tensão societária entre o Estado-controlador e os acionistas privados, a baixa eficiência, somada à falta de transparência e aos recorrentes casos de corrupção, torna este relacionamento societário ainda mais complicado, o que acaba impactando no desempenho econômico-financeiro da companhia. Para melhorar a eficiência, a transparência e o relacionamento entre os acionistas, no ano de 2016, na esteira da Operação Lava-Jato, que revelou um dos maiores esquemas de corrupção do mundo, envolvendo a Petrobras, o Congresso Nacional aprovou a Lei 13.303, de 30 junho de 2016, que dispõe sobre o Estatuto Jurídico das Estatais e que introduz nestas empresas boas práticas de governança. O objetivo deste trabalho é verificar a efetividade das estratégias de governança do estatuto das estatais, para tratar dos principais conflitos de interesses das sociedades de economia mista. Para atingir o objetivo, será feita uma abordagem comparada e funcional dessas estratégias com as Diretrizes de Governança Corporativa para empresas estatais, formulado pela OCDE. As diretrizes foram divulgadas em 2005 e tornaram-se uma referência internacional, que inspirou a legislação societária de vários países-membros e parceiros, que procuraram melhorar o governo das empresas estatais, aumentando a eficiência, responsabilidade e transparência desses empreendimentos. Registra-se que a dissertação está organizada em cinco capítulos. O Capítulo 1 é dedicado para a introdução. O capítulo 2 trata da estrutura e função da sociedade de economia mista. O capítulo 3 é reservado para o surgimento, desenvolvimento e teorias da governança corporativa. O Capítulo 4 é totalmente voltado para a abordagem comparada e funcional das estratégias de governança do estatuto das estatais, e no Capítulo 5 são apresentadas as considerações finais, adiantando-se que o resultado da pesquisa contraria a hipótese central de que as estratégias de governança do estatuto das estatais eram pouco efetivas. A pesquisa observou o método de abordagem dedutivo, mas, de forma secundária, para confrontar as estratégias de governança, foi utilizado o método de procedimento comparativo. O trabalho possui vinculação com o programa de Mestrado, na área de Direito Econômico e Desenvolvimento e a linha de pesquisa Estado, Economia e Desenvolvimento.

Palavras-chaves: Governança Corporativa. Sociedades de Economia Mista. Diretrizes da OCDE. Conflito de Interesses.

ABSTRACT

The state-owned enterprise, as a commercial structure, which brings together public and private capital, is an instrument that facilitates the development of government policies, since, due to its business dynamics, it is more efficient than the other entities of the public administration, it still offers a greater possibility of raising funds. It happens that, because it pursues antagonistic business objectives, the state-owned enterprise coexists with innate societal conflicts. In addition to the corporate tension between the controlling State and private shareholders, the low efficiency, coupled with the lack of transparency and recurrent cases of corruption, makes this relationship even more complicated, which has an impact on the company's economic and financial performance. In order to improve efficiency, transparency and the relationship among shareholders in 2016, in the wake of Operation Car-Wash, which revealed one of the largest corruption schemes in the world involving Petrobras, the National Congress approved Law 13,303, of June 30, 2016, which provides for the Statute's Legal of state-owned enterprise and which introduces good governance practices into these companies. The objective of this study is to verify the effectiveness of governance strategies of statute to address the main conflicts of interest of state-owned enterprise. In order to achieve the objective, a comparative and functional approach to these strategies will be made with the OECD's Corporate Governance Guidelines for State-owned Enterprises. In order to achieve the objective, a comparative and functional approach to these strategies will be made with the OECD's Corporate Governance Guidelines for State-owned Enterprises. The guidelines were released in 2005 and have become an international benchmark, which has inspired the corporate law of several member countries and partners, which have sought to improve the governance of state-owned enterprises by increasing the efficiency, accountability and transparency of these ventures. It is recorded that the dissertation is organized in five chapters. Chapter 1 is dedicated to the introduction. Chapter 2 deals with the structure and function of state-owned enterprise. Chapter 3 is reserved for the emergence, development, and theories of corporate governance. Chapter 4 is fully focused on the comparative and functional approach to state governance governance strategies, and the final considerations are presented in Chapter 5, with the result that the research results contradict the central hypothesis that state governance strategies were ineffective. The research observed the method of deductive approach, but, in a secondary way, to confront the governance strategies, the comparative procedure method was used. The work is linked to the Master's program in the area of Economic Law and Development and the line of research State, Economy and Development.

Keywords: Corporate Governance. State-owned Enterprise. OECD's Corporate Governance Guidelines. Agency Conflict.

LISTA DE ABREVIATURAS

- ABRAED – Associação Brasileira das Empresas de Distribuição
- ADI – Ação Direta de Inconstitucionalidade
- ADPF – Ação de Descumprimento de Preceito Fundamental
- AED - Análise Econômica do Direito
- ADR – *American Depositary Receipt*
- BNDES - Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
- CGPAR - Comissão Interministerial de Governança Corporativa e de Administração de Participações Societárias da União
- CONTRAF - Confederação Nacional dos Trabalhadores do Ramo Financeiro
- CR/88 - Constituição da República de 1988
- CVM - Comissão de Valores Mobiliários
- DASP - Departamento de Administração Pública do Serviço Público
- DEST - Departamento de Coordenação e Controle das Empresas Estatais
- DF - Distrito Federal
- DFP - Demonstrações Financeiras Padronizadas
- EC - Emenda Constitucional
- ECT - Empresa Brasileira de Correios e Telégrafos
- FENAFE - Federação Nacional das Associações do Pessoal da Caixa Econômica Federal
- IAGO - Instituto para o Governo Corporativo
- IAN - Informações Anuais
- IBGC - Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
- IASB - *International Accounting Standards Board*
- IFRS - *International Financial Reporting Standards*
- ITR - Informações Trimestrais de Resultado
- OCDE - Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômico
- SEC – *Securities and Exchange Commission*
- SEST - Secretaria de Coordenação e Governança de Empresas Estatais
- SOE - *State-Owned Enterprise*
- SOX - *Sarbanes-Oxley*
- STF - Supremo Tribunal Federal
- TCU - Tribunal de Contas da União

1. INTRODUÇÃO	13
2. SOCIEDADE DE ECONOMIA MISTA: FUNÇÃO, ESTRUTURA E PECULIARIDADES	19
2.1 SOCIEDADE DE ECONOMIA MISTA E A ORDEM ECONÔMICA DE 1988: AS BALIZAS PARA A ATUAÇÃO DO ESTADO EMPRESÁRIO	19
2.2 O SURGIMENTO E DESENVOLVIMENTO DA SOCIEDADE DE ECONOMIA MISTA NO CENÁRIO BRASILEIRO	27
2.3 A POSIÇÃO DA EMPRESA ESTATAL NA ORGANIZAÇÃO POLÍTICA DO ESTADO E A BUSCA POR RESULTADOS DE INTERESSE PÚBLICO	30
2.4 A ÁREA DE ATUAÇÃO DA SOCIEDADE DE ECONOMIA MISTA: A DICOTOMIA ENTRE ATIVIDADE ECONÔMICA E SERVIÇOS PÚBLICOS.....	37
2.5 A NECESSIDADE DE LEI AUTORIZADORA PARA A CRIAÇÃO DA SOCIEDADE DE ECONOMIA MISTA	42
2.6 A EXPLORAÇÃO DO OBJETO SOCIAL POR MEIO DE SUBSIDIÁRIAS INTEGRAIS, CONTROLADAS E EMPRESAS PRIVADAS.....	45
2.7 A COMPANHIA DE CAPITAL FECHADO E CAPITAL ABERTO	47
2.8 A AUTONOMIA FINANCEIRA E DE GESTÃO DA SOCIEDADE DE ECONOMIA MISTA E A SUPERVISÃO MINISTERIAL.....	49
2.9 O PODER DE CONTROLE DO ESTADO: OS ABUSOS DO CONTROLADOR E O CONFLITO DE INTERESSES COM ACIONISTAS MINORITÁRIOS E INVESTIDORES	53
3. GOVERNANÇA CORPORATIVA	59
3.1 ABORDAGEM CONCEITUAL, OBJETIVOS E PECULIARIDADES	59
3.2 AS NOÇÕES CONTRATUALISTA E INSTITUCIONALISTA ACERCA DO INTERESSE DA SOCIEDADE E A SUA INFLUÊNCIA NA GOVERNANÇA CORPORATIVA	64
3.3 TEORIAS DA GOVERNANÇA CORPORATIVA	71
3.3.1 Teoria Da Representação Ou Da Agência (<i>Agency Theory</i>)	71
3.3.2 Teoria Da Dependência Dos Recursos (<i>Resource Dependecy Theory</i>)	73
3.3.3 Teoria Do Equilíbrio Dos Interesses Dos <i>Stakeholders</i>	74
3.3.4 Teoria Da Firma	75
3.3.5 Teoria <i>Stewardship</i>	81
3.4 A EVOLUÇÃO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL	83
3.5 UM PARALELO COM OS NOSSOS VIZINHOS: A GOVERNANÇA CORPORATIVA NOS PAÍSES-MEMBROS EFETIVOS DO MERCOSUL	88
3.5.1 Argentina	90
3.5.2 Paraguai	92
3.5.3 Uruguai	93
3.5.4 Venezuela	94

3.6 AS DIRETRIZES DA ORGANIZAÇÃO PARA A COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO (OCDE) SOBRE GOVERNANÇA CORPORATIVA NAS EMPRESAS ESTATAIS	95
3.7 A GOVERNANÇA CORPORATIVA NA LEI 13.303, DE 30 JUNHO DE 2016.....	102
4. CONFLITO DE INTERESSES E ESTRATÉGIAS DE GOVERNANÇA	113
4.1 BREVES CONSIDERAÇÕES ACERCA DO CONFLITO DE INTERESSES NAS SOCIEDADES DE ECONOMIA MISTA	113
4.2 ANÁLISE ECONÔMICA DO CONFLITO DE AGÊNCIA: A PERSPECTIVA DOS INVESTIDORES	116
4.2.1 Algumas notas sobre a Análise Econômica do Direito	116
4.2.2 A tomada de decisões diante do problema de agência.....	121
4.3 ABORDAGEM COMPARADA E FUNCIONAL DAS ESTRATÉGIAS DE GOVERNANÇA DO ESTATUTO DAS ESTATAIS.....	124
4.3.1 Justificativas da Propriedade Estatal	125
4.3.2 O Papel do Estado como Proprietário e a Independência dos Administradores	129
4.3.3 As Empresas Estatais no Mercado	135
4.3.4 Tratamento Equitativo dos Acionistas e Outros Investidores	141
4.3.5 Responsabilidade Empresarial	146
4.3.6 Divulgação e Transparência.....	154
4.3.7 Responsabilidade do Conselho de Administração	160
5. CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	170
REFERÊNCIAS	172

1. INTRODUÇÃO

Por expressão constitucional, as atividades econômicas devem ser exploradas pela iniciativa privada, como uma relação natural de mercado. Em razão deste panorama, o Estado só atuará excepcionalmente nos casos autorizados pela própria Constituição da República.

Nesse sentido, disciplina o artigo 173 da Constituição que, ressalvados outros casos previstos no texto constitucional, o Estado só poderá explorar diretamente a atividade econômica quando necessária aos imperativos da segurança nacional ou a relevante interesse coletivo.

Basicamente, as ressalvas mencionadas acima dizem respeito a prestação de serviços públicos essenciais, sociais e aos monopólios públicos. Aqui a lógica é inversa. O Estado detém a exclusividade mas, eventualmente, poderá delegar a prestação de alguns serviços aos particulares.¹

Nas hipóteses de segurança nacional ou de interesse coletivo o Estado atua de forma concomitante com a iniciativa privada. E, neste caso, para evitar uma concorrência desleal, deverá se valer de uma de estrutura de direito privado.² Esta estrutura que atuará em concomitância com os agentes privados revelam a natureza empresarial do Estado e faz surgir a figura da empresa estatal.

As empresas estatais tiveram papel fundamental no desenvolvimento econômico de várias nações, principalmente em realidades onde a iniciativa privada não tinha condições de angariar recursos para impulsionar grandes obras de infraestrutura. No Brasil, elas foram responsáveis pelo desenvolvimento da indústria de base e, principalmente, dos setores de siderurgia e petróleo.

A sociedade de economia mista, enquanto estrutura comercial que congrega a junção de capital público e privado, é um instrumento que integra a administração indireta e que oferece maior flexibilidade, eficiência e possibilidade de captação de recursos financeiros, o que pode facilitar a realização de objetivos governamentais, pois, uma das maiores dificuldades do Estado é justamente a

¹ ARAGÃO, Alexandre Santos de. **Empresas estatais: o regime jurídico das empresas públicas e sociedades de economia mista**. 1ª ed. São Paulo: Forense, 2017, p. 56

² ARAGÃO, Alexandre Santos de. **Empresas estatais: o regime jurídico das empresas públicas e sociedades de economia mista**. 1ª ed. São Paulo: Forense, 2017, p. 56

ausência de capacidade de investimento.

Todavia, apesar de ser dotada de maior eficiência, ter dinâmica empresarial e dispor de maior facilidade de acesso ao capital, características estas que faltam aos demais entes da Administração Direta e Indireta, o fato de a sua estrutura de capital conjugar recursos público e privado, somado ao fato de perseguir objetivos empresariais antagônicos, com finalidades sociais e lucrativas, faz que com a sociedade de economia mista conviva com conflitos societários praticamente inatos entre o Estado-controlador e os acionistas privados.

Dentro dessa conjuntura de conflitos, verifica-se ainda que as estatais brasileiras, na maior parte dos casos, possuem uma gestão ineficiente, desprezam os interesses privados, não há um compromisso com a transparência, toleram um excessivo uso político, além de algumas delas estarem marcadas por grandes escândalos de corrupção.

Trata-se de um cenário que vem sendo discutido há anos no Brasil, mas que se tornou um dos principais assuntos da agenda política do país quando foi deflagrada a Operação Lava-Jato, que revelou um dos maiores escândalos de corrupção do mundo, no âmbito da Petrobras, em que estavam envolvidos políticos, executivos da empresa e as grandes empreiteiras do Brasil.

Foi no contexto desta operação policial, a qual perdura até hoje, que o Congresso Nacional aprovou a Lei 13.303, de 30 junho de 2016, que institui o Estado Jurídico das Empresas Estatais, editado com amparo no artigo 173, §1º, da Constituição da República de 1988.

A lei está basicamente dividida em duas partes. A primeira, cuja a temática está relacionada a este trabalho, é totalmente dedicada ao regime societário e às boas práticas de governança corporativa que deverão reger as empresas estatais. Já a segunda, institui e disciplina as regras próprias de licitações e contratos para as empresas estatais, tornando afastada a regulamentação da Lei 8.666, de 21 de junho de 1993.

A ideia de governança corporativa, tanto para as empresas privadas quanto para as estatais, está relacionada ao “conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao

capital".³

O marco inicial da governança corporativa está relacionado ao trabalho de dois norte-americanos, Adolf Berle e Gardiner Means, que em 1932 escreveram sobre a *The Modern Corporation and Private Property*, e observaram que o crescimento das companhias com a consequente dispersão do capital acionário poderia ser fonte de conflitos entre os administradores e os acionistas, já que os interesses dos polos nem sempre estariam alinhados. Enquanto os primeiros objetivam benefícios pessoais e profissionais, os segundos perseguem a maximização dos lucros.

Posteriormente, na década de 1970, outros dois americanos, Michael Cole Jensen e William Henry Meckling, realizaram uma pesquisa sobre a Teoria da Agência, que revolucionou as abordagens sobre a governança corporativa. O foco destes autores estava voltado para uma relação de agência entre os acionistas (principal) e os administradores (agente), diante de um cenário com assimetria de informações.⁴

Em razão do desalinhamento de interesses e do risco de oportunismo dos gestores, que podem expropriar a riqueza dos acionistas, estes precisam incorrer em custos para estabelecer estratégias de governança que procurem manter alinhados os interesses das partes.

A arquitetura da moderna governança corporativa não mais se resume aos clássicos conflitos de interesses entre os gestores e acionistas, ou entre controladores e minoritários. Atualmente, a agenda foi ampliada para outros conflitos societários, como os relacionados à responsabilidade socioambiental, controle de riscos, corrupção e o cumprimento de leis e regras (*compliance*).⁵

O estatuto das estatais, seguindo o padrão de outros códigos de governança que já vinham sendo aplicados para as empresas de capital aberto, com operações em bolsas de valores,⁶ estabeleceu diversas práticas de governança

³ CVM. Comissão de Valores Mobiliários. **Cartilha de recomendações da CVM sobre governança corporativa**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisooes/anexos/0001/3935.pdf>> Acesso em: 31 de jan. 2019

⁴ SAITO, Richard; SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. Governança Corporativa: Custos de Agência e Estrutura de Propriedade. **RAE**, v. 48, n. 02, P. 79-86, ABR/JUN 2009. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/rae/v48n2/v48n2a07.pdf>> acesso em: 18 jan. de 2018.

⁵ SCHAPIRO, Mario Gomes; MARINHO, Sarah Morganna Matos. Conflito de Interesses nas Empresas Estatais: Uma análise dos casos Eletrobrás e Sabesp. **Revista Direito e Práxis**, Rio de Janeiro, Vol. 9, nº 3, 2018, p. 1424-1461. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/rdp/v9n3/2179-8966-rdp-9-3-1424.pdf>>. Acesso em: 30 out. de 2018

⁶ BRASIL. **Parecer nº 1.188, de 2015**. Gabinete do Senador Tasso Jereissati. Sobre as emendas apresentadas ao Projeto de Lei do Senado (PLS) nº 555, de 2015, da Comissão Mista instituída pelo ATN nº 3, de 2015 – Responsabilidade das Estatais (CN), que dispõe sobre a responsabilidade das sociedades de economia mista e empresas públicas que especifica, no âmbito da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, e sobre seu estatuto jurídico. Disponível em:

corporativa para tentar melhorar a eficiência, a transparência e o relacionamento entre os acionistas e as empresas estatais.

Nesse sentido, o objetivo geral deste trabalho é verificar a efetividade das estratégias de governança do estatuto das estatais. Por sua vez, os objetivos específicos são comparar as práticas de governança do estatuto com as Diretrizes de Governança para as Empresas Estatais, formulado pela OCDE - Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico, e verificar a funcionalidade de tais práticas para disciplinar os conflitos de interesses das sociedades de economia mista.

A hipótese central é que as estratégias de governança do estatuto das estatais possuem pouca efetividade. Como hipóteses secundárias, compreende-se que as práticas do estatuto não levam em consideração os interesses dos acionistas privados, e que também não resolvem o problema da ingerência política.

A pesquisa observará o método de abordagem dedutivo. Porém, de forma secundária, para confrontar as estratégias de governança do estatuto das estatais com as diretrizes da OCDE, será utilizado o método de procedimento comparativo.

As Diretrizes de Governança Corporativa para as Empresas Estatais foram divulgadas em 2005 e, em resumo, têm a finalidade de orientar os Estados a adotarem boas práticas em suas empresas, uma vez que elas contribuem para a estabilidade e confiança do mercado e, conseqüentemente, promovem o desenvolvimento e fortalecimento da economia.

Tais diretrizes estão baseadas em um documento anterior da Organização, lançado em 1999, que trata dos Princípios de Governança Corporativa, aplicável para todo tipo de empresa. Em razão das peculiaridades das empresas estatais, além das práticas decorrentes daqueles princípios, a OCDE incorporou nas diretrizes 7 (sete) estratégias mestras de governança para tratar dos conflitos societários das empresas estatais, quais sejam: (i) Justificativas da propriedade estatal; (ii) Papel do Estado como proprietário e a independência dos administradores; (iii) Empresas estatais no mercado; (iv) Tratamento equitativo dos acionistas e outros Investidores; (v) Responsabilidade empresarial; (vi) Divulgação e Transparência e (vii) Responsabilidades do conselho de administração.

Trata-se de um documento que se tornou referência internacional e inspirou a legislação societária de vários países-membros e parceiros, que procuraram melhorar o governo das empresas estatais, aumentando a eficiência, responsabilidade

e transparência desses empreendimentos.⁷

O documento passou por uma revisão recente, no ano de 2015, e recebeu a contribuição de dezenas de países e dos principais institutos de governança corporativa do mundo inteiro, que procuraram reunir esforços para consolidar um modelo de governança para as empresas estatais, que fosse capaz de garantir uma alocação eficiente de recursos.

Nesta ocasião, o Brasil foi representado pela Associação Brasileira de Investidores no Mercado de Capitais e pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), este último, considerado a maior referência no Brasil em desenvolvimento de melhores práticas de governança.

Por fim, registra-se que a dissertação está organizada em cinco capítulos, na forma que segue abaixo:

Capítulo 1: É dedicado à introdução, oportunidade em que é apresentado um resumo do tema, bem como o objetivo da pesquisa.

Capítulo 2: Trata da estrutura, função e peculiaridades da sociedade de economia mista. Procura-se discorrer sobre o regime societário das companhias mistas; o seu papel na administração pública; o nível de independência financeira e gerencial, enquanto estrutura comercial; o poder de controle do Estado, entre outras características.

Capítulo 3: Discorre-se sobre o surgimento, conceito, desenvolvimento e as teorias da governança corporativa. Neste capítulo apresenta-se também a evolução da governança corporativa no Brasil, desde as primeiras mudanças ocorridas no final da década de 1990 até a edição da Lei 13.303, de 30 de junho de 2016.

Capítulo 4: Discorre-se sobre os conflitos de interesses nas sociedades de economia mista, faz-se uma análise da economia do problema de agência, sob a perspectiva dos investidores, e o restante do capítulo é totalmente dedicado à abordagem comparada e funcional das estratégias de governança do estatuto das estatais.

Capítulo 5: São apresentadas as considerações finais.

Últimos esclarecimentos são pertinentes.

A expressão “estratégias de governança” é utilizada no texto como sinônimo de “práticas ou mecanismos de governança”. A expressão “firma” é utilizada como sinônimo de “empresa”, em razão da Teoria da Firma, de origem norte-

⁷ OCDE. **Os Princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades**, 2004, p. 04. Disponível em: <<https://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/33931148.pdf>> acesso em: 02 nov. de 2018

americana (*firm*). Não se ignora, entretanto, que para o Direito Comercial a expressão “firma” está relacionada com o nome empresarial.

Embora a proposta deste trabalho não seja fazer uma análise econômica da governança corporativa, em vários momentos faz-se necessário lançar mão do ferramental teórico da economia, pois a própria Teoria da Agência, que estrutura toda a governança corporativa, é uma corrente que integra a Nova Economia Institucional, que, por sua vez, é uma das principais escolas da análise econômica do direito.

2. SOCIEDADE DE ECONOMIA MISTA: FUNÇÃO, ESTRUTURA E PECULIARIDADES

2.1 SOCIEDADE DE ECONOMIA MISTA E A ORDEM ECONÔMICA DE 1988: AS BALIZAS PARA A ATUAÇÃO DO ESTADO EMPRESÁRIO

A ordem econômica constitucional corresponde ao conjunto de normas e instituições jurídicas que definem determinado sistema econômico, e que por essa razão organizam o funcionamento da economia.⁸ São, pois, as normas jurídicas que realizam a ordem econômica no sentido concreto, ou seja, que regulam as relações e fatos econômicos que ocorrem em um Estado.⁹

Segundo Eros Grau, a expressão ordem econômica é uma parcela da ordem jurídica.¹⁰ Sendo esta última um conjunto de princípios e normas que regulam a vida em sociedade, sempre visando efeitos e resultados¹¹, ela compreende uma ordem pública, uma ordem privada, uma ordem econômica e uma ordem social.¹²

A constitucionalização da ordem econômica é corolário da recente superação do *laissez-faire et laissez-passer*, muito presente nas constituições dos séculos XIX e XX,¹³ fruto de uma doutrina liberal que entendia não ser adequado o estabelecimento de normas com o escopo de dirigir as relações econômicas. Diga-se de passagem que a constituição norte-americana, até hoje, não faz menção à uma ordem econômica, o que reflete a influência de um pensamento econômico liberal.

Todavia, a ausência de normas econômicas explícitas nas constituições anteriores não significa a inexistência de uma constituição econômica. Isso porque tais

⁸ MOREIRA, Vital Martins. **Economia e Constituição**. Coimbra Editora: Coimbra, 1974, p. 14

⁹ TAVARES, André Ramos. **Direito constitucional econômico**. 2. ed. rev. e atual. São Paulo: Método, 2006, p. 82.

¹⁰ GRAU, Eros Roberto. **A Ordem Econômica na Constituição de 1988**. Interpretação e Crítica. 13. ed., São Paulo: Malheiros, 2008, p. 51

¹¹ MASSO, Fabiano Del. **Direito Econômico**. São Paulo: Método, 2013, p. 45

¹² GRAU, Eros Roberto. **A Ordem Econômica na Constituição de 1988**. Interpretação e Crítica. 13. ed., São Paulo: Malheiros, 2008, p. 51

¹³ DANTAS, Ivo. O Econômico e o Constitucional. **Revista de Direito Administrativo**. Rio de Janeiro, 1995. nº 200, p. 55-69, abr./jun. Disponível em: <file:///C:/Users/felip/Downloads/46526-96346-1-PB.pdf> acesso em: 11 jul. de 2018

cartas contêm normas com incidência indireta sobre o fato econômico, como, por exemplo, a consagração ao direito de propriedade.¹⁴

A mudança de um modelo para o outro, portanto, é marcada por uma sucessão da ordem jurídica liberal pela ordem jurídica intervencionista. E o que evidencia essa sucessão são os limites colocados à ordem jurídica liberal, decorrentes da regulação econômica pelo Estado.¹⁵ Conforme explica Daniel Hachem “as tendências dos ordenamentos jurídico-administrativos costumam acompanhar as feições assumidas pelos Estados nos quais são forjados”.¹⁶

A ordem econômica de 1988, tratada no título VII da Constituição da República, apesar de não adotar ideias radicais do liberalismo, também não se aproxima de um modelo marxista. Trata-se de um modelo misto construído a partir dos interesses das mais diversas camadas sociais,¹⁷ sendo visível a busca pelo Estado do Bem-Estar Social, em que a administração pública deve “responsabilizar-se pelo incremento civilizatório da sociedade, protegendo os indivíduos em face da possibilidade de retrocesso sócio-cultural, socioeconômico e socioambiental”.¹⁸

Anota José Afonso da Silva, nesse sentido, que o constituinte de 1988 consagrou uma economia capitalista, dispensando, porém, igualdade de proteção para os valores do trabalho humano.¹⁹ Dessa maneira, houve o reconhecimento da autonomia empreendedora dos indivíduos, mas o Estado passou a ser o fiel da balança, podendo realizar algumas intervenções²⁰ na economia para garantir os direitos e valores que traduzem o modelo de Estado Social e Democrática de Direito.²¹

Essa intervenção do Estado na economia não é um fenômeno exclusivo de

¹⁴ SANTOS, António Carlos; et. al. **Direito Econômico**. Coimbra: Almedina, 1991, p. 18. *apud*: MENDES, Gilmar Ferreira. **Curso de Direito Constitucional**. 2. ed. rev. e atual., São Paulo: Saraiva, 2008, p. 1.354

¹⁵ GRAU, Eros Roberto. **A Ordem Econômica na Constituição de 1988**. Interpretação e Crítica. 13. ed., São Paulo: Malheiros, 2008, p. 63

¹⁶ HACHEM, Daniel Wunder. A noção constitucional de desenvolvimento para além do viés econômico – Reflexos sobre algumas tendências do direito Público brasileiro. **Revista de Direito Administrativo & Constitucional**. Belo Horizonte: Fórum, 2013. Ano 13, nº 53, p. 133-168, jul./set.

¹⁷ OLIVEIRA, Regis Fernandes de. **Curso de Direito Financeiro**. 2. ed., rev. e atual. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2008, p.48

¹⁸ GABARDO, Emerson. **Interesse público e subsidiariedade**. Belo Horizonte: Fórum, 2009. p. 15

¹⁹ SILVA, José Afonso da. **Curso de Direito Constitucional Positivo**. 16. ed. rev. e atual. São Paulo: Malheiros, 2009, p. 766.

²⁰ Nota do autor: No presente trabalho, os termos “intervenção” e “atuação” do Estado no processo econômico serão utilizados como sinônimos. Eros Grau, registra, no entanto, que esses termos não são absolutamente intercambiáveis, pois intervenção indica atuação estatal em área do setor privado, enquanto que atuação estaria reservada tanto para área titularidade própria do Estado quanto de titularidade do setor privado. GRAU, Eros Roberto. **A Ordem Econômica na Constituição de 1988**. Interpretação e Crítica. 13. ed., São Paulo: Malheiros, 2008, p. 92.

²¹ BLANCHET, Luiz Alberto; SCHIER, Adriana da Costa Ricardo. A Atividade de Fomento como mecanismo de intervenção do Estado na Economia e a Efetivação dos Direitos Fundamentais. **Revista de Direito Público Contemporâneo**. Instituto de Estudios Constitucionales da Venezuela e Universidade Federal Rural do Rio de Janeiro do Brasil, 2018. a. 2, v. 1, n. 1, p. 8, janeiro/junho. Disponível em: <<http://www.rdpc.com.br/index.php/rdpc/article/view/23/24>> acesso em: 22 jul. de 2018.

sistemas econômicos planejados, com direção central, estando presente também em sistemas de mercado.²² É um fenômeno típico do capitalismo; porém, as peculiaridades de cada governo marcam o nível de interação do Estado com a economia.²³

Em países marcados pela falência do modelo liberal, o Estado age sob a perspectiva transindividualista, subordinando a atividade econômica à vontade estatal. Lado outro, nos Estados liberais o mercado serve de barreira à intervenção estatal, incentivando a manifestação individual.²⁴ Esse incentivo decorre naturalmente da proteção de dois valores fundamentais, a propriedade privada dos bens de produção e a liberdade de contratar.²⁵

Os principais pilares da ordem econômica de 1988 são a livre iniciativa e a valorização do trabalho humano, os quais devem servir para a realização do objetivo constitucional de assegurar a todos existência digna, conforme os ditames da justiça social. Essa dialética constitucional entre valores liberais e sociais está estampada no artigo 170 da CRFB/88²⁶, colacionado abaixo:

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:

- I - soberania nacional;
- II - propriedade privada;
- III - função social da propriedade;
- IV - livre concorrência;
- V - defesa do consumidor;
- VI - defesa do meio ambiente, inclusive mediante tratamento diferenciado conforme o impacto ambiental dos produtos e serviços e de seus processos de elaboração e prestação;
- VII - redução das desigualdades regionais e sociais;
- VIII - busca do pleno emprego;
- IX - tratamento favorecido para as empresas de pequeno porte constituídas sob as leis brasileiras e que tenham sua sede e administração no País.

²² MONCADA, Luís Solano Cabral de. **Direito Económico**. 4. ed. rev. e atual. Lisboa: Coimbra Editora, 2003, p. 15.

²³ MOREIRA, Egon Bockmann. O Direito Administrativo Contemporâneo e a Intervenção do Estado na Ordem Econômica. **REDAE – Revista Eletrônica de Direito Administrativo Económico**. Salvador, 2005. nº 01, fevereiro/março/abril. Disponível em: <<https://direitoepoliticaeconomica.files.wordpress.com/2012/03/o-direito-administrativo-contempor3a2neo-e-a-intervenc3a7c3a3o-do-estado-na-ordem-econ3b4mica.pdf>>. Acesso em: 09 jul. de 2018.

²⁴ DANTAS, Ivo. **Teoria do Estado Contemporâneo**. 2. ed. rev., atual. e ampl., São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2013, p. 191-192

²⁵ GRAU, Eros Roberto. **A Ordem Econômica na Constituição de 1988**. Interpretação e Crítica. 13. ed., São Paulo: Malheiros, 2008, p. 92

²⁶ BRASIL, **Constituição da República Federativa do Brasil de 5 de outubro de 1988**. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Constituicao/Constituicao.htm> acesso em: 09 jul. de 2018

Então, no sistema brasileiro, o Estado não se substitui ao mercado, mas em resposta a uma questão social, atua minimamente nas relações econômicas, por meio de normas ou institutos que, sem desconsiderar a propriedade privada e a liberdade de empresa, buscam evitar abusos no seu exercício.²⁷

Diogo de Figueiredo Moreira Neto ao sistematizar essa intervenção estatal diz que há um ajuste de princípios. A liberdade de iniciativa combina-se com a atuação suplementar do Estado; a liberdade de empresa abre espaço para a função social; o lucro encontra os seus lindes na vedação do abuso do poder econômico; a liberdade de contratação promove os direitos sociais e a propriedade privada tempera-se com a função social da propriedade privada.²⁸

Portanto, o princípio da livre iniciativa regulamenta os modelos político-econômicos de produção capitalista privada como o nosso.²⁹ Destarte, apesar dos compromissos do Estado brasileiro com os projetos políticos da ordem social, ele não pode sonegar os compromissos firmados com a ordem capitalista.³⁰

Nesse sentido, reitera-se que o Estado irá interferir na economia dentro dos limites circunscritos pelo direito positivo, e somente para restabelecer os princípios do artigo 170 da CR/88. Tal atuação tem o condão de impor comandos restritivos e condicionadores aos processos de criação, transformação, circulação, distribuição e consumo das riquezas.³¹

Na literatura, os autores divergem no tocante à nomenclatura das modalidades de intervenção. Eros Grau, por exemplo, se refere a quatro tipos de intervenção, quais sejam: intervenção direta por absorção; intervenção direta por participação; intervenção indireta por direção e intervenção por indução.³²

Por sua vez, Diogo de Figueiredo Moreira Neto assenta que as práticas interventivas são representadas pelas seguintes modalidades, quais sejam a regulatória, a concorrencial, a monopolista e a sancionatória.³³

²⁷ MENDES, Gilmar Ferreira. **Curso de Direito Constitucional**. 2. ed. rev. e atual., São Paulo: Saraiva, 2008, p. 1.355.

²⁸ MOREIRA NETO, Diogo de Figueiredo. **Ordem Econômica e Desenvolvimento na Constituição de 1988**. Rio de Janeiro: Editora APEC, 1989, p. 28.

²⁹ SILVA, José Afonso da. **Curso de Direito Constitucional Positivo**. 16. ed. rev. e atual. São Paulo: Malheiros, 2009, p. 742

³⁰ BLANCHET, Luiz Alberto. O capitalismo e o socialismo na Constituição. **Revista da Academia Brasileira de Direito Constitucional**. Curitiba, 2004. n. 5, p. 198.

³¹ MOREIRA NETO, Diogo de Figueiredo. **Curso de Direito Administrativo**. Parte Introdutória, Parte Geral e Parte Especial. 16. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Forense. 2014, p. 407

³² GRAU, Eros Roberto. **A Ordem Econômica na Constituição de 1988**. Interpretação e Crítica. 13. ed., São Paulo: Malheiros, 2008, p. 92.

³³ MOREIRA NETO, Diogo de Figueiredo. **Curso de Direito Administrativo**. Parte Introdutória, Parte Geral e Parte Especial. 16. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Forense. 2014, p. 525.

Explica o autor que, na primeira instituição interventiva, o Estado ordena os processos econômicos. Na modalidade concorrencial, o Estado compete com os agentes privados. Na via monopolista, o Estado garante a exclusividade na exploração dos bens ou serviços. E na atuação sancionatória, o Estado procura punir os abusos praticados contra a ordem econômica e financeira.³⁴

Portanto, via de regra, elas estão alocadas em dois grupos: intervenção direta e intervenção indireta. Na intervenção direta, o próprio Estado atua como agente econômico. Já na intervenção indireta, o Estado age como regulador dos fatos econômicos.

Como se pode perceber, a intervenção direta na economia para explorar a atividade econômica revela a função empresarial do Estado, pois, no exercício desta função, ele atrai para si atividades que, a priori, deveriam ser exploradas pela iniciativa privada.

O artigo 173 da CR/88 prevê as hipóteses em que o Estado poderá explorar diretamente a economia, bem como traça as regras básicas para a atuação e funcionamento da empresa estatal, senão vejamos:

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;

III - licitação e contratação de obras, serviços, compras e alienações, observados os princípios da administração pública;

IV - a constituição e o funcionamento dos conselhos de administração e fiscal, com a participação de acionistas minoritários;

V - os mandatos, a avaliação de desempenho e a responsabilidade dos administradores.

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

§ 3º A lei regulamentará as relações da empresa pública com o Estado e a sociedade.

§ 4º A lei reprimirá o abuso do poder econômico que vise à dominação dos mercados, à eliminação da concorrência e ao

³⁴ MOREIRA NETO, Diogo de Figueiredo. **Curso de Direito Administrativo**. Parte Introdutória, Parte Geral e Parte Especial. 16. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Forense. 2014, p. 525.

aumento arbitrário dos lucros.

§ 5º A lei, sem prejuízo da responsabilidade individual dos dirigentes da pessoa jurídica, estabelecerá a responsabilidade desta, sujeitando-a às punições compatíveis com sua natureza, nos atos praticados contra a ordem econômica e financeira e contra a economia popular.³⁵

Cabe lembrar, na oportunidade, que, na sistemática anterior da Constituição de 1967 e da Emenda Constitucional nº 1/1969, havia uma preferência para as empresas privadas explorarem atividades econômicas de mercado, reservando-se ao Estado apenas uma atuação subsidiária por motivo de segurança nacional ou para organizar setor deficitário.³⁶

Para alguns doutrinadores, como, por exemplo, Alexandre Santos de Aragão, essa também seria a orientação do atual texto constitucional e estaria alinhada com o princípio da subsidiariedade. Segundo Alexandre Santos Aragão, a atuação estatal em setor econômico que vem sendo atendido satisfatoriamente pela iniciativa privada seria ilegítima e inconstitucional.³⁷

Verifica-se, entretanto, que, pelo atual regramento constitucional, a intervenção direta tanto pode reservar para o Poder Público determinado setor do domínio econômico (monopólio) quanto pode colocá-lo em regime de competição com empresas privadas que estão em determinado setor, não havendo, portanto, uma vedação expressa a esse tipo de atuação.

Ao julgar a ADPF nº 46-7/DF ajuizada pela ABRAED – Associação Brasileira das Empresas de Distribuição em face da Empresa Brasileira de Correios e Telégrafos – ECT, o STF enfrentou as questões que envolviam os princípios da subsidiariedade, concorrência e livre iniciativa, porém, houve por bem julgar improcedente a ação, pois no entender da Corte Suprema o privilégio postal da ECT é compatível com os artigos 1º, inciso IV; 5º, inciso XIII; 170, caput, inciso IV e parágrafo único, e 173 da Constituição da República de 1988.³⁸

De todo modo, a intervenção do Estado na atividade econômica por meio

³⁵ BRASIL, **Constituição da República Federativa do Brasil: promulgada em 5 de outubro de 1988**. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Constituicao/Constituicao.htm> acesso em: 09 de julho de 2018

³⁶ ALVES, Rosângela do Socorro. **Produção de Mercado: Os Contornos da Atuação Empresarial dos Agentes Econômicos Público e Privado e as Privatizações**. 169f. Dissertação (Mestrado em Direito). Programa de Pós-graduação em Direito da Universidade Federal do Paraná, Curitiba, 2004.

³⁷ ARAGÃO, Alexandre Santos de. **Empresas estatais: o regime jurídico das empresas públicas e sociedades de economia mista**. 1ª ed. São Paulo: Forense, 2017, p. 91

³⁸ BRASIL, Supremo Tribunal Federal. **Acórdão na Arguição de Descumprimento de Preceito Fundamental nº 46-7/DF**. Relator: Marco Aurélio de Mello. Publicado no DJe nº 35, no dia 26.02.2010. Disponível em: <<http://redir.stf.jus.br/paginadorpub/paginador.jsp?docTP=AC&docID=608504>>. Acesso em: 31 ago. de 2018.

das empresas estatais sempre levantou questionamentos acadêmicos³⁹ e dificuldades práticas, pois apesar de assumirem uma forma comercial e, na maioria das vezes, reunirem também a participação de patrimônio privado,⁴⁰ essas empresas não deixam de estar submetidas aos princípios da Administração Pública, notando-se uma hierarquização de prevalência do direito público sobre o direito privado.⁴¹

Com efeito, as necessidades que levam o Estado a “vestir” a roupagem de empresa são variáveis tanto no campo político quanto econômico. Não obstante a defesa de uma vocação do Estado para atuar na economia⁴², a regra é, nos sistemas capitalistas, a não intervenção direta do Estado no processo econômico, regra essa que só seria excepcionada nos casos de interesse coletivo,⁴³ como, por exemplo, a realização de políticas públicas, a universalização de serviços públicos e o desenvolvimento do setor produtivo.⁴⁴

Segundo Mário Engler Pinto Júnior, a atuação da empresa estatal, nos países em desenvolvimento, assume um papel originário do setor privado, que não é capaz de angariar recursos para alavancar indústria de base e desenvolver projetos de infraestrutura⁴⁵. Nestes países, o Estado assume diferentes papéis econômicos visando fomentar o desenvolvimento e corrigir eventuais distorções do mercado.⁴⁶

Trata-se de um modo de atuação estatal que reflete o ceticismo keynesiano “quanto à capacidade do mercado de regular o volume de investimentos e o nível de atividade econômica”,⁴⁷ e que entende que a economia não pode ser

³⁹ ABRANCHES, Sérgio Henrique. Questão da empresa estatal – economia, política e interesse público. **Revista de Administração de Empresas**. São Paulo, 1979. vol.19. nº 04. Disponível em: <http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0034-75901979000400009>. Acesso em: 04 jul. de 2018

⁴⁰ RIBEIRO, Marcia Carla Pereira. **Sociedade de Economia Mista e Empresa Privada**. Curitiba: Juruá, 1999, p. 79

⁴¹ CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas, 4º Volume, tomo I**: arts. 206 a 242: Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações da Lei nº 11.941, de 27 de maio de 2009, e da Lei nº 12.810, de 15 de maio de 2013. 6. ed. São Paulo: Saraiva, 2014.

⁴² GRAU, Eros Roberto. **A Ordem Econômica na Constituição de 1988**. Interpretação e Crítica. 13. ed., São Paulo: Malheiros, 2008, p. 24.

⁴³ RIBEIRO, Marcia Carla Pereira. **Sociedade de Economia Mista e Empresa Privada**. Curitiba: Juruá, 1999, p. 23

⁴⁴ ABRANCHES, Sérgio Henrique. Questão da empresa estatal – economia, política e interesse público. **Revista de Administração de Empresas**. São Paulo, 1979. vol.19. nº 04. Disponível em: <http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0034-75901979000400009>. Acesso em: 04 jul. de 2018

⁴⁵ PINTO JUNIOR, Mário Engler. **O Estado como acionista controlador**. 2009. 517 f. Tese (Doutorado em Direito). Programa de Pós-graduação em Direito da Universidade de São Paulo, 2009.

⁴⁶ BARROSO, Luís Roberto. Agências Reguladoras. Constituição, Transformações do Estado e Legitimidade Democrática. **Revista de Direito Administrativo**. Rio de Janeiro, 2002. nº 229, p. 285-311, jul./set. Disponível em: <<file:///C:/Users/c802494/Downloads/46445-93243-1-PB.pdf>>. Acesso em: 11 jul. de 2018.

⁴⁷ SEABRA, Fernanda. *et. al.* O Papel das Instituições no Desenvolvimento Econômico. *In*: BARRAL, Weber; PIMENTEL, Luiz Otávio (organizadores). **Teoria Jurídica e Desenvolvimento**. Florianópolis: Fundação Boiteux. 2006, p. 74.

contrária a objetivos coletivos. A falta de mercados importantes, a inflexibilidade do mercado de trabalho e a baixa capitalização de agentes privados acaba impedindo que o mercado atinja um ponto de ótimo social, o que justificaria ações governamentais na economia.⁴⁸

Sem esse empreendedorismo público, a coletividade teria dificuldade para sobreviver em razão da falta das condições que assegurassem a dignidade, o bem estar, a saúde, a segurança etc.⁴⁹ Projetos com retorno social, mas com baixa rentabilidade lucrativa, não interessam aos agentes privados. Dessa maneira, o Estado pode utilizar empresas estatais para intervir no domínio econômico, visando a correção de falhas de mercado que não serão preenchidas pela iniciativa privada.⁵⁰

Outro fenômeno verificado não apenas na realidade brasileira e que também fez surgir novas empresas estatais, foi a proposta de concessão de serviços públicos para essas empresas. Para Maria Sylvia Zanella Di Pietro, o Estado enxergava uma vantagem nessa forma de descentralização, pois poderia manter o controle sobre o concessionário, sem perder a competência para fixar preços. Pondera a autora, contudo, que tal modelo descaracterizava a própria finalidade da concessão, que se justifica na prestação de serviço público com baixo – ou nenhum – investimento estatal.⁵¹

Ao tratar dos países de tradição capitalista, Mário Engler Pinto Júnior esclarece que a atuação das empresas estatais está fundamentada em opção política ou motivada por razões estratégicas.⁵² Neste caso, os meios de produção ficam em sua maior parte nas mãos do setor privado, e a manifestação do Estado no processo econômico serve apenas para evitar que o interesse pessoal não degenera a liberdade em egoísmo, e também para proteger a concorrência, incentivar e reforçar contratos privados, corrigir problemas de assimetria informacional e/ou garantir a

⁴⁸ PINHEIRO, Armando Castelar; GIAMBIAGI, Fabio. **As Empresas Estatais e o Programa de Privatização do Governo Collor**. Brasília: IPEA, 1992, Texto para Discussão nº 261. Disponível em: <http://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/1540/1/td_0261.pdf> acesso em: 23 ago. de 2018.

⁴⁹ BLANCHET, Luiz Alberto. Ineficiência, Corrupção e seus Efeitos sobre o Empreendedorismo e sobre o Desenvolvimento. *In*: BLANCHET, Luiz Alberto; HACHEM, Daniel Wunder; SANTANO, Ana Claudio. (coord.). **Eficiência e Ética na Administração Pública: Anais do Seminário Internacional realizado no Programa de Pós-Graduação em Direito da Pontifícia Universidade Católica do Paraná**. Curitiba: Íthala, 2015.

⁵⁰ DI PIETRO, Maria Sylvia Zanella. **Parcerias na Administração Pública**. Concessão, Permissão, Franquia, Terceirização, Parceria Público-Privada e outras Formas. 9. ed., São Paulo: Atlas. 2012, p. 54.

⁵¹ DI PIETRO, Maria Sylvia Zanella. **Parcerias na Administração Pública**. Concessão, Permissão, Franquia, Terceirização, Parceria Público-Privada e outras Formas. 9. ed., São Paulo: Atlas. 2012, p. 55.

⁵² PINTO JUNIOR, Mário Engler. **O Estado como acionista controlador**. 2009. 517 f. Tese (Doutorado em Direito). Programa de Pós-graduação em Direito da Universidade de São Paulo, 2009.

regime único para as empresas estatais executoras de atividades industriais e comerciais e para aquelas que são prestadoras de serviços públicos.

A ação ainda está pendente de julgamento pelo plenário do Supremo Tribunal Federal.

Superada a questão da dicotomia entre atividade econômica e serviços públicos, passa-se a tratar na sequência da necessidade de lei autorizadora para a criação da sociedade de economia mista.

2.5 A NECESSIDADE DE LEI AUTORIZADORA PARA A CRIAÇÃO DA SOCIEDADE DE ECONOMIA MISTA

Em decorrência de norma constitucional (art. 37, XIX, CR/88), “é pressuposto à criação de companhia mista, no sistema brasileiro, a autorização legislativa”.¹²⁷ O fundamento da prévia autorização legislativa é o respeito ao princípio da subsidiariedade, que prega que o Estado só explorará diretamente a atividade econômica em caso de relevante interesse coletivo e segurança nacional.¹²⁸

Portanto, o compromisso constitucional com o princípio da livre iniciativa, exige que o Poder Legislativo ratifique o ingresso do Estado na ordem econômica, para concorrer com os agentes privados. A iniciativa legiferante servirá para justificar a intervenção econômica.

Vale lembrar, nesse sentido, que o artigo 2º, § 1º, da Lei 13.303, de 30 de junho de 2016, passou a prever expressamente que, a lei criadora da sociedade de economia mista deverá indicar, de forma clara, o relevante interesse coletivo ou imperativo de segurança nacional que justificou a criação da companhia estatal.

Mas Maria Sylvia Zanella Di Pietro ressalta que, vez por outra, a sociedade de economia mista também poderá nascer da conversão de órgãos públicos ou autarquias em empresas, sendo necessário, no entanto, que a transformação esteja prevista em lei assim como a finalidade empresarial do ente resultante.¹²⁹

Sem embargo, é importante esclarecer que, tanto num caso quanto no outro, a edição da lei não cria automaticamente a sociedade de economia mista, vez que, na condição de ente privado, ela deverá realizar a Assembleia Geral de

¹²⁷ RIBEIRO, Marcia Carla Pereira. **Sociedade de Economia Mista e Empresa Privada**. Curitiba: Juruá, 1999, p. 138

¹²⁸ CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas, 4º Volume, tomo I**: arts. 206 a 242: Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações da Lei nº 11.941, de 27 de maio de 2009, e da Lei nº 12.810, de 15 de maio de 2013. 6. ed. São Paulo: Saraiva, 2014, p. 463.

¹²⁹ DI PIETRO, Maria Sylvia Zanella. **Direito Administrativo**. 21. ed. São Paulo: Atlas, 2008. p.424.

segurança nacional.⁵³

Destarte, “a propriedade pública dos meios de produção não precisa ser um fim em mesmo, mas pode visar ao atendimento de necessidades objetivas”⁵⁴. Neste contexto, mesmo em países de economia capitalista mais desenvolvidos podem existir razões de interesse coletivo que justifiquem a intervenção direta por meio de empresas estatais.

Um bom exemplo dessa forma de atuação ocorreu em 2008, com a crise dos mercados financeiros globais. Para evitar a grande comoção social e impedir a falência de importantes empresas privadas, os Estados se viram obrigados a adotar ações governamentais para evitar o colapso da economia mundial.⁵⁵

Nessa perspectiva, o Estado não seria um intruso na economia, mas sempre um parceiro fundamental do setor privado.⁵⁶ Lembra, nesse sentido, Marcia Carla Pereira Ribeiro, que “o fato de existirem empresas do Estado atuando em situação de igualdade com os particulares não é suficiente para caracterizar a substituição da forma capitalista”.⁵⁷

2.2 O SURGIMENTO E DESENVOLVIMENTO DA SOCIEDADE DE ECONOMIA MISTA NO CENÁRIO BRASILEIRO

O surgimento da sociedade de economia mista está umbilicalmente ligado à noção de capitalismo de Estado, entendendo-se este como a intervenção e os investimentos do Estado no processo produtivo e em atividades comerciais.

A história do desenvolvimento econômico demonstra que a atuação estatal na economia passou por diferentes etapas.

Conforme já mencionado anteriormente, a fórmula liberal, muito marcante no século XIX, pregava a separação entre Estado e economia, e o predomínio da autonomia privada. Para os liberais, seguidores da doutrina de Adam Smith, os comerciantes seriam levados pela “mão invisível do mercado” a realizar a melhor

⁵³ CRUZ, José Raimundo Gomes da. Sociedade de Economia Mista. **Revista de Direito Administrativo**. Rio de Janeiro: FGV, 1974. nº 116, p. 487-500, abr./jun.

⁵⁴ PINTO JUNIOR, Mário Engler. **Empresa Estatal. Função Econômica e Dilemas Societários**. 2. ed., São Paulo: Atlas, 2013, p. 14.

⁵⁵ PINTO JUNIOR, Mário Engler. **Empresa Estatal. Função Econômica e Dilemas Societários**. 2. ed., São Paulo: Atlas, 2013, p. 15.

⁵⁶ MAZZUCATO, Mariana. **O Estado Empreendedor**. Desmascarando o mito do setor público vs. Setor privado. Tradução: Elvira Serapicos. São Paulo: Portfolio Penguin, 2014, p. 30

⁵⁷ RIBEIRO, Marcia Carla Pereira. **Sociedade de Economia Mista e Empresa Privada**. Curitiba: Juruá, 1999, p. 59.

distribuição de recursos, promovendo, sem saber, o desenvolvimento da sociedade.⁵⁸ Nesse sentido, um sistema econômico livre seria o mais vantajoso para o progresso do Estado.

Ocorre que essa liberdade desencadeou apetites individuais sórdidos com prejuízos para coletividade, o que passou a gerar reações antiliberais⁵⁹ e a substituição da perspectiva individualista por um modelo que passasse a considerar o bem-estar coletivo,⁶⁰ exigindo-se do Estado uma atuação mais presente nas relações econômicas.

Tal anseio social transfere novos encargos ao Estado, que doravante necessita lançar mão de instrumentos e estruturas empresariais para corrigir as chamadas falhas de mercado, visando a integração social. As empresas estatais representam essas estruturas empresarias encarregadas de realizar ações governamentais com o intuito de auxiliar o Estado a corrigir eventuais imperfeições da economia.

A sociedade de economia mista, por sua vez, apresenta-se como veículo comercial, com estrutura peculiar que une patrimônio público e privado, mas que, em decorrência do controle acionário, submete as atividades da empresa ao poder do Estado.⁶¹

Não se trata de figura recente, posto que a sua origem remonta à criação das Companhias das Índias Orientais e Ocidentais na Holanda e Inglaterra, nos séculos XVI e XVII, compostas pela associação entre o Estado e investidores privados.⁶²

Pelo fato de adotar a estrutura de uma sociedade por ações, que, se diga, é voltada para atividades tipicamente empresariais, a sociedade de economia mista oferece para o Estado uma forma de organização que pode conduzir a uma atuação mais eficiente⁶³ e mais alinhada com o ambiente econômico, que é dotado de uma dinâmica incompatível com a burocracia e amarras legais que cercam os entes da Administração Direta.

⁵⁸ BRUE, Stanley L.; GRANT, Randy R. **História do Pensamento Econômico**. Tradução da 8. ed. norte-americana, São Paulo: Cengage Learning, 2017, p. 74

⁵⁹ MARTINEZ, Soares. **Economia Política**. 11. ed. rev. e atual., Coimbra: Almedina, 2010, p. 212

⁶⁰ MONCADA, Luís Solano Cabral de. **Direito Econômico**. 4. ed. rev. e atual. Lisboa: Coimbra Editora, 2003, p. 19

⁶¹ RIBEIRO, Marcia Carla Pereira. **Sociedade de Economia Mista e Empresa Privada**. Curitiba: Juruá, 1999, p. 79

⁶² PAIVA, Alfredo de Almeida. As Sociedades de Economia Mista e as Empresas Públicas como instrumentos jurídicos a serviço do Estado. **Revista de Direito Administrativo**. São Paulo, 1960 nº 60, p. 1-15, abr./jun, p. 5.

⁶³ RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; ALVES, Rosângela do Socorro. Sociedades Estatais, Controle e Lucro. **Revista Scientia Iuris**. Londrina, 2006. v. 10, p. 163-182.

A estrutura societária das economias mistas também lhes acarreta uma funcionalidade privada, o que, conseqüentemente, transfere para os negócios e contratos celebrados com terceiros essa mesma natureza jurídica. Deve-se pontuar, todavia, que a celebração de negócios privados não distorce as suas finalidades empresárias, que serão sempre públicas.

Destaca-se, ainda, que, dentro da organização do Estado, a sociedade de economia mista é um instrumento que facilita o acesso ao mercado de capitais, o que permite a captação de um “dinheiro” em regra mais barato do que aquele emprestado pelos Bancos.

No cenário brasileiro, apesar de haver registros da existência da exploração de serviço postal (chamado na época de Correio-Mor) desde 1520, com a posterior criação de um correio público⁶⁴ na cidade do Rio de Janeiro em 1796⁶⁵, e da atuação da Casa da Moeda do Brasil desde 1694, o Banco do Brasil, criado em 1808, “foi a primeira experiência brasileira com a utilização da sociedade por ações para atender finalidades estatais”.⁶⁶

A partir da Revolução de 1930 e nos anos seguintes, durante o nacionalismo econômico da política de Getúlio Vargas, o ativismo econômico brasileiro se intensificou e foram criadas diversas estatais voltadas para explorar estrategicamente setores de maneira monopolística, e fortalecer a indústria de base e a área de infraestrutura, podendo-se citar como exemplos: (i) Companhia Siderúrgica Nacional, criada em 1943; (ii) Companhia Vale do Rio Doce, criada em 1943; (iii) Fábrica Nacional de Motores, criada em 1943; (iv) Companhia Hidrelétrica do Vale do São Francisco, criada em 1945; e (v) Petróleo Brasileiro S.A, criada em 1953.

Nessa época, o Estado assumiu o papel central de indutor da industrialização e houve a adoção de um modelo protecionista que pregava a substituição das importações no país. Mas segundo Frederico Lustosa Da Costa e Vítor Yoshihara Miano, foi durante o regime militar, no período compreendido entre 1964 e 1985, que o número de empresas estatais atingiu seu o maior patamar,

⁶⁴ Nota do autor: A Empresa Brasileira de Correios e Telégrafos, enquanto empresa pública, só foi criada em 1969. A informação constante no site dos Correios que noticia o surgimento do Correio-Mor no ano de 1663 não coincide com os registros pontuados em outros livros. Por essa razão, no presente trabalho foram utilizadas as bases históricas encontradas na pesquisa do Professor Doutor da PUC-SP, João Pinheiro de Barros Neto, transcritas na obra “Administração Pública no Brasil. Uma breve história dos Correios”. BARROS NETO, João Pinheiro de. **Administração Pública no Brasil**. Uma breve história dos Correios. São Paulo: Annablume, 2004.

⁶⁵ BARROS NETO, João Pinheiro de. **Administração Pública no Brasil**. Uma breve história dos Correios. São Paulo: Annablume, 2004, p.22

⁶⁶ PINTO JUNIOR, Mário Engler. **Empresa Estatal. Função Econômica e Dilemas Societários**. 2. ed., São Paulo: Atlas. 2013, p. 18

quando foram criadas 302 empresas estatais.⁶⁷

No início dos anos 90, uma crise do Estado somada à globalização tornou imperativa a redefinição das funções estatais, visando permitir uma economia competitiva internacionalmente.⁶⁸ Tais fenômenos forçaram uma revisão do Estado Social dando início ao movimento de privatização, com a delegação aos particulares de inúmeras atribuições que antes eram prestadas diretamente pela Administração Pública.⁶⁹

Essa reformulação das políticas de investimento público acarretou o afastamento do Estado da atividade produtiva e, conseqüentemente, a privatização de diversas empresas estatais. A mudança ocorrida nos anos 90 obrigou o Estado a repensar as estruturas e estratégias de suas empresas, especialmente as sociedades de economia mista com papéis negociados em bolsa valores, que precisaram melhorar a sua eficiência, pois estavam fadadas ao fracasso.⁷⁰

2.3 A POSIÇÃO DA EMPRESA ESTATAL NA ORGANIZAÇÃO POLÍTICA DO ESTADO E A BUSCA POR RESULTADOS DE INTERESSE PÚBLICO

A realização de valores constitucionais é a justificativa para existência do Estado. Porém, as atividades administrativas nem sempre serão desenvolvidas pelo próprio Estado, que poderá criar outros entes para realizar as ações governamentais e cumprir os encargos constitucionais.⁷¹ A própria Constituição da República de 1988, no artigo 37, incisos XIX e XX, prevê a possibilidade de criação de entidades para auxiliar o Estado a desenvolver suas atividades.

É a realidade nacional de cada país que vai decidir pela centralização ou descentralização administrativa⁷², lembrando-se que esta, no seu sentido estrito, não

⁶⁷ COSTA, Frederico Lustosa da; MIANO, Vítor Yoshihara. Estatização e desestatização no Brasil: O papel das empresas estatais nos ciclos da intervenção governamental no domínio econômico. **Revista de Gestión Pública**. Chile, 2013. Volume II. Número 1. Janeiro-Junho. Disponível em: <http://www.revistadegestionpublica.cl/Vol_II_No_1/Lustosa%20y%20Miano.pdf>. Acesso em: 31 ago. de 2018.

⁶⁸ PEREIRA, Luiz Carlos Bresser. Da administração pública burocrática à gerencial. **Revista do Serviço Público**. Brasília, 1996. Ano 47, vol. 120, nº 01, jan./abr. p. 7-40. Disponível em: <<https://bit.ly/2RLKBDp>>. Acesso em: 04 set. de 2018.

⁶⁹ NOHARA, Irene Patrícia. **Direito Administrativo**. 4. ed. atual. e rev. São Paulo: Atlas, 2014, p. 34.

⁷⁰ RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; ALVES, Rosângela do Socorro. Sociedades Estatais, Controle e Lucro. **Revista Scientia Iuris**. Londrina, 2006. v. 10, p. 163-182.

⁷¹ MELLO, Celso Antonio Bandeira de. **Curso de Direito Administrativo**. 25. ed. rev. e atual. São Paulo: Malheiros, 2008, p. 149

⁷² VIEIRA, Paulo Reis. Em busca de uma teoria de descentralização. **Revista de Administração Pública**. Rio de Janeiro, 2012. vol. 46 nº 5, set./out. Disponível em:

pode ser confundida com a desconcentração administrativa.

Segundo a doutrina de Maria Sylvia Zanella Di Pietro, no fenômeno da descentralização ocorre a distribuição de competências de uma pessoa para outra. Já na desconcentração, a distribuição de competências é interna, ou seja, dentro da mesma pessoa jurídica⁷³. A técnica da desconcentração está ligada a uma ideia de hierarquia e tem o objetivo de descongestionar o excesso de atribuições que carrega o órgão central, sem transferência de competências para outra pessoa jurídica. Ao reverso, na descentralização, o que ocorre é justamente a repartição de competências entre diferentes pessoas jurídicas.⁷⁴

Também não se pode confundir a descentralização administrativa, tratada neste tópico, com a descentralização política. Nesta última situação, o que ocorre é a redistribuição de poder, recursos e responsabilidades da União para os Estados, Distrito Federal e Municípios e, em sentido mais amplo, do Executivo para o Legislativo e o Judiciário, e do Governo para a sociedade civil.⁷⁵

A descentralização administrativa é uma modalidade de distribuição de competências que passou por uma transformação ao longo dos anos. A Revolução de 1930 está associada à criação do estado administrativo no Brasil, criação esta que está suportada por dois mecanismos, quais sejam estatutos normativos e órgãos normativos e fiscalizadores.⁷⁶ Neste período, o Estado tinha forte atuação no processo econômico e centralizava inúmeras tarefas.

A primeira grande mudança ocorreu em 1937, quando foi criado o Departamento de Administração Pública do Serviço Público (DASP), órgão com poderes excepcionais, atuação intensa e com o objetivo de organizar e racionalizar o serviço público e as funções estatais⁷⁷. O DASP “representou não apenas a primeira reforma administrativa do país, com a implantação da administração pública

<http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0034-76122012000500011>. Acesso em: 03 set. de 2018

⁷³ DI PIETRO, Maria Sylvia Zanella. **Direito Administrativo**. 21. ed., São Paulo: Atlas. 2008, p. 389

⁷⁴ DI PIETRO, Maria Sylvia Zanella. **Direito Administrativo**. 21. ed., São Paulo: Atlas. 2008, p. 389

⁷⁵ GOMES, Gustavo Maia; DOWELL, Maria Cristina Mac. **Descentralização Política, Federalismo Fiscal e Criação de Municípios: O que é mau para o Econômico nem sempre é bom para o Social**. Brasília: IPEA, 2000. Texto para discussão nº 706. Disponível em: <http://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/2339/1/TD_706.pdf> acesso em: 13 set. de 2018.

⁷⁶ LIMA JUNIOR, Olavo Brasil. As administrativas no Brasil: modelos, sucessos e fracassos. **Revista do Serviço Público**. Brasília, 1998. Ano 49, nº 2, abr./jun. p. 5-32. Disponível em: <<http://repositorio.enap.gov.br/bitstream/1/1490/1/1998%20Vol.49%2cn.2%20J%C3%BAnior.pdf>>. Acesso em: 04 set. de 2018.

⁷⁷ LIMA JUNIOR, Olavo Brasil. As administrativas no Brasil: modelos, sucessos e fracassos. **Revista do Serviço Público**. Brasília, 1998. Ano 49, nº 2, abr./jun. p. 5-32. Disponível em: <<http://repositorio.enap.gov.br/bitstream/1/1490/1/1998%20Vol.49%2cn.2%20J%C3%BAnior.pdf>>. Acesso em: 04 set. de 2018.

burocrática, mas também a afirmação dos princípios centralizadores e hierárquicos da burocracia clássica.”⁷⁸

Porém, um dos mais expressivos movimentos da reforma administrativa brasileira ocorreu durante o regime militar com a edição do Decreto-lei nº 200/67,⁷⁹ que passou a organizar a Administração Federal, cujo objetivo era descentralizar e desburocratizar as atividades estatais. Estabelece-se então um primeiro modelo de reforma gerencial, com foco na autonomia e flexibilização da administração indireta.⁸⁰

Como estrutura decorrente do fenômeno da descentralização, a Administração indireta permite a constituição de novas entidades estatais, mas com personalidade jurídica própria e atuação menos burocrática. E, conforme a previsão do artigo 4º, inciso II, do Decreto-lei 200/67, a sociedade de economia mista é um dos entes que compõe a administração indireta, ao lado das empresas públicas, autarquias e fundações públicas.⁸¹

É bem verdade que tal disposição, hoje, mostra-se incompleta, pois deixa de considerar, por exemplo, os consórcios públicos, figura criada pela Lei nº 11.107, de 6 de abril de 2005⁸², com amparo no artigo 241 da Constituição da República de 1988, e que propicia que os entes estatais (União, Estados, Distrito Federal e Municípios) realizem objetivos comuns, com gestão associada. Segundo José Carvalho dos Santos, os consórcios públicos eram os antigos convênios, em que entes públicos e privados formalizavam um negócio jurídico, com ajuste de direitos e obrigações, e interesse recíproco.⁸³

Além disso, é preciso anotar que o instituto da descentralização também permite que o Estado transfira para a iniciativa privada o exercício de atividades que a

⁷⁸ PEREIRA, Luiz Carlos Bresser. Da administração pública burocrática à gerencial. **Revista do Serviço Público**. Brasília, 1996. Ano 47, vol. 120, nº 01, jan./abr. p. 7-40. Disponível em: <<https://bit.ly/2RLKBDp>>. Acesso em: 04 set. de 2018.

⁷⁹ NOHARA, Irene. **Reforma Administrativa e Burocracia**. Impacto da Eficiência na Configuração do Direito Administrativo Brasileiro. São Paulo: Atlas, 2012, p. 40

⁸⁰ LIMA JUNIOR, Olavo Brasil. As administrativas no Brasil: modelos, sucessos e fracassos. **Revista do Serviço Público**. Brasília, 1998. Ano 49, nº 2, abr./jun. p. 5-32. Disponível em: <<http://repositorio.enap.gov.br/bitstream/1/1490/1/1998%20Vol.49%2cn.2%20J%C3%BAnior.pdf>> Acesso em: 04 set. de 2018.

⁸¹ À evidência, estão excluídas do conceito de Fazenda Pública as sociedades de economia mista e as empresas públicas. Embora integrem a Administração Pública Indireta, não ostentam natureza de direito público, revestindo-se da condição de pessoas jurídicas de direito privado, a cujo regime estão subordinadas. Então, quando se alude à Fazenda Pública, na expressão não estão inseridas as sociedades de economia mista nem as empresas públicas, sujeitas que são ao regime geral das pessoas jurídicas de direito privado. CUNHA, Leonardo Carneiro da. **A Fazenda Pública em Juízo**. São Paulo: Dialética, 2012, p. 18.

⁸² BRASIL. **Lei nº 11.107, de 06 de abril de 2005**. Dispõe sobre normas gerais de contratação de consórcios públicos e dá outras providências. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2004-2006/2005/Lei/L11107.htm> acesso em: 16 set. de 2018.

⁸³ CARVALHO FILHO, José dos Santos. **Manual de Direito Administrativo**. 27. ed. rev., ampl. e atual. São Paulo: Atlas, 2013, p. 229.

priori seriam reservadas a ele.⁸⁴ Acerca desta questão, Maria Sylvia Zanella Di Pietro esclarece que esta espécie de descentralização por colaboração, com a iniciativa privada, é feita por concessão, delegação ou autorização para executar o serviço público.⁸⁵

Superada esta distinção e crítica acadêmicas, retorna-se à questão da, no âmbito da Administração Indireta. Na definição do artigo 5º, inciso II, do Decreto-lei 200/67, a empresa pública estava conceituada como:

A entidade dotada de personalidade jurídica de direito privado, com patrimônio próprio e capital exclusivo da União, criada por lei para a exploração de atividade econômica que o Governo seja levado a exercer por força de contingência ou de conveniência administrativa podendo revestir-se de qualquer das formas admitidas em direito.

Por outro lado, para os fins do Decreto-lei 200/67, o artigo 5º, inciso III, definia a sociedade de economia mista como:

A entidade dotada de personalidade jurídica de direito privado, criada por lei para a exploração de atividade econômica, sob a forma de sociedade anônima, cujas ações com direito a voto pertençam em sua maioria à União ou a entidade da Administração Indireta.

Com a edição da Lei 13.303, de 30 de junho de 2016⁸⁶, que dispõe sobre o estatuto jurídico das empresas públicas, da sociedade de economia mista e de suas subsidiárias, no âmbito da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, esses conceitos sofreram algumas alterações.

De acordo com o artigo 3º, da Lei 13.303, de 30 de junho de 2016:

Empresa pública é a entidade dotada de personalidade jurídica de direito privado, com criação autorizada por lei e com patrimônio próprio, cujo capital social é integralmente detido pela União, pelos Estados, pelo Distrito Federal ou pelos Municípios.

Por sua vez, o artigo 4º, da Lei 13.303, de 30 de junho de 2016, passou a prever que:

Sociedade de economia mista é a entidade dotada de personalidade jurídica de direito privado, com criação autorizada por lei, sob a forma de sociedade anônima, cujas ações com direito a voto pertençam em sua maioria à União, aos Estados, ao Distrito Federal, aos Municípios ou a entidade da administração indireta.

Portanto, lendo-se atentamente a novel legislação, percebe-se que as

⁸⁴ MELLO, Celso Antônio Bandeira de. **Curso de Direito Administrativo**. 25. ed. rev. e atual. São Paulo: Malheiros, 2008, p. 149.

⁸⁵ DI PIETRO, Maria Sylvia Zanella. **Direito Administrativo**. 21. ed., São Paulo: Atlas. 2008, p. 393

⁸⁶ BRASIL. **Lei nº 13.303, de 30 de junho de 2016**. Dispõe sobre o estatuto jurídico da empresa pública, da sociedade de economia mista e de suas subsidiárias, no âmbito da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2016/lei/113303.htm>. Acesso em: 17 set. de 2018.

principais diferenças entre empresa pública e sociedade de economia mista residem na estrutura de capital e forma societária. Enquanto a sociedade de economia mista só pode ser constituída sob a forma de sociedade anônima, a empresa pública pode adotar qualquer forma societária admitida em direito.

Ambas devem ter a criação autorizada por lei, personalidade jurídica de direito privado, vinculação ao interesse público previsto na lei autorizadora e sujeição ao controle estatal interno pelo ente controlador e, externamente, pelos Tribunais de Contas.

Com relação ao interesse público das empresas estatais, tal temática sempre esteve envolta de profundas discussões acadêmicas. O fundamento para a existência da empresa estatal é a realização de um objeto social de interesse público que, na dicção do artigo 173 da Constituição da República de 1988, visa atender duas necessidades: segurança nacional ou relevante interesse coletivo.

Conforme Diogo de Figueiredo Moreira Neto, trata-se de atividade interventiva econômica em substituição à iniciativa privada, porém de forma subsidiária, pois a Constituição abre específicas exceções ao princípio constitucional do livre mercado.⁸⁷ Assim, a exploração direta de atividade econômica pelo Estado, fora das hipóteses destacadas acima, incluindo-se a execução de atividade monopolizada, padece de inconstitucionalidade.

Portanto, não se pode conceber, ao menos na atual ordem constitucional, é a criação de uma empresa estatal voltada para a exploração de atividade econômica, apenas para competir com os agentes privados, objetivando somente lucro, sem que tal atuação não esteja vinculada aos ditames do artigo 173 da Constituição da República de 1988.

Destarte, diz, Marçal Justen Filho, que, verificada as necessidades constitucionais, “cabera à lei ordinária explicitar as razões que justificam a intervenção estatal”.⁸⁸

Sobre este assunto, acrescenta Diogo de Figueiredo Moreira Neto que, os motivos constitucionais - segurança nacional e relevante interesse coletivo – não podem ser apenas invocados, eles precisam, obrigatoriamente, constar de forma clara na lei que autorizar a criação da empresa estatal, pois é esta circunstância que

⁸⁷ MOREIRA NETO, Diogo de Figueiredo. **Curso de Direito Administrativo**. Parte Introdutória, Parte Geral e Parte Especial. 16. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Forense. 2014, p. 524

⁸⁸ JUSTEN FILHO, Marçal. A Lei 13.303/2016, A criação das empresas estatais e a participação minoritária em empresas privadas. *In*: JUSTEN FILHO, Marçal. (org.). **Estatuto Jurídico das Empresas Estatais. Lei 13.303/2016 – Lei das Estatais**. São Paulo: RT, 2017, p. 48.

permitirá o controle de constitucionalidade.⁸⁹

Por oportuno, é importante destacar que o artigo 2º, §1º, da Lei 13.303 de 30 de junho 2016, passou a prever que a constituição de empresa pública ou de sociedade de economia mista dependerá de prévia autorização legal que indique, de forma clara, relevante interesse coletivo ou imperativo de segurança nacional, nos termos do *caput* do art. 173 da Constituição Federal.⁹⁰

A dificuldade permanece, entretanto, na definição de interesse público, pois, na visão de Calixto Salomão Filho, trata-se de uma definição multifacetada, ora política, ora econômica, sem possibilidade de se estabelecer um conceito fechado.⁹¹ Todavia, para Celso Antônio Bandeira de Mello, “interesse público nada mais é que a dimensão pública dos interesses individuais, ou seja, dos interesses de cada indivíduo enquanto participe da sociedade”.⁹²

Tal definição coincide com o conceito de interesse público primário na classificação proposta por Ricardo Alessi, e difundida no Brasil pelo próprio Celso Antônio Bandeira de Mello⁹³, que divide o interesse público em primário e secundário. Porém, ela não resolve de antemão o problema da vagueza da expressão. Nesse sentido reconhece Celso Antônio Bandeira de Mello, que caberá primeiramente à Constituição da República e, a partir dela, aos legisladores e órgãos administrativos, para os últimos, dentro do seu poder discricionário, qualificar o que se entende por interesse público.⁹⁴

Mas, como bem destaca Camila Fidalgo, nem sempre esse interesse público qualificado será de fato o interesse da coletividade. No Brasil, o enfoque está mais voltado para a teoria normativa do interesse público para justificar a intervenção do Estado na economia, que se pauta em razões republicanas de ordem econômica e social; porém, lembra a autora que também existem as formas de intervenção influenciadas pelos interesses de grupos econômicos privados e pela teoria da

⁸⁹ MOREIRA NETO, Diogo de Figueiredo. **Curso de Direito Administrativo**. Parte Introdutória, Parte Geral e Parte Especial. 16. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Forense. 2014, p. 528.

⁹⁰ BRASIL. **Lei nº 13.303, de 30 de junho de 2016**. Dispõe sobre o estatuto jurídico da empresa pública, da sociedade de economia mista e de suas subsidiárias, no âmbito da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2016/lei/113303.htm> acesso em: 20 set. de 2018.

⁹¹ SALOMÃO FILHO, Calixto. **Regulação da Atividade Econômica (Princípios e Fundamentos Jurídicos)**, 2. ed., rev. e ampl., São Paulo: Malheiros, 2008, p. 23.

⁹² MELLO, Celso Antônio Bandeira de. **Curso de Direito Administrativo**. 25. ed. rev. e atual. São Paulo: Malheiros, 2008, p. 60.

⁹³ MELLO, Celso Antônio Bandeira de. **Curso de Direito Administrativo**. 25. ed. rev. e atual. São Paulo: Malheiros, 2008, p. 66.

⁹⁴ MELLO, Celso Antônio Bandeira de. **Curso de Direito Administrativo**. 25. ed. rev. e atual. São Paulo: Malheiros, 2008, p. 68.

captura.⁹⁵

O favorecimento de grupos privados não se limita a benefícios econômicos diretos, mas podem chegar a induzir o agente público a editar atos ou adotar políticos com o intuito de prejudicar terceiros.⁹⁶ Essas intervenções em favor de grupos de interesse decorrem do fenômeno da captura do agente político por agentes privados, que oferecem benefícios para o capturado (ex: doações para campanha política, promessa de emprego no futuro etc) em troca de uma regulação disfarçada ou outros favores políticos.

Com relação aos grupos de interesse, Ejan Mackaay e Stéphane Rousseau explicam que nas verdadeiras democracias representativas, os cidadãos têm plena ciência que a perseguição dos seus interesses na esfera política é mais efetiva pela forma do grupamento. Os autores explicam que algumas vantagens alcançadas na esfera política não seriam acessíveis de forma individual ou privada.⁹⁷

Ao tratar do sequestro da Administração Pública, Irene Patrícia Nohara cita a visão de John Rawls, que entende que o compadecimento dos agentes públicos com as pretensões particulares ou interesses regulatórios favoráveis de grupos privados organizados pode desencadear em *overintrusion* (interferência de interesses mais organizados) ou *underprotection* (enfraquecimento dos grupos sociais menos mobilizados).⁹⁸

Ao contrário da teoria do interesse público (normativa), que não explica o funcionamento da atividade regulatória e apenas sugere a necessidade de regulação para determinado setor⁹⁹ que apresente falhas de mercado¹⁰⁰, a teoria econômica da regulação - e a própria teoria da captura (ambas descritivas) - enxergam os agentes políticos como maximizadores de utilidade e, portanto, o que importa para essas

⁹⁵ FIDALGO, Carolina Barros. **O estado empresário: regime jurídico das tradicionais e novas formas de atuação empresarial do estado na economia brasileira**. 347f. Dissertação (Mestrado em Direito). Programa de Pós-graduação em Direito da Universidade Federal do Rio de Janeiro, 2012.

⁹⁶ DEMETERCO NETO, Antenor de Figueiredo. STRUECKER, Fernando Almeida. Teoria da Captura. In: PEREIRA RIBEIRO *et. al.* (org). **Análise Econômica do Direito: justiça e desenvolvimento**. Curitiba: CRV, 2016, p. 27-33.

⁹⁷ MACKAAY, Ejan; ROUSSEAU, Stéphane. **Análise Econômica do Direito**. Tradução: Rachel Sztajn. 2. ed., São Paulo: Atlas, 2015, p. 175.

⁹⁸ NOHARA, Irene Patrícia. **Direito Administrativo**. 4. ed. atual. e rev. São Paulo: Atlas, 2014, p. 33

⁹⁹ BREGMAN, Daniel. Algumas questões sobre a captura regulatória. In: **Seminário Internacional de Reestruturação e regulação do setor de energia elétrica e gás natural do GESEL-UFRJ**. Rio de Janeiro: UFRJ, 2006. Disponível em: <<https://goo.gl/aveHCV>>. Acesso em: 21 set. de 2018.

¹⁰⁰ Segundo Juarez Freitas, “entre as mais eminentes motivações regulatórias, figura o enfrentamento de falhas alocativas e distributivas (tais como as externalidades negativas, o abuso do poder dominante, as assimetrias de informação, as dificuldades de lidar cooperativamente com os “commons”, a competição predatória e a visão consumista e refratária ao longo prazo)”. FREITAS, Juarez. Teoria da Regulação Administrativa Sustentável. **RDA – Revista de Direito Administrativo**, Rio de Janeiro, 2015. v. 270, p. 117-145, set./dez. Disponível em: <<file:///C:/Users/c802494/Downloads/58739-125103-1-PB.pdf>> acesso em: 21 set. de 2018.

teorias é como eles efetivamente se comportam, e não como deveriam se comportar.¹⁰¹

Pontua Camila Fidalgo que, essa influência dos grupos de interesse privado nas escolhas do Estado, vem sendo bastante estudada, atualmente, pela teoria da *public choice*¹⁰², que procura entender o mercado político a partir da explicação das interações institucionais entre agentes público e privados, e que tenta oferecer caminhos para corrigir as ineficiências do mercado.

Finalmente, citando o “paradoxo da regulação” de Cass Sunstein¹⁰³, diz ainda a autora que mesmo as intervenções formatadas exclusivamente na teoria normativa do interesse público, ainda que bem intencionadas, podem não atingir o seu objetivo de maneira eficiente e trazer mais ônus para a sociedade.¹⁰⁴

Portanto, não existe um critério único para justificar a atividade empresarial do Estado. Em grande parte das vezes isso é feito de forma maneira casuística e pragmática.¹⁰⁵ “Ela é o produto das necessidades políticas e econômicas, e ainda, de outro lado, resultado, pura e simplesmente, da prática administrativa (em grande parte empírica) relativa ao Estado contemporâneo”.¹⁰⁶

2.4 A ÁREA DE ATUAÇÃO DA SOCIEDADE DE ECONOMIA MISTA: A DICOTOMIA ENTRE ATIVIDADE ECONÔMICA E SERVIÇOS PÚBLICOS

No tópico anterior, buscou-se demonstrar que, em tese, toda empresa estatal possui uma função pública, ou melhor, que ela deve buscar a realização de resultados de interesse público, muito embora este interesse público seja qualificado e preenchido pelo legislador do momento, e nem sempre corresponda de fato ao

¹⁰¹ FIANI, Ronaldo. Afinal, a quais interesses serve a regulação? **Revista Economia e Sociedade**. Campinas, 2004. v. 13, n. 2 (23), p. 81-105, jul./dez. Disponível em: <file:///C:/Users/c802494/Downloads/Fiani.pdf> acesso em: 20 set. de 2018.

¹⁰² FIDALGO, Carolina Barros. **O estado empresário: regime jurídico das tradicionais e novas formas de atuação empresarial do estado na economia brasileira**. 347f. Dissertação (Mestrado em Direito). Programa de Pós-graduação em Direito da Universidade Federal do Rio de Janeiro, 2012.

¹⁰³ Segundo Cass R. Sunstein, o paradoxo da regulação corresponde a estratégias regulatórias autodestrutivas, que não conseguem alcançar os fins para que se propõem ou, que, em muitas vezes, acarretam para a população mais custos do que benefícios. SUNSTEIN, Cass R. Paradoxes of Regulatory State. **University of Chicago Law Review**. Chicago, 1990. Vol. 57, nº 02.

¹⁰⁴ FIDALGO, Carolina Barros. **O estado empresário: regime jurídico das tradicionais e novas formas de atuação empresarial do estado na economia brasileira**. 347f. Dissertação (Mestrado em Direito). Programa de Pós-graduação em Direito da Universidade Federal do Rio de Janeiro, 2012.

¹⁰⁵ ARAGÃO, Alexandre Santos de. Considerações sobre as relações do Estado e do Direito na Economia. **REDE - Revista Eletrônica de Direito do Estado**. Salvador, 2017. nº 49, Jan./Fev./Mar/ p. 1-19. Disponível em: <<http://www.direitodoestado.com.br/codrevista.asp?cod=742>>. Acesso em: 20 set. de 2018

¹⁰⁶ MUKAI, Toshio. **O Direito Administrativo e os Regimes Jurídicos das Empresas Estatais**. 2. ed., rev. e ampl. Belo Horizonte: Fórum, 2004, p. 155

interesse da coletividade.

Para as empresas estatais, a perseguição do interesse público está ligada à exploração de uma atividade econômica, conforme se extrai da leitura combinada do artigo 173, §1º, da Constituição da República de 1988.

De um modo geral, “as atividades de produção de bens e serviços para o mercado são desenvolvidas, prioritariamente, pelos particulares que, via de regra, exploram-nas através de organizações econômicas chamadas empresas”.¹⁰⁷

Deve-se destacar, porém, que a expressão “atividade econômica” possui duplo sentido, um estrito, com viés mais privado, relacionado à produção ou comercialização de bens e serviços, e um sentido largo, quando também inclui a prestação dos serviços públicos, que são atividades essenciais reservadas ao Estado.

Segundo Eros Grau, a expressão corresponde ao gênero e não a espécie, e engloba todo tipo de atividade econômica.¹⁰⁸ Porém, explica o autor que o gênero, ou seja, a atividade econômica em sentido amplo, estaria inserido no artigo 170 da Constituição da República de 1988. Por outro lado, quando o artigo 173, §1º, da Constituição, menciona a produção ou comercialização de bens ou de prestação de serviços, ele está se referindo à atividade econômica em sentido estrito.¹⁰⁹

E vale acrescentar que, por força deste mesmo dispositivo constitucional, os entes ou entidades com personalidade de direito públicos estão proibidos de explorar atividade econômica em sentido estrito.¹¹⁰

Na mesma linha de pensamento, Celso Antônio Bandeira de Mello diz que a expressão “exploração de atividade econômica” não carrega a conotação que a Constituição da República de 1988 tentou lhe atribuir, tanto é assim que, há diversas sociedades de economia mista, que por essência deveriam ser comerciais, mas que na verdade são prestadores de serviços públicos.¹¹¹

Ao tratar de tal temática, Toshio Mukai também faz crítica à linha de pensamento que sustenta que todos os serviços públicos prestados pela empresa do Estado passaram a ser atividade econômica. Na visão do autor, entre as atividades

¹⁰⁷ ALVES, Rosângela do Socorro. **Produção de Mercado: Os Contornos da Atuação Empresarial dos Agentes Econômicos Público e Privado e as Privatizações**. 169f. Dissertação (Mestrado em Direito). Programa de Pós-graduação em Direito da Universidade Federal do Paraná, Curitiba, 2004.

¹⁰⁸ GRAU, Eros Roberto. **A Ordem Econômica na Constituição de 1988**. Interpretação e Crítica. 13. ed., São Paulo: Malheiros, 2008, p. 107

¹⁰⁹ GRAU, Eros Roberto. **A Ordem Econômica na Constituição de 1988**. Interpretação e Crítica. 13. ed., São Paulo: Malheiros, 2008, p. 103-107

¹¹⁰ JUSTEN FILHO, Marçal. A Lei 13.303/2016, A criação das empresas estatais e a participação minoritária em empresas privadas. In: JUSTEN FILHO, Marçal. (org.). **Estatuto Jurídico das Empresas Estatais. Lei 13.303/2016 – Lei das Estatais**. São Paulo: RT, 2017, p. 41

¹¹¹ MELLO, Celso Antônio Bandeira de. **Curso de Direito Administrativo**. 25. ed. rev. e atual. São Paulo: Malheiros, 2008, p. 191

econômicos estatais, existem alguns serviços que não estão em condições de serem prestados pelos agentes privados, seja por razões econômicas, seja pela essencialidade do serviço, como água ou esgoto. Conseqüentemente, ainda que comerciais, a execução dessas atividades estão sujeitas a um regime de serviço público.¹¹²

Além disso, tanto Celso Antônio Bandeira de Mello¹¹³ quanto Toshio Mukai¹¹⁴ defendem que as empresas públicas, diferentemente das sociedades de economia mista, não deveriam ser constituídas para a exploração de atividades econômica em sentido estrito, reservando-se a elas a prestação de serviços públicos.

Esta corrente de pensamento, que não é exclusiva desses autores, acabou criando na doutrina uma classificação que divide as empresas estatais em prestadoras de serviços públicos e exploradoras de atividade econômica. E, conseqüentemente, foi necessário estabelecer regimes jurídicos distintos para tais empresas, conforme a sua estrutura e características de funcionamento.

Inclusive, frisa-se, na oportunidade, que o Supremo Tribunal Federal já manifestou, no julgamento da ADI 1642/MG, que o regime jurídico do artigo 173, § 1º, da Constituição da República de 1988, aplica-se apenas às empresas estatais exploradoras de atividade econômica em sentido estrito, ou seja, que não executem serviços públicos.¹¹⁵

O grande problema está na dificuldade em identificar o que é serviço público e, por exclusão, o que é mera atividade econômica. Na realidade brasileira, o conceito de serviço público está longe de ser uníssono e comporta as mais variadas interpretações.

Em verdade, diz Caio Tácito que a conceituação de tal instituto jurídico é uma das mais árduas missões do administrativista. A qualificação das atividades do Estado é algo difícil de ser condensado, pois o tema é elástico e acompanha as oscilações da missão política do Estado.¹¹⁶

Sobre o assunto, Dinorá Adelaide Musetti Grotti esclarece que é o povo quem diz o que é serviço público. A qualificação de uma atividade como serviço

¹¹² MUKAI, Toshio. **O Direito Administrativo e os Regimes Jurídicos das Empresas Estatais**. 2. ed., rev. e ampl. Belo Horizonte: Fórum, 2004, p. 164-165

¹¹³ MELLO, Celso Antônio Bandeira de. **Curso de Direito Administrativo**. 25. ed. rev. e atual. São Paulo: Malheiros, 2008, p. 189

¹¹⁴ MUKAI, Toshio. **O Direito Administrativo e os Regimes Jurídicos das Empresas Estatais**. 2. ed., rev. e ampl. Belo Horizonte: Fórum, 2004, p. 170

¹¹⁵ BRASIL, Supremo Tribunal Federal. **Acórdão na Ação Direta de Inconstitucionalidade nº 1642**. Relator: Ministro Eros Roberto Grau. Julgado em 03/04/2008. Publicado no DJ de 18-09-2008, p.194.

¹¹⁶ TÁCITO, Caio. **Temas de direito público: estudos e pareceres**. Vol. I, Rio de Janeiro: Renovar, 1997, p. 637-639.

público está diretamente relacionada à concepção do papel do Estado. E isto varia conforme o país, o ordenamento jurídico e os costumes de um povo.¹¹⁷

Após se debruçar sobre o tema, Maria Sylvia Zanella Di Pietro concluiu que o serviço público é toda “atividade material legalmente atribuída ao Estado para que a exerça diretamente ou por meio de seus delegados, com o objetivo de satisfazer concretamente às necessidades coletivas, sob regime jurídico total ou parcialmente público”.¹¹⁸

Já para Hely Lopes Meirelles, a expressão serviço público corresponde a todo serviço “prestado pela Administração ou por seus delegados, sob normas e controles estatais, para satisfazer necessidades essenciais ou secundárias da coletividade ou simples conveniências do Estado”.¹¹⁹

De maneira semelhante, Carmen Lúcia Antunes Rocha define serviço pública como a “atividade prestada pela entidade pública a quem o Direito entregou a competência para o seu desempenho ou por alguém em seu nome e sob a sua responsabilidade.”¹²⁰

Por sua vez, Celso Antônio Bandeira de Mello conceitua serviço público como toda atividade destinada à satisfação da coletividade em geral, material ou imaterial, que o Estado assume como seu dever e que é prestada sob um regime de Direito Público.¹²¹

Incluindo também as noções de necessidades e comodidades imateriais, Marçal Justen Filho diz que a expressão serviço público designa atividade pública de satisfação de necessidades da sociedade, materiais ou imateriais, vinculadas a um direito fundamental, que não poderiam ser adequadamente supridas pela iniciativa privada, via relações de mercado.¹²²

Odete Medauar destaca, ainda, que o serviço público está relacionado com as atividades desenvolvidos pelo Poder Executivo, excluindo-se, portanto, a acepção ampla¹²³, que incluía no conceito de serviços públicos as atividades desempenhadas

¹¹⁷ GROTTI, Dinorá Adelaide Musetti. **O Serviço Público e a Constituição Brasileira de 1988**. São Paulo: Malheiros, 2003, p. 87.

¹¹⁸ DI PIETRO, Maria Sylvia Zanella. **Direito Administrativo**. 21. ed., São Paulo: Atlas. 2008, p.94.

¹¹⁹ MEIRELLES, Hely Lopes. **Direito Administrativo Brasileiro**. 35. ed. São Paulo: Malheiros, 2009, p. 332.

¹²⁰ ROCHA, Carmen Lucia Antunes. **Princípios constitucionais dos servidores públicos**. São Paulo: Saraiva, 1999, p. 604.

¹²¹ MELLO, Celso Antônio Bandeira de. **Curso de Direito Administrativo**. 25. ed. rev. e atual. São Paulo: Malheiros, 2008, p. 659.

¹²² JUSTEN FILHO, Marçal. **Curso de Direito Administrativo**. 10. ed., rev. atual. e ampl., São Paulo: RT. 2014, p. 727.

¹²³ É preciso ponderar, contudo, que para os filiados da Escola do Serviço Público, o Direito Administrativo só poderia ser explicado a partir do conceito de serviço público. Para tal escola, incumbe

pelo Poderes Legislativo e Judiciário.¹²⁴ E alerta a autora que se tal acepção fosse adequada, “todo o Direito Administrativo conteria um único capítulo, denominado serviço público”.¹²⁵

Esse grande leque de definições de serviço público, com conceitos indeterminados, acaba gerando mais dúvidas para os operadores do direito e fazendo com que inúmeros casos envolvendo o regime jurídico das empresas estatais só sejam resolvidos pelo Poder Judiciário.

Atento a esta situação de obscuridade, o legislador infraconstitucional, ao editar o Estatuto das Empresas Estatais (Lei 13.303, de 30 de junho de 2016), procurou solucionar o impasse criando um regime único tanto para as empresas públicas quanto para as sociedades de economia mista, prestadoras ou não de serviços públicos.

Ainda não é possível saber se o novo estatuto conseguirá pacificar a questão, pois como restou demonstrado, há no meio acadêmico, e também na jurisprudência do Supremo Tribunal Federal, forte corrente doutrinária que sustenta que o regime jurídico do artigo 173, § 1º, da Constituição República de 1988, é inaplicável para as empresas estatais prestadoras de serviços públicos, já que se tratam de atividades essenciais, de grande interesse coletivo, que não podem ser delegadas ao regime prestacional comum dos agentes privados.

Nestes casos, há uma “competência pública, isto é, um conjunto de situações ativas e passivas a serem obrigatoriamente exercidas pelo Estado em relação a uma tarefa a ele atribuída pela Constituição”.¹²⁶ Para tal corrente, ainda que, excepcionalmente, as atividades tenham sido descentralizadas para empresas estatais, o regime continuará sendo público.

Por oportuno, deve-se registrar que no final de 2016, a Federação Nacional das Associações do Pessoal da Caixa Econômica Federal – FENAE e a Confederação Nacional dos Trabalhadores do Ramo Financeiro – CONTRAF/CUT, ajuizaram a ADI 5624/DF questionando a constitucionalidade da Lei 13.303, de 30 de junho de 2016, sendo que um dos pontos atacados foi justamente a inclusão de um

ao governante satisfazer as necessidades materiais e imateriais da coletividade através da realização dos serviços públicos. (PEREIRA, Marcelo. A Escola do Serviço Público. **Revista Diálogo Jurídico**. Salvador, 2002. nº 11, fev. Disponível em: <<http://egov.ufsc.br/portal/sites/default/files/anexos/19884-19885-1-PB.pdf>> Acesso em 30 set. de 2018).

¹²⁴ MEDAUAR, Odete. **Direito administrativo moderno**. 21. ed. Belo Horizonte: Fórum, 2018, p. 315

¹²⁵ MEDAUAR, Odete. **Direito administrativo moderno**. 21. ed. Belo Horizonte: Fórum, 2018, p. 315

¹²⁶ FREIRE, André Luiz. **O regime de direito público na prestação de serviços públicos por pessoas privadas**. 431 f. Tese (Doutorado em Direito). Programa de Pós-graduação em Direito da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, 2013

Constituição e arquivar os seus atos constitutivos no Registro de Comércio.¹³⁰

Apesar de parecer irrelevante, o Supremo Tribunal Federal precisou manifestar-se em mais de uma oportunidade sobre a imprescindibilidade da autorização legislativa para a criação de uma sociedade de economia mista, vejamos:

Sociedade de economia mista (conceito) - "Sociedade de economia mista. Com ela não se confunde a sociedade sob o controle acionário do poder público. É a situação especial que o Estado se assegura, através da lei criadora da pessoa jurídica, que a caracteriza como sociedade de economia mista." Precedentes do STF. Recurso Extraordinário conhecido e provido.¹³¹

Por conseguinte, pode-se concluir que a simples união de capital público e privado não constitui uma sociedade de economia mista¹³² que, invariavelmente, depende de prévia lei autorizadora. Trata-se de lei de iniciativa privativa do Poder Executivo, vez que, nos termos do artigo 61, §1º, II, alínea e, da Constituição da República de 1988, versa sobre a criação de órgãos da administração pública,¹³³ vejamos:

Art. 61. A iniciativa das leis complementares e ordinárias cabe a qualquer membro ou Comissão da Câmara dos Deputados, do Senado Federal ou do Congresso Nacional, ao Presidente da República, ao Supremo Tribunal Federal, aos Tribunais Superiores, ao Procurador-Geral da República e aos cidadãos, na forma e nos casos previstos nesta Constituição.

§ 1º São de iniciativa privativa do Presidente da República as leis que:

[...]

II - disponham sobre:

[...]

e) criação e extinção de Ministérios e órgãos da administração pública, observado o disposto no art. 84

Anota, ainda, Odete Medauar, que essa lei deve ser específica,¹³⁴ ou seja, não se admite uma lei genérica que confira uma carta branca ao Poder Executivo para criar empresas estatais quando bem entender. "É preciso que a lei designe

¹³⁰ JUSTEN FILHO, Marçal. A Lei 13.303/2016, A criação das empresas estatais e a participação minoritária em empresas privadas. In: JUSTEN FILHO, Marçal. (org.). **Estatuto Jurídico das Empresas Estatais. Lei 13.303/2016 – Lei das Estatais**. São Paulo: RT, 2017, p. 46

¹³¹ BRASIL, Supremo Tribunal Federal. **Recurso Extraordinário nº 95.554**. 1ª. Turma. Relator: Ministro Rafael Mayer. Publicado no DJ de 02 abril de 1982, p. 912.

¹³² O fato de tais veículos societários do Estado não caracterizarem uma sociedade de economia mista pura, mas sim uma empresa estatal, tal condição não retira a competência fiscalizatória do Tribunal de Contas, conforme já se manifestou o Supremo Tribunal no julgamento do Mandado de Segurança nº 26117, de relatoria do Ministro Eros Roberto Grau. BRASIL, Supremo Tribunal Federal. **Mandado de Segurança nº 26.117**. Relator: Ministro Eros Roberto Grau. Julgamento: 20.05.2009. Publicado no DJ de 06.11.2009.

¹³³ FIDALGO, Carolina Barros. **O estado empresário: regime jurídico das tradicionais e novas formas de atuação empresarial do estado na economia brasileira**. 347f. Dissertação (Mestrado em Direito). Programa de Pós-graduação em Direito da Universidade Federal do Rio de Janeiro, 2012.

¹³⁴ MEDAUAR, Odete. **Direito administrativo moderno**. 21. ed. Belo Horizonte: Fórum, 2018, p. 84

nomeadamente que entidade pretende gerar, que escopo deverá por ela ser cumprido e quais as atribuições que para tanto lhe confere”.¹³⁵

Diferentemente da hipótese de criação da estatal, a necessidade de lei prévia autorizando a alienação do controle de sociedades de economia mista não é um assunto pacífico, porém, prevalece o entendimento que, se a companhia teve a sua criação autorizada por lei, a consequência lógica é que a alienação do respectivo controle também dependerá da autorização do poder legislativo.¹³⁶

Os defensores dessa lógica sustentam a sua linha de pensamento no princípio do paralelismo de formas, ou seja, aquilo que foi criado por lei só pode ser extinto por lei. Em que pese o nosso ordenamento jurídico não positivizar tal princípio, o Supremo Tribunal Federal, ao julgar a ADI 234/RJ, reconheceu no acórdão ser indispensável a autorização legislativa quando envolver a alienação do controle de sociedade de economia mista.

Na oportunidade, colaciona-se abaixo interessante trecho do voto visto do Ministro Sepúlveda Pertence, em que o magistrado explicita as razões da iniciativa legiferante:

Na interpretação de qualquer texto normativo, mormente do texto constitucional, é impossível admitir a hermenêutica que, de um lado, afirma uma exigência e de outro permite que essa exigência seja fraudada: reservar à lei a criação da sociedade de economia mista ou da empresa pública e conseqüentemente exigir a participação do Legislativo no juízo da existência do interesse público, na intervenção ativa do Estado em determinado setor da economia e, não obstante, permitir que, no dia seguinte, o Governador - imagine-se a hipótese do veto do governador à lei da criação de sociedade de economia mista, rejeitado pela Assembleia - possa o Governador, livremente, alienar o controle dessa sociedade de economia mista é absurdo que não ouse atribuir à Constituição. Alienar controle de sociedade de economia mista - se, como entendo eu, esse controle é essencial ao próprio conceito constitucional de sociedade de economia mista -, é uma forma de extingui-la enquanto sociedade de economia mista. Enquanto sociedade anônima, pode ela sobreviver sob controle privado, mas já não será mais sociedade de economia mista que, repita-se, segundo a Constituição constitui instrumento da política econômica do Estado, e pressupõe por isso, controle estatal permanente. Desde o início do julgamento me pareceu que, de fato, uma interpretação literal do dispositivo, que reclamasse autorização legislativa para alienar quaisquer ações realmente agrediria a flexibilidade privatística, que se quer emprestar à sociedade de

¹³⁵ MELLO, Celso Antônio Bandeira de. **Curso de Direito Administrativo**. 25. ed. rev. e atual. São Paulo: Malheiros, 2008, p. 60.

¹³⁶ PINTO, Henrique Motta. PINTO JUNIOR, Mário Engler. **Empresas estatais**. Coleção direito econômico. São Paulo : Saraiva, 2013, p. 56

economia mista. Não, porém, a exigência da autorização legislativa para a alienação do controle.¹³⁷

Ocorre que, com a entrada em vigor da Lei 13.303, de 30 junho de 2016, esse assunto voltou a ser debatido, uma vez que, o inciso XVIII, do artigo 29 da novel legislação, passou a prever que é dispensável a realização de licitação para a compra e venda de ações, de títulos de crédito e de dívida e de bens que produzam ou comercializem.

O referido dispositivo restou impugnado pelas Ações Diretas de Inconstitucionalidade nºs 5624/DF, 5846/DF, 5.924/DF, ajuizadas por associações e federações de trabalhadores e partidos políticos e, no dia 27 de junho de 2018, o ministro relator, Ricardo Lewandowski, concedeu parcialmente a medida cautelar pleiteada na ADI nº 5624/DF, para, liminarmente, conferir interpretação conforme à Constituição ao art. 29, caput, XVIII, da lei das Estatais, para estabelecer que a venda de ações de empresas estatais depende de prévia autorização legislativa, sempre que envolver a alienação do controle acionário.

Portanto, até que ocorra o julgamento do mérito dessas ações diretas de inconstitucionalidade, ou a revogação da liminar, permanecerá o entendimento de que tanto a criação quanto a extinção ou alienação do controle acionário de empresa estatal depende de prévia lei autorizativa.

2.6 A EXPLORAÇÃO DO OBJETO SOCIAL POR MEIO DE SUBSIDIÁRIAS INTEGRAIS, CONTROLADAS E EMPRESAS PRIVADAS

Para expandir os seus negócios, a sociedade de economia mista poderá lançar mão de outros veículos societários, como a criação de subsidiárias¹³⁸, controladas, ou até mesmo participar de empresas privadas, no Brasil ou no Exterior,

¹³⁷ PERTENCE, João Paulo Sepúlveda. **Voto-Vista no julgamento Ação Direta de Inconstitucionalidade nº 234/RJ**. Relator: Néri da Silveira. Julgado em 22/06/1995. Publicado no DJ de 15/09/1995. Disponível em: <<http://redir.stf.jus.br/paginadorpub/paginador.jsp?docTP=AC&docID=266261>> Acesso em: 02 out. de 2018.

¹³⁸ Nota do autor: A expressão “subsidiárias”, utilizada neste parágrafo, não se refere ao conceito genérico de empresas filiais componentes de um grupo econômico, mas sim à subsidiária integral, sociedade unipessoal, prevista no artigo 251, da Lei nº 6.404, de 15 de Dezembro de 1976. Por outro lado, o termo “controladas”, aplicado no texto, diz respeito àquelas empresas que são estrategicamente “dirigidas” por outras, por meio do exercício do poder de controle, que corresponde, grosso modo, à preponderância nas deliberações sociais e o poder de eleger a maioria dos administradores. E, por fim, a participação estatal em empresas privadas é um fenômeno oposto ao controle societário, implicando justamente em uma participação acionária que não assegura ao Estado o poder de controle que, neste caso, fica nas mãos dos acionistas privados.

na condição de acionista minoritária. Tal organização societária eleva a sociedade de economia de mista à condição de *holding* estatal, que passará a gerir a sua participação acionária em outras empresas do grupo econômico.¹³⁹

Nos mesmos moldes da sociedade de economia mista, o artigo 37, XX, da Constituição da República de 1988, também prevê a necessidade de autorização de legislativa para a criação de subsidiárias ou para a participação de qualquer delas em empresa privada. É preciso ponderar, no entanto, que ao julgar a ADI 1649/DF, o Supremo Tribunal Federal entendeu que, para estes casos, seria admissível uma lei com caráter genérico, ao contrário da sociedade de economia mista originária, *holding*, que depende de uma iniciativa legiferante específica.

A posição da Corte Suprema é bastante compreensível, pois, considerando a dinâmica da economia e a atual realidade dos conglomerados estatais, que se utilizam das mais variadas estruturas societárias para alcançar os seus objetivos empresariais, seria um contrassenso exigir, para todo novo investimento ou oportunidade de negócio, a edição de uma lei específica.

Não se pode perder de vista que, ainda que se trate de um ente estatal criado para realizar políticas públicas, as companhias mistas continuam sendo empresas e o desenvolvimento de suas atividades não podem seguir o ritmo e a burocracia da administração direta. Ao optar por uma estrutura empresarial, o Estado assim o faz porque reconhece neste modelo uma “organização flexível dos fatores de produção, que tem maleabilidade necessária e suficiente para responder às mutáveis exigências do seu entorno”.¹⁴⁰

Ainda, no tocante à criação das subsidiárias e controladas, deve-se frisar que a Lei nº 13.303, de 30 de junho de 2016, passou a prever que os objetos sociais da controlada e da sua controladora devem estar relacionados, ou seja, não se admite, por exemplo, que uma sociedade de economia mista *holding*, que tenha como objeto social a exploração de atividades na área de energia, crie uma subsidiária integral para atuar na fabricação de aviões e helicópteros comerciais. Como bem observa Cáo Tácito, “não é lícito às empresas do Estado a prática de aplicações

¹³⁹ RAMOS, Arthur Budri. Holding públicas de participações estatais na Itália: o caso IRI. **Revista de Administração de Empresas**. São Paulo, 1991. vol.31, nº 3, São Paulo, Jul./Set. Disponível em: <http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0034-75901991000300005> acesso em: 12 out. de 2018.

¹⁴⁰ SCHWING, Rafael Wallbach. **O estado acionista: empresas estatais privadas com participação estatal**. São Paulo: Almedina, 2017, p. 57

financeiras que não forem condizentes com os fins definidos na lei de sua criação”.¹⁴¹

2.7 A COMPANHIA DE CAPITAL FECHADO E CAPITAL ABERTO

A estrutura de capital de uma empresa, e aqui está incluída a sociedade de economia mista, está diretamente relacionada a uma técnica de financiamento. Refere-se à forma como as empresas utilizam o capital próprio ou de terceiros para financiar os seus empreendimentos.¹⁴²

É nominada empresa de capital fechado aquela que não admite a negociação dos seus valores mobiliários junto ao mercado de capitais, local ou estrangeiro. Lado outro, a empresa de capital aberto é aquela que tem as suas ações e títulos da dívida emitidos e negociados nesse ambiente específico de mercado.

Deve-se esclarecer que, a abertura de capital de uma companhia, com o conseqüente registro da emissora junto à CVM, não implica necessariamente em uma oferta inicial de venda de ações (*IPO - Initial Public Offering*) para o público em geral. Sim, de acordo com a disciplina da instrução CVM 480, a companhia interessada em abrir o seu capital pode solicitar o seu registro na categoria “B”, que permite a negociação de valores mobiliários (ex: debêntures para investidores especiais) nos mercados regulamentados pela autarquia, com exceção de ações e certificados de depósito de ações, assim como de valores mobiliários que confirmam ao titular o direito de adquirir tais ações ou certificados, em consequência da sua conversão ou do exercício dos direitos que lhes são inerentes.¹⁴³

Destaca-se, também, que, as formatações de estrutura de capital não se confundem com a noção de capital autorizado. Este é um sistema de formação de capital que parte do princípio que haverá uma subscrição inicial de ações inferior ao que já está autorizado no estatuto social. Em verdade, é uma técnica que facilita um futuro aumento do capital social, dispensando-se a convocação de assembleia geral

¹⁴¹ TÁCITO, Caio. Regime Jurídico das Empresas Estatais. **Revista de Direito Administrativo**, Rio de Janeiro, 1994. Nº 195, p. 1-8, jan./mar.

¹⁴² BRITO, Giovani Antonio Silva; *et. al.* Fatores determinantes da estrutura de capital das maiores empresas que atuam no Brasil. **Revista de Contabilidade e Finanças da USP**, São Paulo, 2007. nº 43, p. 9-19, Jan./Abr. Disponível em: <<https://www.revistas.usp.br/rcef/article/view/34211/36943>> acesso em: 13 out. de 2018

¹⁴³ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução Normativa nº 480, de 07 de dezembro de 2009**. Dispõe sobre o registro de emissoras de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/400/inst480consolid.pdf>> Acesso em: 13 de out. 2018.

para alterar o estatuto neste aspecto.¹⁴⁴ E tanto a companhia de capital aberto quanto fechado podem adotar o sistema de capital autorizado.

A constituição da companhia fechada é feita por subscrição particular, após deliberação em assembleia geral ou por escritura pública. Na companhia aberta, por outro lado, a subscrição das ações dependerá de intermediação de instituição financeira e prévio registro na Comissão de Valores Mobiliários.¹⁴⁵

Já a expressão “mercado de capitais ou mercado de valores mobiliários” é conceituada por Juliano Lima Pinheiro como o conjunto de instituições e instrumentos que possibilita a negociação de valores mobiliários, e viabiliza a capitalização das empresas.¹⁴⁶

No Brasil, a principal fonte de recursos vem da retenção de lucros e dos aportes dos próprios acionistas, ou seja, ainda há uma resistência às operações no mercado de capitais, principalmente o acionário.¹⁴⁷ Além disso, o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) ainda é o agente financeiro que opera com taxa de juros de longo de prazo e, por essa razão, é a instituição que consegue alavancar as grandes obras de infraestrutura.¹⁴⁸

Entretanto, já se nota uma mudança neste cenário com a divulgação de diversas empresas de capital fechado que estão interessadas em recorrer ao mercado de capitais em busca de financiamento.¹⁴⁹ A opção pela abertura ou não do capital é uma decisão interna da companhia, mas se verifica que o apelo à poupança popular é mais comum diante de empreendimentos de grande vulto, em que os acionistas pretendem compartilhar não apenas os lucros, mas principalmente os riscos.

¹⁴⁴ BERTOLDI, Marcelo Marco. RIBEIRO, Marcia Carla Pereira. **Curso Avançado de Direito Comercial**. 4. ed., rev. ampl. e atual., São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2008, p. 243

¹⁴⁵ CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de. Abertura e Fechamento de Capital. In: CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de. (Coord.) **Sociedade Anônima. 30 anos da Lei 6.404/76**. São Paulo: Quartier Latin, 2007, p. 428

¹⁴⁶ PINHEIRO, Juliano Lima. **Mercado de Capitais. Fundamentos e Técnicas**. 7. ed., São Paulo: Atlas, 2014, p. 186

¹⁴⁷ LEAL, Ricardo Pereira Câmara; SAITO, Richard. Finanças Corporativas no Brasil. **Revista de Administração de Empresas Eletrônica da FGV-EAESP**, v. 2, n. 2, jul-dez/2003.

¹⁴⁸ BONE, Rosemarie Bröker. O Brasil no caminho do *Project Finance*. **Revista FEE Indicadores Econômicos**, Porto Alegre, 2001. v. 29, n. 2, p. 156-179, ago. Disponível em: <<https://revistas.fee.tche.br/index.php/indicadores/article/viewFile/1312/1679>>. Acesso em: 18 jan. de 2018.

¹⁴⁹ CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de. Abertura e Fechamento de Capital. In: CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de. (Coord.) **Sociedade Anônima. 30 anos da Lei 6.404/76**. São Paulo: Quartier Latin, 2007, p. 428

Atualmente há 30 trinta sociedades de economia mista listadas na B3¹⁵⁰, principal bolsa de valores do Brasil, sendo que, sozinhas, representaram no ano passado mais de 17% da capitalização total do mercado, o que demonstra o peso dessas companhias na economia do país.

2.8 A AUTONOMIA FINANCEIRA E DE GESTÃO DA SOCIEDADE DE ECONOMIA MISTA E A SUPERVISÃO MINISTERIAL

Quando se fala em autonomia da sociedade de economia mista, normalmente está se referindo ao grau de ingerência do Estado, enquanto acionista controlador, na administração da companhia, e não tanto ao aspecto fiscalizatório, embora os manuais de direito administrativo, não raras vezes, tratem dos assuntos de forma conjunta.

Por oportuno, frisa-se que, assim como os demais entes que compõem a administração indireta, a sociedade de economia mista está sujeita ao controle externo, exercido pelos Poderes Judiciário e Legislativo (art. 70 da CR/88) e o Tribunal de Contas (art. 71 da CR/88) e, também, ao controle interno, exercido pelo próprio Poder Executivo (art. 74 da CR/88), através do seu sistema de controle interno, representado principalmente pelas controladorias gerais.¹⁵¹

Inclusive, vale destacar que quando o Supremo Tribunal Federal examinou o assunto em 2002, no julgamento dos mandados de segurança nº 23.627 e 23.875, ajuizados respectivamente pelo Banco do Brasil e o Banco do Brasil – Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários, a corte suprema firmou o entendimento de que o Tribunal de Contas da União não poderia se utilizar do instituto da tomada de contas especial,

¹⁵⁰ Nota do autor: A B3 é o resultado da fusão ocorrida em 2017 entre a BM&FBOVESPA, administradora de mercados de valores mobiliários, e a CETIP, empresa responsável pelo registro, depósito, custódia e liquidação de ativos.

¹⁵¹ Art. 70. A fiscalização contábil, financeira, orçamentária, operacional e patrimonial da União e das entidades da administração direta e indireta, quanto à legalidade, legitimidade, economicidade, aplicação das subvenções e renúncia de receitas, será exercida pelo Congresso Nacional, mediante controle externo, e pelo sistema de controle interno de cada Poder.

Parágrafo único. Prestará contas qualquer pessoa física ou jurídica, pública ou privada, que utilize, arrecade, guarde, gerencie ou administre dinheiros, bens e valores públicos ou pelos quais a União responda, ou que, em nome desta, assumia obrigações de natureza pecuniária.

Art. 71. O controle externo, a cargo do Congresso Nacional, será exercido com o auxílio do Tribunal de Contas da União, ao qual compete: [...]

Art. 74. Os Poderes Legislativo, Executivo e Judiciário manterão, de forma integrada, sistema de controle interno com a finalidade de:

I - avaliar o cumprimento das metas previstas no plano plurianual, a execução dos programas de governo e dos orçamentos da União;

II - comprovar a legalidade e avaliar os resultados, quanto à eficácia e eficiência, da gestão orçamentária, financeira e patrimonial nos órgãos e entidades da administração federal, bem como da aplicação de recursos públicos por entidades de direito privado; [...]

pois os bens dessas companhias seriam de natureza privada. Porém, ao apreciar o mandado de segurança nº 25.181, o Supremo Tribunal Federal reviu o seu posicionamento e acordou que os tribunais de contas podem fiscalizar os atos das empresas estatais, e também realizar a tomada de contas especial.¹⁵²

No tocante à interferência do poder público na estatal, que é questão afeta ao tema deste tópico, a constituição de um ente com personalidade jurídica de direito privado deveria conferir a ele uma larga autonomia financeira e de gestão. Ocorre que, no caso da sociedade de economia mista, a inversão de capital público na empresa retira dela parcela dessa autonomia.¹⁵³ Tal circunstância, porém, não cria uma relação hierárquica entre a companhia mista e o Estado, o que é típico da gestão concentrada da administração direta.

Como indica Sérgio Henrique Abranches, a autonomia da sociedade de economia mista é circunscrita por uma série de fatores que consideram tanto o seu relacionamento com o Estado, na condição de acionista controlador, quanto o grau de liberdade de gerenciar o seu negócio e dispor do excedente de capital.¹⁵⁴

Explica o autor que, como as empresas estatais são parte do aparelho de Estado, as decisões que marcam os processos macros, ligados às políticas públicas desenvolvidas pela estatal, acabam encontrando limites nas diretrizes governamentais traçadas pelo controlar.¹⁵⁵¹⁵⁶

¹⁵² Ao comentar o artigo 71 da Constituição da República de 1988, e a possibilidade do Tribunal de Contas fiscalizar as empresas estatais, Gustavo Amorim Antunes alerta para alguns exageros cometidos pelo controlador externo. Segundo o autor, o Tribunal de Contas da União, sob o manto do “dever de fiscalizar”, vem determinando que os seus analistas participem fisicamente das reuniões dos Conselhos de Administração das estatais federais e assistam os debates dos colegiados e, quando necessário, os oriente em tempo real (ver acórdão TCU nº 4.364/2015). Na visão de Gustavo Amorim Antunes, tais atitudes causam prejuízo à segregação da função de fiscalização, além de reduzir a finalidade e importância dos órgãos sociais internos das estatais. (ANTUNES, Gustavo Amorim. **Estatuto Jurídico das Empresas Estatais. Lei nº 13.303/2016 comentada**. Belo Horizonte: Fórum, 2017, p. 60)

¹⁵³ RIBEIRO, Marcia Carla Pereira. **Sociedade de Economia Mista e Empresa Privada**. Curitiba: Juruá, 1999, p. 140

¹⁵⁴ ABRANCHES, Sérgio Henrique. Questão da empresa estatal – economia, política e interesse público. **Revista de Administração de Empresas**. São Paulo, 1979. vol.19. nº 04. Disponível em: <http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0034-75901979000400009>. Acesso em: 04 jul. de 2018

¹⁵⁵ ABRANCHES, Sérgio Henrique. Questão da empresa estatal – economia, política e interesse público. **Revista de Administração de Empresas**. São Paulo, 1979. vol.19. nº 04. Disponível em: <http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0034-75901979000400009>. Acesso em: 04 jul. de 2018

¹⁵⁶ Um bom exemplo desta situação ocorreu durante a chamada “greve dos caminhoneiros”, que paralisou o Brasil entre os dias 21.05.18 e 01.06.18. Devido a substancial alta no preço do óleo diesel, a União, na condição de controladora da Petrobras, decidiu interferir na política de preços da companhia forçando uma diminuição no valor do litro do combustível. Para não prejudicar os acionistas privados da empresa e violar a boa governança corporativa, a União comprometeu-se a indenizar a Petrobras pelos prejuízos decorrentes da precificação forçada. Tal postura do governo federal, que inclusive chegou a derrubar o Presidente da companhia, Pedro Parente, não foi bem vista pelo mercado, especialmente os acionistas, que reclamou bastante da ingerência do governo na estatal, já que tais atos acabam

É preciso lembrar, no entanto, que, a simples propriedade acionária estatal não garante que a atuação da companhia sempre estará alinhada com o interesse do controlador. Na realidade, em alguns casos a empresa pode acabar se desvirtuando dos objetivos públicos que justificaram a sua criação. Isto ocorre tanto pelo fato dos administradores adotarem posturas divergentes do acionista estatal quanto pela influência de interesses privados externos.¹⁵⁷

Para garantir esse alinhamento entre as atividades das estatais e as diretrizes do ente controlador, o artigo 26 do Decreto-Lei 200, de 25 de fevereiro de 1967, previa que, aqueles entes estariam sujeitos à supervisão do ministério ao qual estivessem vinculados. A supervisão ministerial, de certa forma, resgatava o controle decorrente da estrutura piramidal que marca a administração direta, em que os agentes inferiores devem prestar contas aos agentes situados no topo da hierarquia.

Em que pese a sociedade de economia mista ser dotada de personalidade jurídica própria, com regime de direito privado, a supervisão ministerial acabava permitindo uma forte ingerência do Estado na administração da companhia, citando-se como exemplo: (i) a indicação pelo Ministro, ou eleição dos dirigentes da entidade; (ii) o recebimento sistemático de relatórios e balanços que permitam ao Ministro acompanhar as atividades da entidade, e (iii) a fixação, em níveis compatíveis com os critérios de operação econômica, das despesas de pessoal e de administração.

Sucedendo que, o mecanismo da supervisão ministerial acabava desconsiderando a existência e função dos órgãos de administração da sociedade de economia mista, como a assembleia geral, o conselho de administração e a diretoria reunida, na medida em que permitia uma grande intromissão do Estado em assuntos internos de gestão, gerando uma distorção do chamado controle finalístico e comprometendo a autonomia das estatais.¹⁵⁸

Percebendo as distorções e falência da supervisão ministerial, o legislador infraconstitucional, ao editar a Lei 13.303, de 30 de junho de 2016, não reproduziu tal mecanismo de controle no estatuto, optando por um modelo que confere maior

umentando o grau de endividamento da empresa. Por outro lado, muitas vozes do meio jurídico e político defenderam a intervenção, pois a Petrobras é instrumento para a realização de políticas públicas que visam atender duas necessidades: segurança nacional e relevante interesse coletivo. (SOUZA NETO, Cláudio Pereira de. A política de preços da Petrobras. E o conflito de interesses no interior da sociedade de economia mista. **Jota**. 01 jun.2018. Disponível em: <<https://www.jota.info/opiniao-e-analise/artigos/a-politica-de-precos-da-petrobras-01062018>>. Acesso em: 05 out.de 2018)

¹⁵⁷ PINTO JUNIOR, Mario Engler. **Empresa Estatal – Função Econômica e Dilemas Societários**. São Paulo: Atlas, 2013, p. 88

¹⁵⁸ FONTE, Felipe de Melo. Supervisão ministerial e controle societário de empresas estatais: três standards para um modelo de complementaridade e limitação. *In*: ARAGÃO, Alexandre Santos de (Coord.). **Empresas Públicas e Sociedades de Economia Mista**. Belo Horizonte: Fórum, 2015, p. 188

prestígio e autonomia aos Administradores da sociedade de economia mista. Tal mudança já vinha sendo aplicada desde antes, quando se percebeu que a reestruturação societária das estatais, com a formação de *holdings*, seria a alternativa preferencial à supervisão ministerial.¹⁵⁹

Obviamente que a nova legislação não derroga uma autonomia absoluta aos órgãos internos da companhia, até porque o ente controlador permanece com a prerrogativa de indicar os Diretores e conselheiros para as estatais, o que permite que o Poder Executivo continue supervisionando tais empresas, pois, ao fim e ao cabo, os indicados normalmente são pessoas afinadas com os planos de governo do controlador.

Além disso, uma série de regras previstas no estatuto das empresas estatais, somadas aos princípios gerais de direito público, não permite que a sociedade de economia mista goze da mesma autonomia que marca a atuação das empresas privadas.

Mas como aponta Marcia Carla Pereira Ribeiro, as atividades de uma sociedade de economia mista, não raras vezes, são marcadas por mudanças e um dinamismo de mercado incompatíveis com a realidade do Estado e, que, se não acompanhadas pela estatal, podem levá-la ao fracasso. A autora também acresce que, a adequação da sociedade de economia mista a essas necessidades depende de decisões de investimento, atos estes que não podem ser avaliados com tabelas, manuais e pré-conceitos que ditam a administração pública direta.¹⁶⁰

Por conseguinte, é prudente que as decisões técnicas de ordem financeira e de gestão fiquem restritas aos Administradores da sociedade de economia mista, reservando-se ao Estado o controle finalístico com relação ao atingimento dos planos e objetivos estratégicos traçados pelo governo.¹⁶¹

Por fim, deve-se pontuar que a ingerência do acionista controlador na administração da sociedade de economia mista está diretamente relacionada com o conflito de interesses entre os acionistas, talvez o tema de governança mais caro para o direito societário, e que será estudado mais adiante.

¹⁵⁹ PINTO JUNIOR, Mario Engler. **Empresa Estatal – Função Econômica e Dilemas Societários**. São Paulo: Atlas, 2013. p. 187

¹⁶⁰ RIBEIRO, Marcia Carla Pereira. **Sociedade de Economia Mista e Empresa Privada**. Curitiba: Juruá, 1999, p. 59

¹⁶¹ RIBEIRO, Marcia Carla Pereira. **Sociedade de Economia Mista e Empresa Privada**. Curitiba: Juruá, 1999, p. 59

2.9 O PODER DE CONTROLE DO ESTADO: OS ABUSOS DO CONTROLADOR E O CONFLITO DE INTERESSES COM ACIONISTAS MINORITÁRIOS E INVESTIDORES

O poder de controle é um dos temas mais intrigantes do direito societário e, por esta razão, também acaba recebendo grande atenção do mundo acadêmico.¹⁶² E no caso das sociedades de economia mista, a discussão em torno desse inquietante tema fica ainda potencializada, justamente pelo fato da companhia mista perseguir ao mesmo tempo fins capitalista e de interesse público.

O conceito de poder de controle é retirado do artigo 116 da Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que prevê para a sua configuração os seguintes requisitos: (i) ser 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 (ii) usar efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.

Modesto Carvalhosa resume o poder de controlar a companhia como o “poder autônomo, legalmente instituído, de impor, permanentemente a vontade nos atos sociais e, via de consequência, de dirigir o processo empresarial, que é o seu objeto.”¹⁶³ Já José Edwaldo Tavares Borba, de maneira mais simples, diz que “controla uma sociedade quem detém o poder de comandá-la, escolhendo os seus administradores e definindo as linhas básicas de sua atuação.”¹⁶⁴

Como se pode extrair dos conceitos tanto legal quanto doutrinário, o acionista controlador pode ser uma pessoa natural, jurídica ou um grupo de várias pessoas formado a partir da celebração de um acordo de acionistas.¹⁶⁵ Nelson Eizirik cita ainda a existência de um controle externo, não acionário, que não está previsto na Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976, mas que está representado por uma influência dominante, sobre todas as atividades da empresa, de modo duradouro como, por exemplo, aquela decorrente de obrigações contratuais.¹⁶⁶

¹⁶² BERTOLDI, Marcelo Marco. O Poder de Controle na Sociedade Anônima – Alguns Aspectos. **Revista Scientia Juris**. Londrina, 2003/2004. v. 7/8, p. 51-74. Disponível em: <<http://www.uel.br/revistas/uel/index.php/iuris/article/view/11102/9815>>. Acesso em: 19 out. de 2018.

¹⁶³ CARVALHOSA, Modesto. **Acordo de Acionistas**. Homenagem a Celso Barbi Filho. 2. ed., São Paulo: Saraiva, 2015, p. 209

¹⁶⁴ BORBA, José Edwaldo Tavares. **Direito Societário**. 14. ed., São Paulo: Atlas, 2015, p. 341

¹⁶⁵ Como registra Ary Oswaldo Mattos Filho, com a evolução do modelo societário, as companhias de economia anglo-saxã deixaram ter um controlador definido, em decorrência da pulverização acionária. Os resultados destas empresas são confiados aos Diretores e Conselheiros, que passam a ter um papel central no destino e nos resultados da organização. MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. **Direito dos Valores Mobiliários**. Vol. I, Tomo I, São Paulo: FGV, 2015, p. 293.

¹⁶⁶ EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S.A. Comentada. Artigos 80 ao 137**. Vol. II, 2. ed., São Paulo: Quartier Latin. 2015

Atualmente, os grandes contratos de financiamento estão estruturados em um extenso rol de cláusulas contratuais com obrigações de fazer e não fazer, com caráter restritivo (*restrictive covenants*) ou protetivo (*protective covenants*),¹⁶⁷ que orientam a atuação da empresa, sob o risco do vencimento antecipado da dívida. Os credores desses contratos, portanto, exercem uma espécie de controle externo da companhia, sendo que, em alguns casos, há inclusive a possibilidade de assunção temporária do comando da empresa.¹⁶⁸

Ao se debruçar sobre o estudo do tema, Fábio Konder Comparato sustentou que o poder de controle pode ser classificado em 4 modalidades: totalitário, majoritário, minoritário e gerencial.¹⁶⁹

Em resumo, diz o autor que no controle totalitário, uma determinada pessoa ou grupo de pessoas detêm a totalidade das ações com direito a voto e participam efetivamente da administração da sociedade. O melhor exemplo é o da subsidiária integral. Neste caso, propriedade e controle estão em perfeita harmonia.¹⁷⁰ Já com relação ao controle majoritário, Fábio Konder Comparato explica que há uma separação entre a propriedade e o controle. Aqui o controle é exercido por um acionista ou grupo de acionistas, reunidos por meio de um acordo de controle, que somam a maioria dos votos nas deliberações sociais.¹⁷¹ Por sua vez, o controle minoritário identifica-se com a situação de empresas com capital bastante pulverizado em que um acionista ou grupo de acionistas, mesmo detendo menos de 50% do capital votante, consegue exercer o controle da companhia por conta da falta de coesão dos demais acionistas.¹⁷² E por fim, o controle gerencial é aquele exercido pelos diretores da companhia, quando a dispersão acionária é extrema. Nesta

¹⁶⁷ BORGES, Luiz Ferreira Xavier. Covenants: Instrumento de Garantia em Project Finance. **Revista do BNDES**. Rio de Janeiro, 1999. v. 6, n. 11, p. 117-136, jun. Disponível em: <<https://goo.gl/8fT2Ez>>. Acesso em: 19 jan. de 2018.

¹⁶⁸ Nota do autor: A cláusula *step in rights* (assunção temporária da gestão da empresa) é bastante comum em contratos de parcerias público-privadas, estando inclusive regulamentada pelo artigo 27-A da Lei 8.987, de 13 de fevereiro de 1995, que trata das concessões públicas, e que prevê a possibilidade dos financiadores assumirem o comando da sociedade de propósito específico responsável pelo projeto, caso reste demonstrado que houve falhas na administração do empreendimento e que tal fato poderá colocar em risco o pagamento do empréstimo.

¹⁶⁹ BERTOLDI, Marcelo Marco. RIBEIRO, Marcia Carla Pereira. **Curso Avançado de Direito Comercial**. 4. ed., rev. ampl. e atual., São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2008, p. 302

¹⁷⁰ COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. 4. ed., Rio de Janeiro: Forense, 2005, p. 51-88.

¹⁷¹ COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. 4. ed., Rio de Janeiro: Forense, 2005, p. 51-88.

¹⁷² COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. 4. ed., Rio de Janeiro: Forense, 2005, p. 51-88.

hipótese, a gestão e a propriedade das ações estão totalmente desvinculadas.¹⁷³

O poder de controle jamais pode ser dissociado da companhia. É algo inerente à organização e imprescindível para a manutenção da coesão interna e também para garantir a coordenação da atividade econômica. E no caso da sociedade de economia mista, o poder de controle é o elemento que caracteriza a empresa estatal e que garante ao Estado o direito de “dirigir” a companhia.

É através do poder de controle que o Estado pode coordenar a implementação de políticas públicas.¹⁷⁴ Ele garante, em alguma medida, que a sociedade de economia mista observe o interesse da coletividade e não se tornem empreendimentos voltados exclusivamente para a realização de objetivos corporativos ou para a maximização dos interesses pessoais dos seus administradores.¹⁷⁵

Pondera, todavia, Diogo de Figueiredo Moreira Neto, que esse controle do Estado está parametrizado pela legislação comercial e se dá pelo direito de eleger a maioria dos administradores, e não pela via da ingerência administrativa em total afronta aos demais acionistas.¹⁷⁶

Sobre este ponto, reforça, Mario Engler Pinto Junior, que “a função de acionista deve ser exercida pelo Estado com fundamento no direito comum e por intermédio dos órgãos societários (assembleia geral, conselho de administração e conselho fiscal)”.¹⁷⁷ Mas lembra o autor que, em companhias sem mandato fixo, como as sociedades de economia mista, existe uma maior fidelidade dos gestores sociais à pessoa do acionista controlador que os elegeu, justamente em razão do temor de desligamento *ad nutum*.¹⁷⁸

Ademais, no caso das sociedades de economia mista, até o advento da Lei 13.303, de 30 de junho de 2016, não havia uma norma de direito administrativo ou societário que vedasse a nomeação de administradores por conveniência político-

¹⁷³ COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. 4. ed., Rio de Janeiro: Forense, 2005, p. 51-88.

¹⁷⁴ PINTO JUNIOR, Mario Engler. **Empresa Estatal – Função Econômica e Dilemas Societários**. São Paulo: Atlas, 2013, p. 343.

¹⁷⁵ FONTE, Felipe de Melo. Supervisão ministerial e controle societário de empresas estatais: três standards para um modelo de complementaridade e limitação. *In*: ARAGÃO, Alexandre Santos de (Coord.). **Empresas Públicas e Sociedades de Economia Mista**. Belo Horizonte: Fórum, 2015, p. 188.

¹⁷⁶ MOREIRA NETO, Diogo de Figueiredo. **Curso de Direito Administrativo**. Parte Introdutória, Parte Geral e Parte Especial. 16. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Forense, 2014, p. 294.

¹⁷⁷ PINTO JUNIOR, Mario Engler. **Empresa Estatal – Função Econômica e Dilemas Societários**. São Paulo: Atlas, 2013, p. 178.

¹⁷⁸ PINTO JUNIOR, Mario Engler. **Empresa Estatal – Função Econômica e Dilemas Societários**. São Paulo: Atlas, 2013, p. 342.

partidária.¹⁷⁹ Tal omissão legislativa acabava contribuindo para que o Estado exercesse de forma abusiva o seu poder controle, orientando quase que de forma vinculativa o voto dos administradores por ele indicados, sem qualquer racionalidade econômica ou compromisso com a instituição.

Assim como ocorre com os controladores privados, o Estado também deve atuar dentro dos limites legais e estatutários. O artigo 117 da lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976, ao tratar especificamente da responsabilidade do acionista controlador dispõe que:

Art. 117. O acionista controlador responde pelos danos causados por atos praticados com abuso de poder.

§ 1º São modalidades de exercício abusivo de poder:

- a) orientar a companhia para fim estranho ao objeto social ou lesivo ao interesse nacional, ou levá-la a favorecer outra sociedade, brasileira ou estrangeira, em prejuízo da participação dos acionistas minoritários nos lucros ou no acervo da companhia, ou da economia nacional;
- b) promover a liquidação de companhia próspera, ou a transformação, incorporação, fusão ou cisão da companhia, com o fim de obter, para si ou para outrem, vantagem indevida, em prejuízo dos demais acionistas, dos que trabalham na empresa ou dos investidores em valores mobiliários emitidos pela companhia;
- c) promover alteração estatutária, emissão de valores mobiliários ou adoção de políticas ou decisões que não tenham por fim o interesse da companhia e visem a causar prejuízo a acionistas minoritários, aos que trabalham na empresa ou aos investidores em valores mobiliários emitidos pela companhia;
- d) eleger administrador ou fiscal que sabe inapto, moral ou tecnicamente;
- e) induzir, ou tentar induzir, administrador ou fiscal a praticar ato ilegal, ou, descumprindo seus deveres definidos nesta Lei e no estatuto, promover, contra o interesse da companhia, sua ratificação pela assembleia-geral;
- f) contratar com a companhia, diretamente ou através de outrem, ou de sociedade na qual tenha interesse, em condições de favorecimento ou não equitativas;
- g) aprovar ou fazer aprovar contas irregulares de administradores, por favorecimento pessoal, ou deixar de apurar denúncia que saiba ou devesse saber procedente, ou que justifique fundada suspeita de irregularidade.
- h) subscrever ações, para os fins do disposto no art. 170, com a realização em bens estranhos ao objeto social da companhia

§ 2º No caso da alínea e do § 1º, o administrador ou fiscal que praticar o ato ilegal responde solidariamente com o acionista controlador.

§ 3º O acionista controlador que exerce cargo de administrador ou fiscal tem também os deveres e responsabilidades próprios do

¹⁷⁹ OLIVEIRA, Fernão Justen de. Os administradores das empresas estatais. In: JUSTEN FILHO, Marçal (org.). **Estatuto Jurídico das Empresas Estatais. Lei 13.303/2016 – Lei das Estatais**. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2017, p. 140

cargo.¹⁸⁰

No caso da sociedade de economia mista, porém, a atuação do Estado é balizada também pelo disposto no artigo 4º, §1º, da Lei 13.303, de 30 de junho de 2016, que prevê que o controlador tem os “deveres e as responsabilidades do acionista controlador, estabelecidos na Lei das Sociedades Anônimas, e deverá exercer o poder de controle no interesse da companhia, respeitado o interesse público que justificou sua criação”.¹⁸¹¹⁸²

As situações de abuso do poder de controle por parte do Estado, não raras vezes, terminam em questionamentos ou conflitos com acionistas minoritários e investidores, situações estas que servem para demonstrar que a sociedade de economia mista, apesar de ser um instrumento do Estado, não pode desprezar os direitos dos demais agentes envolvidos com a companhia, especialmente porque eles são responsáveis pela capitalização da empreendimento.

Não se ignora que as Sociedades de Economia Mista perseguem um objetivo social, mas como ressalta Alexandre Santos de Aragão, a relativização da busca por resultados lucrativos ordinários de uma empresa privada, não pode gerar a ideia de que as companhias estatais devem conviver com recorrentes prejuízos ou péssimo desempenho financeiro, em total descuido com o capital investido pelos acionistas particulares.¹⁸³

Anota também o autor que, a busca por resultados lucrativos não deixa de caracterizar interesse público primário, já que tal objetivo reflete a eficiência econômica do Estado.¹⁸⁴ Além disso, em sociedades de economia mista que estão em regime de concorrência com o setor privado, ou, por exemplo, que explorem atividades bancárias, o lucro, além de ser da essência do negócio é o que vai garantir a

¹⁸⁰ BRASIL, **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as sociedades por ações. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6404consol.htm>. Acesso em: 13 nov. de 2018.

¹⁸¹ BRASIL, **Lei nº 13.303, de 30 de junho de 2016**. Dispõe sobre o estatuto jurídico da empresa pública, da sociedade de economia mista e de suas subsidiárias, no âmbito da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2016/lei/113303.htm>. Acesso em: 13 nov. de 2018

¹⁸² Nota do autor: Antes da entrada em vigor do Estatuto das Empresas Estatais, os limites para a atuação do Estado era retirado do artigo 238 da Lei das Sociedades Anônimas, que previa, de forma semelhante, que “a pessoa jurídica que controla a companhia de economia mista tem os deveres e responsabilidades do acionista controlador (arts. 116 e 117), mas poderá orientar as atividades da companhia de modo a atender ao interesse público que justificou a sua criação”.

¹⁸³ ARAGÃO, Alexandre Santos de. **Empresas Estatais. O Regime Jurídico das Empresas Públicas e Sociedades de Economia Mista**. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 338.

¹⁸⁴ ARAGÃO, Alexandre Santos de. **Empresas Estatais. O Regime Jurídico das Empresas Públicas e Sociedades de Economia Mista**. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 340

sustentabilidade da companhia.¹⁸⁵

Como visto, a junção de capitais público e privado, com objetivos empresariais antagônicos, é a causa dos principais conflitos de interesse nas empresas estatais e, certamente, o que justifica a adoção de boas práticas de governança corporativa nestas companhias, temática esta que é objeto de estudo deste trabalho.

Joaquim Rubens Fontes Filho e Carlos Francisco Alves reconhecem que a natureza da sociedade de economia mista traz uma divergência natural quanto à missão e objetivos, o que implica no reconhecimento quase que irrefutável que, para estas companhias, as soluções de governança são particulares.¹⁸⁶

Entretanto, a falta de compromisso com a transparência, os excessos do controlador e o “absoluto desprezo pelos interesses privados impacta a capacidade de financiamento privado subsequente das sociedades de economia mista nos mercados”.¹⁸⁷

Assim, em que pese as lacunas substantivas e as dúvidas acerca da aplicação das regras de governança corporativa nas estatais,¹⁸⁸ não se pode negar que a análise e o estudo dessas práticas são úteis para tentar compreender o regime de governança mais efetivo para aquelas companhias, e que tenham a capacidade de reduzir os conflitos societários, aperfeiçoar a gestão e preservar a sustentabilidade da instituição.

¹⁸⁵ ARAGÃO, Alexandre Santos de. **Empresas Estatais. O Regime Jurídico das Empresas Públicas e Sociedades de Economia Mista**. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 341

¹⁸⁶ FONTES FILHO, Joaquim Rubens; ALVES, Carlos Francisco. Mecanismos de controle na governança corporativa das empresas estatais: uma comparação entre Brasil e Portugal. **Cadernos EBAPE/FGV**, v. 16, nº 1, Rio de Janeiro, Jan./Mar. 2018. Disponível em: <http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S167939512018000100002&lng=pt&tlng=pt> Acesso em: 31 de out. de 2018

¹⁸⁷ WARDE JÚNIOR, Walfrido Jorge. Legislador Frankstein – **Não é possível transplantar governança das empresas privadas**. In: NORONHA, João Otávio; et. al. (Coord.). Estatuto Jurídico das Estatais. Análise da Lei 13.303/2016. Belo Horizonte: Fórum, 2017, p. 70

¹⁸⁸ SCHAPIRO, Mario Gomes; MARINHO, Sarah Morganna Matos. Conflito de Interesses nas Empresas Estatais: Uma análise dos casos Eletrobrás e Sabesp. **Revista Direito e Práxis**, Rio de Janeiro, Vol. 9, nº 3, 2018, p. 1424-1461. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/rdp/v9n3/2179-8966-rdp-9-3-1424.pdf>> Acesso em: 30 de out. de 2018

3. GOVERNANÇA CORPORATIVA

3.1 ABORDAGEM CONCEITUAL, OBJETIVOS E PECULIARIDADES

A expressão “governança corporativa” começou a ser difundida mundialmente a partir da década de 90, por Robert Monks, acionista e ativista americano que mais tarde lançou um livro em coautoria com a advogada Nell Minow, intitulado *corporate governance*.¹⁸⁹

Entretanto, o trabalho de Berle e Means, de 1932, acerca da “*The Modern Corporation and Private Property*”, é considerado o marco inicial da governança corporativa.¹⁹⁰ Há quem sustente que Karl Marx, no livro III de “O Capital”, já havia apontado que o crescimento das empresas acarretaria na descentralização dos poderes dos proprietários para os gerentes.¹⁹¹ Mas Berle e Means foram os primeiros a observar que a pulverização das ações seria uma fonte de conflitos societários, medida que os administradores teriam maior margem para atuar em seu próprio interesse, em detrimento dos interesses dos acionistas.¹⁹²

Estes autores defendem que tanto os acionistas quanto os gestores procuram maximizar os seus benefícios pessoais, ou seja, eles nem sempre perseguem os mesmos interesses. Os primeiros objetivam a maximização do lucro empresarial, visando maiores dividendos. Já os segundos anseiam melhores salários e bônus, manutenção do emprego¹⁹³ e a ampliação dos seus poderes.¹⁹⁴

Já a pesquisa de Jensen e Meckling sobre a Teoria da Agência é

¹⁸⁹ ROSSETI, José Paschoal; ANDRADE, Adriana. **Governança Corporativa. Fundamentos, Desenvolvimento e Tendências**. 5. ed. ampl.e atual. São Paulo: Atlas, 2011, p. 26-27.

¹⁹⁰ SCHAPIRO, Mario Gomes; MARINHO, Sarah Morganna Matos. Conflito de Interesses nas Empresas Estatais: Uma análise dos casos Eletrobrás e Sabesp. **Revista Direito e Práxis**, Rio de Janeiro, Vol. 9, nº 3, 2018, p. 1424-1461. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/rdp/v9n3/2179-8966-rdp-9-3-1424.pdf>> acesso em: 30 out. de 2018.

¹⁹¹ COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. 4ª ed., Rio de Janeiro: Forense, 2005, p. 51

¹⁹² SAITO, Richard; SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. Governança Corporativa: Custos de Agência e Estrutura de Propriedade. **RAE**, v. 48, n. 02, P. 79-86, ABR/JUN 2009. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/rae/v48n2/v48n2a07.pdf>> acesso em: 10 jan. de 2018.

¹⁹³ Nota do autor: A expressão “emprego” está sendo utilizada neste parágrafo no seu sentido amplo, ou seja, como sinônimo de relação de trabalho, exercício de mandato, prestação de serviços ou múnus. Não se ignora que os membros estatutários da alta administração são órgãos da companhia, e não empregados nos termos da legislação trabalhista.

¹⁹⁴ FONTES FILHO, Joaquim Rubens. **Estudo da Validação de Generalização das Práticas de Governança Corporativa ao Ambiente dos Fundos de Pensão: Uma análise segundo as teorias da agência e institucional**. f. 196. Tese (Doutorado em Administração). Fundação Getúlio Vargas do Rio de Janeiro – Escola Brasileira de Administração Pública e de Empresas. 2004.

considerada o divisor de águas nos estudos sobre a governança corporativa, pois eles conferem um novo olhar ao conflito societário, que passa a ser descrito como um conflito de agência entre os acionistas (principal) e os administradores (agente), diante de um cenário com assimetria de informações.¹⁹⁵

Anotam Rubens Famá e João William Grava que, a teoria desenvolvida por Jensen e Meckling permitiu a investigação sobre a forma como os agentes se comportam, e deu destaque para a importância da informação disponível como elemento imprescindível para os investidores poderem monitor os atos dos administradores.¹⁹⁶

Para Jensen e Meckling, como os administradores têm seus próprios interesses e procuram maximizar os seus benefícios, as decisões em nome da Companhia poderão ser contrárias aos interesses dos acionistas, dando origem a um problema de agência¹⁹⁷, situação que acaba impedindo a sociedade de alcançar a maximização do seu valor¹⁹⁸. Esse problema é ainda mais evidente em grandes corporações com capital disperso, como as norte-americanas, onde quem controla de fato a empresa são os administradores e não os acionistas,¹⁹⁹ que acabam assumindo apenas o papel de investidores ou fornecedores de capitais.²⁰⁰

Diante desta situação, os acionistas precisam incorrer nos chamados custos de agência para impedir práticas desalinhadas ou oportunistas dos administradores que, eventualmente, podem levar à desvalorização da sociedade. Segundo Jensen e Meckling, tais custos correspondem às despesas para monitorar a alta administração; perdas residuais decorrentes de decisões divergentes dos executivos, enfim, são todos os custos despendidos para se tentar garantir que os interesses dos administradores se mantenham alinhados com os interesses dos

¹⁹⁵ SAITO, Richard; SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. Governança Corporativa: Custos de Agência e Estrutura de Propriedade. *RAE*, v. 48, n. 02, P. 79-86, ABR/JUN 2009. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/rae/v48n2/v48n2a07.pdf>> acesso em: 18 jan. de 2018.

¹⁹⁶ FAMÁ, Rubens; GRAVA, João William. Teoria da Estrutura de Capital – As discussões persistem. *Caderno de Pesquisas em Administração*, São Paulo, v. 1, n. 11, 1º TRIM./2000. Disponível em: <<http://www.regeusp.com.br/arquivos/C11-art04.pdf>> acesso em: 18 jan. de 2018.

¹⁹⁷ JENSEN, Michael Cole; MECKLING, William Henry. Teoria da firma: comportamento dos administradores, custos de agência e estrutura de propriedade. *Revista de Administração de Empresas – Clássicos*. V. 48, nº 2, abr./jun. 2008, p. 87-125 Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/rae/v48n2/v48n2a13.pdf>> acesso em: 03 nov. de 2018

¹⁹⁸ MACKAAY, Ejan; ROUSSEAU, Stéphane. *Análise Econômica do Direito*. Tradução Rachel Sztajn. 2. ed. São Paulo: Atlas. 2015, P. 577.

¹⁹⁹ NASSIF, Elaina; Crisomar Lobo de Souza. Conflitos de Agência e Governança Corporativa. *Caderno de Administração. Revista do Departamento de Administração da FEA/PUCSP*. Vol. 7, nº 01, Jan./Dez. 2013, p. 01-20 Disponível em: <[file:///C:/Users/felip/Downloads/9496-73555-1-PB%20\(1\).pdf](file:///C:/Users/felip/Downloads/9496-73555-1-PB%20(1).pdf)>. Acesso em: 03 nov. de 2018

²⁰⁰ MACKAAY, Ejan; ROUSSEAU, Stéphane. *Análise Econômica do Direito*. Tradução Rachel Sztajn. 2ª ed. São Paulo: Atlas. 2015, p. 577.

acionistas.²⁰¹

Mas a agenda inicial da governança corporativa, que originalmente se debruçava apenas sobre os conflitos de interesses entre acionistas minoritários e majoritários, e entre estes e os administradores, foi ampliada para outros conflitos societários, para além dos resultados econômicos, e passou a disciplinar também questões ligadas à responsabilidade socioambiental, controle de riscos, corrupção e o cumprimento de leis e regras (*compliance*).²⁰²

Verifica-se, por conseguinte, que a governança é um mecanismo que visa reduzir os conflitos societários e preservar o valor da empresa. Mas não existe um conceito único de governança corporativa. Para o IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa é o “sistema pelo qual as empresas e demais organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre sócios, conselho de administração, diretoria, órgãos de fiscalização e controle e demais partes interessadas”.²⁰³

Por sua vez, a OCDE – Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico trabalha com o seguinte conceito:

O governo das sociedades é uma componente fulcral na melhoria da eficiência e do crescimento económicos, bem como no reforço da confiança do investidor. Envolve um conjunto de relações entre a gestão da empresa, o seu órgão de administração, os seus accionistas e outros sujeitos com interesses relevantes. O governo das sociedades estabelece também a estrutura através da qual são fixados os objectivos da empresa e são determinados e controlados os meios para alcançar esses objectivos. Um bom governo das sociedades deve proporcionar incentivos adequados para que o órgão de administração e os gestores prossigam objectivos que sejam do interesse da empresa e dos seus accionistas, devendo facilitar uma fiscalização eficaz. A presença de um sistema eficaz de governo das sociedades, tanto em cada empresa como na economia considerada como um todo, contribui para alcançar o grau de confiança necessário ao funcionamento adequado de uma economia de mercado. Daí resultam custos inferiores na captação de capitais, que incentivam as empresas a usarem os recursos de forma mais eficaz, viabilizando assim um crescimento sustentável.²⁰⁴

²⁰¹ JENSEN, Michael Cole; MECKLING, William Henry. Teoria da firma: comportamento dos administradores, custos de agência e estrutura de propriedade. **Revista de Administração de Empresas – Clássicos**. V. 48, nº 2, abr./jun. 2008, p. 87-125 Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/rae/v48n2/v48n2a13.pdf>>. Acesso em: 03 nov. de 2018.

²⁰² SCHAPIRO, Mario Gomes; MARINHO, Sarah Morganna Matos. Conflito de Interesses nas Empresas Estatais: Uma análise dos casos Eletrobrás e Sabesp. **Revista Direito e Práxis**, Rio de Janeiro, Vol. 9, nº 3, 2018, p. 1424-1461. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/rdp/v9n3/2179-8966-rdp-9-3-1424.pdf>>. Acesso em: 30 out. de 2018

²⁰³ IBGC, Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Sobre**. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/index.php/governanca/governanca-corporativa>>. Acesso em: 15 jan. de 2018.

²⁰⁴ OCDE. **Os Princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades**, 2004, p. 11. Disponível em: <<https://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/33931148.pdf>> acesso em: 02 nov. de 2018.

Outros autores conceituam a governança corporativa como desenho de um sistema que facilite um maior controle por parte dos investidores;²⁰⁵ conjunto de mecanismos para impedir que os gestores expropriem as riquezas dos acionistas;²⁰⁶ conjunto de mecanismos para garantir aos investidores o retorno do investimento;²⁰⁷ práticas que visam a melhora do desempenho da companhia, a proteção de acionistas e credores e a facilitação de acesso ao capital.²⁰⁸

Diante de todo esse contexto, as empresas passaram a se sujeitar a um conjunto de práticas que consubstanciam um robusto sistema de controle, com mecanismos internos e externos, sempre visando a maximização dos resultados econômicos da empresa.

São exemplos do controle interno o conselho de administração, considerado por muitos como o principal mecanismo de governança; o sistema de remuneração dos administradores, que pode ser um item chave para garantir o alinhamento de interesses; e a concentração acionária, uma vez que o acionista controlador tem mais força para controlar os administradores.²⁰⁹

Por outro lado, são frequentemente citados como exemplos de controle externo, a proteção legal dos investidores, já que reduz os conflitos de agência; a possibilidade de tomada hostil do controle, pois os administradores podem sentir que o seu emprego está ameaçado; e a fiscalização dos agentes de mercado, o que exige maior transparência por parte da empresa.²¹⁰

Em sua monografia sobre o tema, José Paschoal Rosseti e Adriana Andrade informam que a governança corporativa, em sua fase mais moderna, pós anos 80, passou por quatro grandes marcos evolutivos.²¹¹

O primeiro desses marcos corresponde ao ativismo do advogado norte-

²⁰⁵ FONTES FILHO, Joaquim Rubens; PICOLIN, Lidice Meireles. Governança Corporativa em Empresas Estatais: avanços, propostas e limitações. **Revista de Administração Pública**. Rio de Janeiro: FGV. P. 1165-1188. Nov-Dez 2008. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/rap/v42n6/07.pdf>>. Acesso em: 04 out. de 2018.

²⁰⁶ LA PORTA, R; SHLEIFER, A; *et. al.* Law and Finance. **Journal of Political Economy**, v. 106, 1988, p. 1113-1155.

²⁰⁷ SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. A Survey of Corporate Governance. **The Journal of Finance**. V. LII, nº 2, Jun./1997 Disponível em: <<https://scholar.harvard.edu/files/shleifer/files/surveycorpgov.pdf>>. Acesso em: 04 nov. de 2018

²⁰⁸ SILVA, Edson Cordeiro. **Governança Corporativa nas empresas: guia prático de orientação para acionistas, investidores, conselheiros de administração e fiscal, auditores, executivos, gestores, analistas de mercado e pesquisadores**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2016, p. 31.

²⁰⁹ LARRATE, Marco. **Governança Corporativa e Remuneração dos Gestores**. São Paulo: Atlas, 2013, p. 61

²¹⁰ LARRATE, Marco. **Governança Corporativa e Remuneração dos Gestores**. São Paulo: Atlas, 2013, p. 61

²¹¹ ROSSETI, José Paschoal; ANDRADE, Adriana. **Governança Corporativa. Fundamentos, Desenvolvimento e Tendências**. 5. ed. ampl.e atual. São Paulo: Atlas, 2011, p. 152-154.

americano Robert Monks que, no início da década de 90, conseguiu mobilizar os acionistas para manterem um papel ativo nas corporações. Robert Monks baseava a sua atuação em dois valores fundamentais da boa governança, o senso de justiça (*fairness*) e a conformidade legal (*compliance*).²¹²

O segundo grande marco evolutivo advém com a publicação do Relatório Cadbury²¹³, no âmbito do mercado de capitais da Inglaterra, que apresentou outros dois valores básicos da boa governança, a prestação responsável de contas por parte dos administradores (*accountability*) e a transparência (*disclosure*) com foco nos aspectos contábeis e financeiros, e no papel dos acionistas, dos conselhos, dos auditores e dos executivos.²¹⁴

Atualmente, os valores que fundamentaram os movimentos acima, *fairness*, *compliance*, *accountability* e *disclosure*, são considerados os princípios básicos da boa governança corporativa.²¹⁵

O terceiro marco evolutivo está relacionado aos trabalhos da OCDE, que ampliaram o espectro da boa governança e evidenciaram a preocupação com o desenvolvimento econômico das nações. A organização procurou demonstrar que a adoção das boas práticas de governança corporativa poderiam atrair investidores estrangeiros externos e fortalecer o mercado de capitais, o que seria traduzido como desenvolvimento econômico.²¹⁶

O quarto e último marco evolutivo da moderna governança corporativa ocorreu com a edição da Lei Sarbanes-Oxley (*SOX Act*), no ano de 2002, que estabeleceu critérios mais rigorosos de controles internos, auditoria, prestação de contas e gestão corporativa, prevendo penalidades para a alta administração em caso de violação das suas regras.²¹⁷

A SOX foi promulgada como resposta aos grandes escândalos

²¹² ROSSETI, José Paschoal; ANDRADE, Adriana. **Governança Corporativa. Fundamentos, Desenvolvimento e Tendências.** 5. ed. ampl.e atual. São Paulo: Atlas, 2011, p. 152-154.

²¹³ O Relatório Cadbury foi elaborado no início da década de 90, a pedido do Banco Central da Inglaterra, e tinha como objetivo melhorar a atuação e responsabilidades dos conselhos de administração. O documento, que foi inspirando nas práticas de governança do mercado acionário norte-americano, foi desenvolvido por uma equipe multidisciplinar formada por membros da Bolsa de Valores de Londres e do Instituto de Contadores Certificados, e foi coordenado por Adrian Cadbury, ex-conselheiro do Banco Central da Inglaterra. (ROSSETI, José Paschoal; ANDRADE, Adriana. **Governança Corporativa. Fundamentos, Desenvolvimento e Tendências.** 5. ed. ampl.e atual. São Paulo: Atlas, 2011, p. 170)

²¹⁴ ROSSETI, José Paschoal; ANDRADE, Adriana. **Governança Corporativa. Fundamentos, Desenvolvimento e Tendências.** 5. ed. ampl.e atual. São Paulo: Atlas, 2011, p. 152-154.

²¹⁵ IBGC. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Código das melhores práticas de governança corporativa.** 5.ed., Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, São Paulo: IBGC, 2015. 108p.

²¹⁶ ROSSETI, José Paschoal; ANDRADE, Adriana. **Governança Corporativa. Fundamentos, Desenvolvimento e Tendências.** 5. ed. ampl.e atual. São Paulo: Atlas, 2011, p.152-154.

²¹⁷ ROSSETI, José Paschoal; ANDRADE, Adriana. **Governança Corporativa. Fundamentos, Desenvolvimento e Tendências.** 5. ed. ampl.e atual. São Paulo: Atlas, 2011, p.152-154.

corporativos que atingiram os Estados Unidos no final da década de 90 e início dos anos 2000, citando-se como maior exemplo o caso Enron, que é considerando o mais emblemático para a governança corporativa e também um dos maiores escândalos financeiros do mundo.

A Enron era uma empresa norte-americana de grande porte que atuava no setor de energia. As demonstrações financeiras do ano 2000 revelavam receitas acima de U\$\$ 100.000.000.000,00 (cem bilhões de dólares) e com boas oportunidades de crescimento.²¹⁸

Ocorre que, em meados do ano de 2001, descobriu-se que as demonstrações financeiras da Enron haviam sido fraudadas com o intuito de inflar os resultados positivos e, conseqüentemente, aumentar o preço das ações da companhia. Além disso, restou comprovado que a empresa de contabilidade Arthur Andersen, responsável por auditar as demonstrações financeiras da Enron, também estava envolvida na fraude. No final do ano de 2001, a Enron pediu concordata causando prejuízos para milhares de investidores.²¹⁹

Em resumo, esses são os quatro marcos que compõem o quadro evolutivo da moderna governança corporativa.

3.2 AS NOÇÕES CONTRATUALISTA E INSTITUCIONALISTA ACERCA DO INTERESSE DA SOCIEDADE E A SUA INFLUÊNCIA NA GOVERNANÇA CORPORATIVA

No âmbito jurídico, a compreensão da governança corporativa enquanto mecanismo de proteção dos acionistas e investidores, e de regulação da atuação dos administradores, passa necessariamente pelas noções contratualista e institucionalista de interesse social, o qual serve como baliza estrutural e valorativa da gestão das sociedades empresárias.²²⁰ Estas duas correntes de pensamento, durante muitos

²¹⁸ SILVA, Edson Cordeiro. **Governança Corporativa nas empresas: guia prático de orientação para acionistas, investidores, conselheiros de administração e fiscal, auditores, executivos, gestores, analistas de mercado e pesquisadores**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2016, p. 327

²¹⁹ SILVA, Edson Cordeiro. **Governança Corporativa nas empresas: guia prático de orientação para acionistas, investidores, conselheiros de administração e fiscal, auditores, executivos, gestores, analistas de mercado e pesquisadores**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2016, p. 327

²²⁰ FRAZÃO, Ana. **O abuso de poder de controle na Lei das Estatais**. In: NORONHA, João Otávio de; et. al. (Coord.) **Estatuto Jurídico das Estatais. Análise da Lei nº 13.303/2016**. Belo Horizonte: Fórum, 2017, p. 111

anos, informaram a legislação societária no mundo inteiro.²²¹

Marcelo Marco Bertoldi e Marcia Carla Pereira Ribeiro explicam que a tese preponderante entre os estudiosos é de que a sociedade decorre de um ato constitutivo de natureza contratual.²²² Segundo os autores, é atribuída ao italiano Tullio Ascarelli a teoria prevalecente hoje, que defende a sociedade como um contrato plurilateral, com várias partes, que possuem direitos e obrigações perante os demais sócios e também a própria sociedade.²²³

Segundo João Pedro Scalzilli, o Código Civil adota uma postura contratualista, o que pode ser verificado a partir do artigo 981, quando trabalha com os conceitos de pluralidade de pessoas, organização de atividade econômica e a reciprocidade de obrigações entre sócios.²²⁴

Corolário desta tese deriva a noção contratualista de interesse da sociedade, que enxerga que, dentro da sua esfera de liberdade, os sócios podem definir livremente o interesse e a organização interna da sociedade.²²⁵ O contratualismo rejeita a intervenção do Estado na sociedade e defende que o interesse social será sempre o interesse dos sócios atuais. Ou seja, nunca haverá um interesse social hierarquicamente superior aos interesse dos sócios.²²⁶

Destarte, o interesse da sociedade corresponde ao conjunto dos interesses comuns dos sócios na busca pela maximização do lucro. Frente a esta realidade, os administradores deveriam gerir a sociedade de maneira alinhada àquele objetivo,²²⁷ pois esta seria a função da empresa. Além disso, o próprio direito de voto deveria ser exercido com vista aos futuros dividendos, e não com objetivos esparsos.

Calixto Salomão Filho explica que, dentro do contratualismo, há uma outra linha de pensamento que considera não apenas os sócios atuais, mas também os futuros, o que leva a sociedade a ter um interesse voltado para a preservação da

²²¹ DERZI, Misabel Abreu Machado. **O princípio da preservação das empresas e o direito a economia de impostos.** In: ROCHA, Valdir de Oliveira. (Org.). *Grandes Questões atuais do Direito Tributário.* São Paulo: Dialética, 2006, v. 10, p. 336- 359.

²²² BERTOLDI, Marcelo Marco. RIBEIRO, Marcia Carla Pereira. **Curso Avançado de Direito Comercial.** 4. ed., rev., atual. e ampl., São Paulo: RT, 2008, p. 149

²²³ BERTOLDI, Marcelo Marco. RIBEIRO, Marcia Carla Pereira. **Curso Avançado de Direito Comercial.** 4. ed., rev., atual. e ampl., São Paulo: RT, 2008, p. 149

²²⁴ SCALZILLI, João Pedro. **Mercado de Capitais. Ofertas Hostis e Técnicas de Defesa.** São Paulo: Quartier Latin do Brasil, 2015, p. 54

²²⁵ DERZI, Misabel Abreu Machado. **O princípio da preservação das empresas e o direito a economia de impostos.** In: ROCHA, Valdir de Oliveira. (Org.). *Grandes Questões atuais do Direito Tributário.* São Paulo: Dialética, 2006, v. 10, p. 336- 359.

²²⁶ SALOMÃO FILHO, Calixto. **O novo Direito Societário.** 4. ed., rev. e ampl., São Paulo: Malheiros, 2011, p. 28

²²⁷ SCALZILLI, João Pedro. **Mercado de Capitais. Ofertas Hostis e Técnicas de Defesa.** São Paulo: Quartier Latin do Brasil, 2015, p. 54

empresa.²²⁸

Tal concepção, que é atribuída a Pier Giusto Jaeger, e bastante similar ao institucionalismo, leva em conta as diferenças entre interesses de grupo e interesses de série.²²⁹ Ambos representam o interesse coletivo com uma visão de solidariedade, sempre em respeito ao interesse dos demais sócios, porém, os primeiros são limitados a um determinado momento, enquanto que os interesses de série se projetam no tempo para momentos diversos.²³⁰

Essa evolução do contratualismo, em parte, decorre da crescente integração entre Direito Societário e Mercado de Capitais, que reclamava por um maior respeito ao direito dos investidores, pois, ao fim e ao cabo, eles também acabavam contribuindo para o desenvolvimento da empresa.²³¹

Em contraposição à corrente contratualista, o institucionalismo enxerga o interesse social não apenas como o interesse comum dos sócios, mas também o interesse de todos aqueles que se relacionam com a sociedade, incluindo-se o interesse público.²³² Nesta perspectiva, deve ser deixado de lado o contratualismo liberal e “a racionalidade empresarial precisa direcionar-se igualmente para o atendimento de padrões mínimos de justiça”.²³³

De acordo com Misabel Abreu Machado Derzi, o institucionalismo ganhou força na segunda metade do séc. XX, quando percebeu-se a necessidade de respeitar os direitos dos acionistas minoritários e investidores, já que estes também contribuíam para a perenidade da empresa.²³⁴ A tese da sociedade-institucional é atribuída a Otto

²²⁸ SALOMÃO FILHO, Calixto. **O novo Direito Societário**, 4. ed., rev. e ampl., São Paulo: Malheiros, 2011, p. 28

²²⁹ AGUSTINHO, Eduardo de Oliveira. **O Ativismo Acionário dos Investidores Institucionais e a Governança Corporativa nas Companhias Abertas Brasileiras – a análise jurídica da economia do Mercado de Capitais**. 2011. 261 f. Tese (Doutorado em Direito). Programa de Pós-graduação em Direito da Pontifícia Universidade do Paraná, 2011

²³⁰ AGUSTINHO, Eduardo de Oliveira. **O Ativismo Acionário dos Investidores Institucionais e a Governança Corporativa nas Companhias Abertas Brasileiras – a análise jurídica da economia do Mercado de Capitais**. 2011. 261 f. Tese (Doutorado em Direito). Programa de Pós-graduação em Direito da Pontifícia Universidade do Paraná, 2011

²³¹ SALOMÃO FILHO, Calixto. **O novo Direito Societário**, 4. ed., rev. e ampl., São Paulo: Malheiros, 2011, p. 29

²³² SERRA, Catarina. O novo Direito das Sociedades: para uma governação socialmente responsável. **Revista Scientia Iuris**, Londrina, v. 14, p. 155-179, nov. 2010 Disponível em: <file:///C:/Users/felip/Downloads/7655-27658-1-PB.pdf> Acesso em: 11 nov. de 2018

²³³ FRAZÃO, Ana. **Função Social da Empresa**. In: COELHO, Fábio Ulhoa; ALMEIDA, Marcus Elidius Michelli de. (Coord) Enciclopédia Jurídica da PUCSP. Direito Comercial. Tomo 4. São Paulo, 2018, p. 10. Disponível em: <https://enciclopediajuridica.pucsp.br/verbete/222/edicao-1/funcao-social-da-empresa> Acesso em: 12 nov. de 2018

²³⁴ DERZI, Misabel Abreu Machado. **O princípio da preservação das empresas e o direito a economia de impostos**. In: ROCHA, Valdir de Oliveira. (Org.). **Grandes Questões atuais do Direito Tributário**. São Paulo: Dialética, 2006, v. 10, p. 336- 359

Gierke²³⁵ e a Walther Rathenau²³⁶, e foi consagrada na ordem jurídica alemã em 1937. Para eles, a sociedade é um ato coletivo ao qual os sócios aderem como um corpo social, e não como a celebração de um contrato.

Assim como ocorreu com o contratualismo, o institucionalismo também passou por duas fases. A primeira é chamada de publicista, em que era assegurado à administração da sociedade predominância sobre a assembleia de acionistas.²³⁷

Em um segundo momento, o institucionalismo passa a experimentar a fase organizativa ou integracionista, que confere as características do institucionalismo atual. O movimento integracionista criticava o excesso de confiança depositado na administração, que normalmente era vinculada ao grupo de controle, e procurava aplicar de forma efetiva os princípios institucionalistas, com o reconhecimento na legislação societária dos interesses dos trabalhadores, dos sócios e da coletividade. A grande conquista deste movimento foi assegurar a participação operária na alta administração das sociedades anônimas.²³⁸²³⁹

O parágrafo único do artigo 116 da Lei 6.404, de 15 dezembro de 1976, revela os reflexos do institucionalismo na legislação societária brasileira, senão vejamos:

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 assembleia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e
- b) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e

²³⁵ DERZI, Misabel Abreu Machado. **O princípio da preservação das empresas e o direito a economia de impostos.** In: ROCHA, Valdir de Oliveira. (Org.). *Grandes Questões atuais do Direito Tributário.* São Paulo: Dialética, 2006, v. 10, p. 336- 359

²³⁶ SCALZILLI, João Pedro. **Mercado de Capitais. Ofertas Hostis e Técnicas de Defesa.** São Paulo: Quartier Latin do Brasil, 2015, p. 54

²³⁷ SALOMÃO FILHO, Calixto. **O novo Direito Societário**, 4. ed., rev. e ampl., São Paulo: Malheiros, 2011, p. 34

²³⁸ SALOMÃO FILHO, Calixto. **O novo Direito Societário**, 4. ed., rev. e ampl., São Paulo: Malheiros, 2011, p. 34-35

²³⁹ Nota do autor: No Brasil, a lei nº 12.353, de 28 de dezembro de 2010, já assegura a participação de empregados nos conselhos de administração das empresas estatais, suas subsidiárias e controladas e demais empresas em que a União, direta ou indiretamente, detenha a maioria do capital social com direito a voto. Em consonância com a orientação do institucionalismo integracionista, esta norma estabelece que os estatutos sociais das empresas estatais deverão prever a participação nos seus conselhos de administração de representante dos trabalhadores. A lei nº 13.303, de 30 de junho de 2016, que dispõe acerca do Estatuto das Empresas Estatais, também reafirmou essa garantia no seu artigo 19. (BRASIL, **Lei nº 12.353, de 28 de dezembro de 2010.** Dispõe sobre a participação de empregados nos conselhos de administração das empresas públicas e sociedades de economia mista, suas subsidiárias e controladas e demais empresas em que a União, direta ou indiretamente, detenha a maioria do capital social com direito a voto e dá outras providências. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2007-2010/2010/Lei/L12353.htm> Acesso em: 17 nov. de 2018)

orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.

Parágrafo único. O acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender.²⁴⁰

Afora esse dispositivo da lei das sociedades anônimas, o artigo 47 da Lei 11.101, de 09 de fevereiro de 2005, que trata da recuperação e da falência do empresário e da sociedade empresária, é outro exemplo de norma com caráter institucionalista, voltado para a preservação da empresa:

Art. 47. A recuperação judicial tem por objetivo viabilizar a superação da situação de crise econômico-financeira do devedor, a fim de permitir a manutenção da fonte produtora, do emprego dos trabalhadores e dos interesses dos credores, promovendo, assim a preservação da empresa, sua função social e o estímulo à atividade econômica.²⁴¹

De certo modo, a visão institucionalista acerca do interesse da sociedade é, em parte, bastante similar às orientações ditadas pela função social²⁴² da empresa, que reconfigura direitos como a propriedade privada e a livre iniciativa, tidos como absolutos no Estado Liberal, criando deveres para a promoção de valores sociais consagrados na Constituição da República.²⁴³ Em síntese, é o reconhecimento do princípio da socialidade, onde os interesses da coletividade se sobrepõem aos interesses particulares.²⁴⁴

Segundo Alfredo Lamy Filho, a macroempresa deve trazer benefícios para a sociedade. Como ela congrega o interesse de diversas pessoas (credores,

²⁴⁰ BRASIL, **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as sociedades por ações. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6404consol.htm>. Acesso em: 13 nov. de 2018.

²⁴¹ BRASIL, **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as sociedades por ações. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2004-2006/2005/Lei/L11101.htm> Acesso em: 13 nov. de 2018

²⁴² O princípio da função social da empresa não está previsto de forma expressa na Constituição da República de 1988. Para parte da doutrina, o seu reconhecimento decorre da função social da propriedade e do valor social da livre iniciativa, que são imposições do Estado de bem-estar social (SANTIAGO, Mariana Ribeiro; CAMPELLO, Livia Gaigher Bósio. Função Social e Solidária da Empresa na Dinâmica da Sociedade de Consumo. **REVISTA SCIENTIA IURIS**, Londrina, v.20, n.1, p.119-143, abr. 2016 Disponível em: <<file:///C:/Users/c802494/Downloads/19877-114646-1-PB.pdf>> Acesso em: 16 nov. de 2018)

²⁴³ FRAZÃO, Ana; CARVALHO, Angelo Gamba Prata de. Responsabilidade Social Empresarial. *In*: FRAZÃO, Ana (Org.). **Constituição, Empresa e Mercado**. Brasília: FD/UnB, 2017, Disponível em: <https://www.academia.edu/30978584/Responsabilidade_social_empresarial._In_FRAZ%C3%83O_Ana_Org._Constitui%C3%A7%C3%A3o_Empresa_e_Mercado._Bras%C3%ADlia_FD_UnB_2017> Acesso em: 16 nov. de 2018

²⁴⁴ AMARAL NETO, Francisco dos Santos. **Direito Civil: introdução**. 5 ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2003, p. 367

consumidores, empregados etc), tornando-se um centro de poder gigantesco, a sociedade pode exigir dela alguma responsabilidade social.²⁴⁵

Na mesma linha de pensamento, Arnold Wald afirma que está ultrapassada a visão de que deve prevalecer apenas a vontade dos sócios. O Código Civil instituiu uma democracia empresarial que clama por um equilíbrio das diversas forças que interagem para buscar a realização dos objetivos empresariais. Destarte, a busca pelo lucro deve ser temperada com os interesses dos demais atores que participam dela de alguma forma.²⁴⁶

Atualmente, a teorias contratualista e institucionalista, influenciadas por premissas econômicas, se manifestam sob a roupagem dos modelos *shareholder-value*, preocupado em estabelecer práticas de governança que assegurem a maximização dos lucros aos acionistas, e o *stakeholder-value*, que tenta incluir no regime de governança todos aqueles que se relacionam com a empresa, tais como credores, empregados e o poder público.²⁴⁷

O modelo *shareholder-value* é fruto da concepção finalística de maximização dos lucros que surgiu nos Estados Unidos na década de 80 e, que, basicamente, prega que os administradores devem empreender os seus melhores esforços para aumentar a riqueza dos seus acionistas²⁴⁸.

Na década de 70, Milton Friedman, grande expoente da Escola de Chicago, já havia publicado um texto intitulado *The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits* em que ele crítica a ideia de responsabilidade social da empresa. Segundo Milton Friedman, a única responsabilidade social de uma companhia é aumentar os lucros dos seus acionistas.²⁴⁹

Em que pese tal manifestação, Alexandre Di Miceli da Silveira explica que o conceito do “valor para o acionista” é atribuído ao presidente da GE, Jack Welch, que no seu discurso de posse em agosto de 1981, afirmou que a companhia teria

²⁴⁵ LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. A lei das S.A. Rio de Janeiro: Renovar, 1992, p. 155

²⁴⁶ WALD, Arnold. A Recente Evolução da Empresa e o Direito. **Revista Magister de Direito Empresarial**, Concorrencial e do Consumidor. Porto Alegre, RS, ano 4, nº 24, p. 83-93, dez./jan. 2009

²⁴⁷ FRAZÃO, Ana. **Função Social da Empresa**. In: COELHO, Fábio Ulhoa; ALMEIDA, Marcus Elidius Michelli de. (Coord) Enciclopédia Jurídica da PUCSP. Direito Comercial. Tomo 4. São Paulo, 2018, p. 10 Disponível em: <<https://enciclopediajuridica.pucsp.br/verbete/222/edicao-1/funcao-social-da-empresa>> Acesso em: 12 nov. de 2018

²⁴⁸ VEIGA, Fábio da Silva. O interesse social: dos interesses dos shareholders aos interesses dos stakeholders. **Revista Âmbito Jurídico**, Nº 102 - Ano XV – jul./2012, Disponível em: <https://eprints.ucm.es/17901/1/Interesso_Social_stakeholders_shareholders_ambitojuridico.pdf> Acesso em: 16 nov. de 2018

²⁴⁹ SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. **Governança Corporativa. No Brasil e no Mundo**. 2. ed., Rio de Janeiro: Elsevier, 2015, p. 33

como objetivo gerar o máximo de lucro para os seus acionistas.²⁵⁰

Na visão de Henry Hansmann e Reinier Kraakman, o modelo do *shareholder value* é o modelo economicamente mais eficiente, o que vem sendo reconhecido por outras nações. É graças a esse modelo que os mercados acionários dos Estados Unidos e da Inglaterra tornaram-se tão desenvolvidos.²⁵¹

Além disso, ponderam os autores que a primazia dos interesses dos acionistas não implica na desvalorização dos interesses das demais partes que possuam algum vínculo com a sociedade. Isto apenas indica que existem outros instrumentos jurídicos mais eficazes para proteger tais interesses, como as leis trabalhistas, os códigos de defesas dos consumidores, os contratos, ao invés de incluir essas partes interessadas no governo das empresas.²⁵²

Já o modelo *stakeholder value* começou a ganhar força no final da década 70, a partir de um trabalho desenvolvido por Edward Freeman, que se constituiu em um programa de educação executiva para a compreensão do ambiente externo das companhias. Segundo a literatura, o termo *stakeholder* foi empregado pela primeira vez em um memorando interno do Stanford Research Institute – SRI, em 1963, e serve para designar todos as pessoas e grupos que, de certa forma, garantem a existência da empresa.²⁵³

Na visão de Edward Freeman os gerentes deveriam enxergar os *stakeholders* de uma forma estratégica e considerar os seus interesses.²⁵⁴ Segundo o autor, a empresa tornaria-se mais eficaz caso compreendesse e administrasse de forma equilibrada os interesses dos *stakeholders*, já que as ações destes geram efeitos potenciais na empresa.²⁵⁵

Ao contrário de Henry Hansmann e Reinier Kraakman, que acreditam no

²⁵⁰ SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. **Governança Corporativa. No Brasil e no Mundo**. 2. ed., Rio de Janeiro: Elsevier, 2015, p. 35

²⁵¹ HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. **The end of history for corporate law**. Discussion Paper No. 280, Harvard Law School, Cambridge, p. 1-34, mar./2000, Disponível em: http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/papers/pdf/280.pdf> Acesso em: 16 nov. de 2018

²⁵² HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. **The end of history for corporate law**. Discussion Paper No. 280, Harvard Law School, Cambridge, p. 1-34, mar./2000, Disponível em: http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/papers/pdf/280.pdf> Acesso em: 16 nov. de 2018

²⁵³ BOAVENTURA, João Maurício Gama. et. al. **Teoria dos Stakeholders e Teoria da Firma: um Estudo sobre a Hierarquização das Funções-Objetivo em Empresas Brasileiras**. XXXII Encontro da ANPAD, Rio de Janeiro, RJ, 06 a 10 de setembro de 2008. Disponível em: <http://www.anpad.org.br/admin/pdf/FIN-B1387.pdf>> Acesso em: 16 nov. de 2018

²⁵⁴ CRUZ, José Elenilson. A Teoria dos Stakeholders na perspectiva jurídica da Teoria da Agência: um ensaio teórico. **Revista FOCO**, V.11, nº2, p.207-223, mar./jun. 2018 Disponível em: <file:///C:/Users/c802494/Downloads/566-2292-1-PB.pdf>> Acesso em: 16 nov. de 2018

²⁵⁵ CRUZ, José Elenilson. A Teoria dos Stakeholders na perspectiva jurídica da Teoria da Agência: um ensaio teórico. **Revista FOCO**, V.11, nº2, p.207-223, mar./jun. 2018 Disponível em: <file:///C:/Users/c802494/Downloads/566-2292-1-PB.pdf>> Acesso em: 16 nov. de 2018

triunfo do modelo de governança orientado para gerar valor para os acionistas, Ejan Mackaay e Stéphane Rousseau reiteram que o critério da maximização dos lucros pode ter efeitos prejudiciais para outros interessados, como a expropriação de riquezas dos credores e a exploração da mão de obra dos trabalhadores.²⁵⁶

Além disso, replicam estes autores que um estudo empírico do direito societário norte-americano demonstrou que, na realidade, o modelo de governança adotado é dos *stakeholders*. Acrescentam ainda que, na Europa, desenvolve-se corrente de pensamento similar que também tenta comprovar a superioridade do modelo *stakeholder*.²⁵⁷

Ao tratar especificamente da qualidade de controlador das sociedades de economia mista, as Diretrizes da OCDE sobre a governança corporativa em empresas estatais informam que o Estado tem o dever de assegurar que a governança das suas empresas seja desempenhada de maneira transparente e responsável,²⁵⁸ o que confirma a tendência de se conferir maior atenção aos direitos dos *stakeholders*.

3.3 TEORIAS DA GOVERNANÇA CORPORATIVA

Neste tópico serão apresentadas as cinco principais teorias que procuram explicar o melhor governo para as sociedades anônimas, iniciando-se pela teoria da representação ou da agência (*agency theory*), que é a mais difundida nos estudos relacionados à governança corporativa. Ressalva-se, contudo, que a maior parte das teorias não são excludentes, ou seja, na busca por um modelo adequado de governo de uma organização, nada impede que os instrumentais de cada teoria sejam utilizados de forma conjunta.

3.3.1 Teoria Da Representação Ou Da Agência (*Agency Theory*)

Conforme já adiantado anteriormente, a teoria da agência foi desenvolvida por Jensen e Meckling, e “visa explicar como ocorrem os problemas de desalinhamento de interesses nas empresas e os mecanismos que podem ser

²⁵⁶ MACKAAY, Ejan; ROUSSEAU, Stéphane. **Análise Econômica do Direito**. Tradução: Rachel Sztajn. 2. ed., São Paulo: Atlas, 2015, p. 561

²⁵⁷ MACKAAY, Ejan; ROUSSEAU, Stéphane. **Análise Econômica do Direito**. Tradução: Rachel Sztajn. 2. ed., São Paulo: Atlas, 2015, p. 561

²⁵⁸ ORGANIZAÇÃO PARA A COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO. **Diretrizes da OCDE sobre governança corporativa para empresas de controle estatal**. OCDE, 2015. Disponível em: <<https://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceofstate-ownedenterprises/42524177.pdf>> Acesso em: 16 nov. de 2018.

empregados para mitigar os seus custos”²⁵⁹.

Basicamente, Jensen e Meckling definem a relação de agência como um contrato, em que de um lado uma pessoa (o principal) contrata outra (agente), para executar em seu nome, um serviço que implique a delegação de poderes. Ocorre que, como as pessoas são maximizadoras da sua função-utilidade, nem sempre o agente (administrador) agirá de acordo com os interesses do principal (acionista).²⁶⁰

Diante deste cenário, o principal precisa lançar mão de mecanismos para monitorar a atuação do agente, visando manter um alinhamento de interesses. Esses mecanismos são incentivos para o agente atuar em favor do principal, cuja implementação acarreta custos. O principal também pode exigir eventuais garantias contratuais do agente, que também são monetizadas. E, na verdade, é quase impossível para o principal manter o contrato de agência a um custo zero, frisando-se, também, que sempre haverá algum nível de divergência entre as decisões do agente e aquelas que maximizariam o bem-estar do principal.²⁶¹

Assim, os (i) custos de monitoramento por parte do principal, somados aos (ii) custos de eventuais garantias que sejam exigidas do agente, e mais o custo residual da redução do bem-estar do principal devido a divergência de interesses com o agente compõe o que, Jensen e Meckling, chamam de custos de agência.²⁶²

Deve-se destacar também que, mesmo quando os interesses do principal e do agente são convergentes, ainda assim poder-se-ia verificar um problema de agência quando os incentivos aplicados ao agente são inadequados para estimulá-lo a atuar com a maior eficiência possível.

Nas grandes companhias, com negócios cada vez mais complexos e amplos, há uma necessidade de descentralização da gestão, que sai das mãos dos proprietários e passa para os cuidados dos gestores. Além disso, o acesso ao mercado de capitais em busca de financiamento acaba gerando também a dispersão

²⁵⁹ SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. **Governança Corporativa. No Brasil e no Mundo**. 2. ed., Rio de Janeiro: Elsevier, 2015, p. 69

²⁶⁰ JENSEN, Michael Cole; MECKLING, William Henry. Teoria da firma: comportamento dos administradores, custos de agência e estrutura de propriedade. **Revista de Administração de Empresas – Clássicos**. V. 48, nº 2, abr./jun. 2008, p. 87-125 Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/rae/v48n2/v48n2a13.pdf>> acesso em: 03 nov. de 2018

²⁶¹ JENSEN, Michael Cole; MECKLING, William Henry. Teoria da firma: comportamento dos administradores, custos de agência e estrutura de propriedade. **Revista de Administração de Empresas – Clássicos**. V. 48, nº 2, abr./jun. 2008, p. 87-125 Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/rae/v48n2/v48n2a13.pdf>>. Acesso em: 03 nov. de 2018

²⁶² JENSEN, Michael Cole; MECKLING, William Henry. Teoria da firma: comportamento dos administradores, custos de agência e estrutura de propriedade. **Revista de Administração de Empresas – Clássicos**. V. 48, nº 2, abr./jun. 2008, p. 87-125 Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/rae/v48n2/v48n2a13.pdf>>. Acesso em: 03 nov. de 2018

acionária, o que faz com que essa separação entre o grupo de controle e a administração da companhia torne-se ainda mais necessária, como forma de atrair e proteger os investidores. Esta separação entre propriedade e gestão dará origem às relações de agência²⁶³

3.3.2 Teoria Da Dependência Dos Recursos (*Resource Dependecy Theory*)

A teoria da dependência dos recursos foi elaborada pelos norte-americanos Jeffrey Pfeffer e Gerald Salancik, e trata as organizações como sistema abertos que devem sua sobrevivência a um relacionamento adequado e interativo com o ambiente em que atuam.²⁶⁴

Os autores partem da premissa básica que as decisões são tomadas dentro do contexto político interno das organizações, levando-se em consideração o ambiente que as cerca. Portanto, as estratégias das organizações são sensíveis aos efeitos do ambiente, mas elas também procuram buscar recursos para obter uma performance satisfatória e, inclusive, para manipular o ambiente em seu próprio benefício.²⁶⁵

Nesse sentido, a teoria da dependência dos recursos estuda como a organização pode obter recursos externos (humanos, logísticos, financeiros etc) junto a credores, fornecedores etc, com o intuito de aumentar a sua chance de sobrevivência. O acesso a esses recursos se dá através da formação de parcerias, associações, *joint ventures*, fusões etc.²⁶⁶

Alexandre Di Miceli da Silveira explica que, no âmbito da governança corporativa, o foco da teoria da dependência dos recursos está direcionado para os conselheiros de administração, principalmente os externos. Diz o autor que os conselheiros são fontes de informações vitais para uma companhia e, também, quando são habilidosos, podem facilitar o seu acesso a stakeholders-chave, como

²⁶³ MACKAAY, Ejan; ROUSSEAU, Stéphane. **Análise Econômica do Direito**. Tradução: Rachel Sztajn. 2. ed., São Paulo: Atlas, 2015, p. 175.

²⁶⁴ ROSSETO, Carlos Ricardo; ROSSETO, Adriana Marques. Teoria Institucional e Dependência de Recursos na Adaptação Organizacional: uma visão complementar. **RAE-eletrônica**, v. 4, n. 1, Art. 7, jan./jul. 2005. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/raeel/v4n1/v4n1a10>> Acesso em: 25 nov. de 2018

²⁶⁵ THOMAZINE, Jaqueline da Silva; BISPO, Fabiana Carvalho da Silva. Dependência de Recursos e Custos de Transação: uma análise sobre os motivos da terceirização. **XI Simpósio de Excelência em Gestão e Tecnologia - SEGET**, 22 a 24 de out. de 2014, Resende, RJ. Disponível em: <<https://www.aedb.br/seget/arquivos/artigos14/35920425.pdf>> Acesso em: 25 nov. de 2018

²⁶⁶ SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. **Governança Corporativa. No Brasil e no Mundo**. 2. ed., Rio de Janeiro: Elsevier, 2015, p. 80

governo, credores, fornecedores e/ou instituições financeiras.²⁶⁷

Por conta dos seus vínculos externos, os conselheiros podem atuar como um instrumento de obtenção de recursos essenciais para a companhia. Nesse sentido, um conselho administração composto por membros com bastante experiência e formação multidisciplinar pode melhorar o desempenho da companhia. Além disso, eles podem melhorar a reputação da companhia perante os investidores externos.²⁶⁸

3.3.3 Teoria Do Equilíbrio Dos Interesses Dos *Stakeholders*

A teoria dos *stakeholders*, que já foi introduzida no tópico que abordou a orientação institucionalista do interesse social, sustenta que os gerentes devem equilibrar os interesses dos *stakeholders* com os interesses dos acionistas. Na visão do seu idealizador, Edward Freeman, os *stakeholders* devem ser vistos de forma estratégica pelos gestores, pois a atenção aos interesses dos funcionários, consumidores, comunidade etc., pode melhorar o desempenho das companhias.

Obviamente que a importância de cada *stakeholder* é aferida pelo grau de contribuição dado à companhia. Entretanto, para os defensores da teoria dos *stakeholders*, os empregados, por exemplo, realizam um investimento não monetário de difícil recuperação. Assim, o investimento total realizado pelo empregado não poderá ser plenamente remunerado pelo salário. É por essa razão que os seguidores de tal teoria argumentam que os interesses dos empregados devem ser considerados nas decisões-chave da organização.²⁶⁹

Em suma, a teoria dos *stakeholders* alinha-se com uma abordagem de responsabilidade social da companhia. E pode-se dizer que é uma teoria concorrente com a teoria da agência, que está voltada para a maximização do bem-estar dos acionistas.

Alexandre Di Miceli da Silveira argumenta que, apesar da sua abordagem social, a teoria dos *stakeholders* não está imune a críticas. Para os seus opositores, os preceitos da teoria são de difícil operacionalização, já que ela não leva em consideração que os interesses dos *stakeholders* podem ser conflitantes, sendo necessário identificar e avaliar os *trade-offs* (pontos de trocas) para tomar a decisão

²⁶⁷ SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. **Governança Corporativa. No Brasil e no Mundo**. 2. ed., Rio de Janeiro: Elsevier, 2015, p. 81

²⁶⁸ SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. **Governança Corporativa. No Brasil e no Mundo**. 2. ed., Rio de Janeiro: Elsevier, 2015, p. 81

²⁶⁹ SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. **Governança Corporativa. No Brasil e no Mundo**. 2. ed., Rio de Janeiro: Elsevier, 2015, p. 77

correta. Tal situação concede aos administradores um amplo poder discricionário, permitindo assim que eles possam se utilizar da teoria para a realização de interesses pessoais.²⁷⁰

3.3.4 Teoria Da Firma

A empresa, que na linguagem econômica, por influência dos países anglo-saxões, é chamada de firma (*firm*), sempre foi uma categoria de contornos imprecisos e que há anos provoca juristas e economistas.²⁷¹ Vale lembrar, nesse sentido, que o Código Civil brasileiro só trabalha com o conceito de empresário, que segundo o artigo 966, é aquele que “exerce profissionalmente atividade econômica organizada para a produção ou circulação de bens ou de serviços”.²⁷² Mas não traz qualquer definição de empresa.

O que se chama hoje de teoria da firma recebeu a contribuição de diversos economistas, o que torna ela um conjunto de teorias que procura explicar a existência da empresa. Nos livros sobre governança corporativa, cada autor apresenta a vertente que entende mais adequada para conceituar a empresa, registrando-se, contudo, que há uma maior inclinação para a abordagem que trata a empresa como uma rede de contratos, mas que se diga, está interligada com as demais teorias que serão descritas na sequência.

Teoria dos custos de transação. A discussão sobre a teoria da firma inicia-se com a economia neoclássica, abordagem esta que vê a empresa como um sistema que reúne os fatores de produção. Nela, um gerente, com capacidade organizacional, pelos critérios de oferta e demanda, produz e vende bens e serviços, e procura escolher a melhor alternativa para maximizar o bem-estar dos proprietários.^{273 274}

Em que pesem os laços históricos com o pensamento econômico

²⁷⁰ SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. **Governança Corporativa. No Brasil e no Mundo**. 2. ed., Rio de Janeiro: Elsevier, 2015, p. 78

²⁷¹ MACKAAY, Ejan; ROUSSEAU, Stéphane. **Análise Econômica do Direito**. Tradução: Rachel Sztajn. 2. ed., São Paulo: Atlas, 2015, p. 516.

²⁷² BRASIL, **Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002**. Institui o Código Civil. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/L10406compilada.htm>. Acesso em: 27 nov. de 2018

²⁷³ HART, Oliver. An Economist's Perspective on the Theory of the Firm. **Columbia Law Review**, Vol. 89, No. 7, Contractual Freedom in Corporate Law (Nov., 1989), pp. 1757-1774. Disponível em: <<http://www.jstor.org/stable/1122818>> Acesso em: 26 nov. de 2018

²⁷⁴ Todas as bases da teoria da maximização da riqueza dos acionistas estão assentadas na teoria da firma. E toda a teoria microeconômica está construída neste paradigma BOAVENTURA, João Maurício Gama; *et. al.* Teoria dos Stakeholders e Teoria da Firma: um estudo sobre a hierarquização das funções-objetivo em empresas brasileiras. **Revista Brasileira de Gestão de Negócios**, São Paulo, v. 11, nº 32, p. 289-307, jul./set. 2009. Disponível em: <<https://rbgn.fecap.br/RBGN/article/viewFile/378/512>> Acesso em: 25 nov. de 2018

neoclássico, a teoria da firma foi de fato estruturada a partir do trabalho de Ronald Coase (*The nature of firm*)²⁷⁵, onde ele tenta justificar a existência das firmas. Para a corrente neoclássica, os preços têm papel fundamental no efeito alocador dos recursos. Porém, segundo Ronald Coase, se o mecanismo de preços fosse de fato o único responsável por organizar o fluxo de bens e serviços, os sistemas de produção não deveriam estar nas firmas, mas sim nos mercados.²⁷⁶

Para ilustrar essa questão, Ejan Mackaay e Stéphane Rousseau abordam o exemplo da fabricante de computadores Monorail Corporation. Narram estes autores que essa empresa não possui fábrica, entrepostos e opera a partir de escritórios alugados em um prédio comercial de Atlanta. Quando um cliente deseja adquirir um computador da Monorail, uma ordem de serviço é emitida para um trabalhador autônomo, responsável pela montagem do equipamento, que será devidamente entregue pela Federal Express após o pagamento do preço.²⁷⁷

Diante deste exemplo, Ejan Mackaay e Stéphane Rousseau questionam porque todos os empresários não se valem dos arranjos do mercado para organizar a sua produção.²⁷⁸

A escola econômica neoclássica não consegue esclarecer esta pergunta que, basicamente, trata da natureza e o papel das empresas.²⁷⁹ Não havia interesse em responder porque as firmas existem, o que determina a quantidade e o porte das firmas ou como será a produção das firmas.²⁸⁰

Para dar uma resposta a esses questionamentos, Ronald Coase afirma que as firmas surgem em decorrência dos custos de transação, que representam todos os custos para contratar todo tipo de serviço no mercado.²⁸¹

De acordo com Ronald Coase, para realizar uma transação no mercado, o agente precisa verificar com quem pretende negociar, redigir os termos da proposta e do contrato, conduzir a negociação e, por fim, realizar um monitoramento para garantir

²⁷⁵ COASE, Ronald. H., *The Nature of the Firm*. **Economica** (new series), Vol. 4, Issue 16, 1937, p. 386-405.

²⁷⁶ FEIJÓ, Carmen Aparecida; VALENTE, Elvio. A Firma na teoria econômica e como unidade de investigação estatística. *Evolução nas conceituações*. **Revista de Economia Contemporânea**, Rio de Janeiro, nº 8 (2), p. 351-376, jul./dez. 2004. Disponível em: <http://www.ie.ufrj.br/images/pesquisa/publicacoes/rec/REC%208/REC_8.2_05_A_firma_na_teorica_economica_e_como_unidade_de_investigacao_estadistica.pdf> Acesso em: 26 nov. de 2018

²⁷⁷ MACKAAY, Ejan; ROUSSEAU, Stéphane. **Análise Econômica do Direito**. Tradução: Rachel Sztajn. 2. ed., São Paulo: Atlas, 2015, p. 518.

²⁷⁸ MACKAAY, Ejan; ROUSSEAU, Stéphane. **Análise Econômica do Direito**. Tradução: Rachel Sztajn. 2. ed., São Paulo: Atlas, 2015, p. 518.

²⁷⁹ CAVALLI, Cavalli. **Empresa, Direito e Economia**. Rio de Janeiro: Forense, 2013, p. 162

²⁸⁰ COASE, Ronald. H., **A Firma, o Mercado e o Direito**. 2ª ed., Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 6

²⁸¹ SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. **Governança Corporativa. No Brasil e no Mundo**. 2. ed., Rio de Janeiro: Elsevier, 2015, p. 82

que o contrato será devidamente cumprido.²⁸² Todos esses atos acarretam custos que compõe o conceito de custos de transação.

Dessa forma, sustenta o economista britânico que, se os custos para realizar determinada atividade no mercado são maiores que internizá-la, torna-se compensatório para a empresa incorporar essa atividade. Lado outro, caso os custos dos arranjos do mercado sejam menores que os custos de transação para monitorar a atividade dentro da empresa, então faz sentido que tais atividades sejam realizadas pelo mercado.²⁸³ Neste contexto, a empresa é uma alternativa para organizar a produção fora do mercado quando os custos forem vantajosos.

Apesar de hoje parecer algo óbvio e simplista, a contribuição de Ronald Coase foi apontar que, ao contrário do que se pensava, as trocas no mercado são complexas e carregadas de custos de transação que devem ser sopesados pelo empresário.²⁸⁴

A teoria dos custos de transação veio a ser enriquecida com os trabalhos do economista Oliver Williamson. Para este autor, a escolha da organização da produção será realmente determinada pelos custos de transação, de maneira que não se pode afirmar de antemão quais dos arranjos, se do mercado ou da empresa, são mais eficientes.²⁸⁵ Sem o conceito de custos de transação é praticamente impossível compreender a maior parte dos problemas econômicos.²⁸⁶

Doravante, a empresa, que era vista apenas como função de produção, também passa a ser vista como um arranjo de coordenação da atividade econômica e, que, vez por outra, poderá ser mais eficiente que o mercado²⁸⁷. Portanto, ao invés de utilizar o sistema de preços do mercado, pautado por transações externas, o agente econômico internaliza a produção e se vale da firma como um arranjo de hierarquia, ou seja, que exerce uma relação de autoridade na cadeia produtiva interna.

Oliver Williamson reconhece que a atividade econômica de produção de bens e serviços depende de uma complexa interação de agentes, circunstância esta que leva o economista a trabalhar, no âmbito da teoria dos custos de transação, com

²⁸² COASE, Ronald. H., **A Firma, o Mercado e o Direito**. 2ª ed., Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 7

²⁸³ SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. **Governança Corporativa. No Brasil e no Mundo**. 2. ed., Rio de Janeiro: Elsevier, 2015, p. 82

²⁸⁴ MACKAAY, Ejan; ROUSSEAU, Stéphane. **Análise Econômica do Direito**. Tradução: Rachel Sztajn. 2. ed., São Paulo: Atlas, 2015, p. 518.

²⁸⁵ WILLIAMSON, Oliver Eaton. Markets and hierarchies: some elementary considerations. **The American Economic Review**, Nashville, v. 62, p. 316-325, 1973. Disponível em: <<https://pdfs.semanticscholar.org/51e0/624399096cb1bbf76f358f1fc790b274d4cd.pdf>> Acesso em: 08 de dez. 2018

²⁸⁶ COASE, Ronald. H., **A Firma, o Mercado e o Direito**. 2. ed., Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 7

²⁸⁷ CAVALI, Cassio. **Empresa, Direito e Economia**. Rio de Janeiro: Forense, 2013.

pressupostos de origem comportamental e com os atributos de transação.

Os comportamentais são representados pela racionalidade limitada e o oportunismo.²⁸⁸ Apesar de o agente desejar maximizar os seus benefícios, os limites da razão impedem a satisfação do seu desejo. O oportunismo, por sua vez, é uma característica que busca o auto interesse de forma antiética, não cooperativa.²⁸⁹

Já os atributos de transação são a frequência, a incerteza e a especificidade dos ativos. A frequência corresponde à maior recorrência de transações, o que, naturalmente, conduz a uma maior exposição a riscos.²⁹⁰ A especificidade do ativo diz respeito ao grau de especialidade de um ativo, ou seja, que não pode ser reempregado com facilidade e que podem afetar significativamente a capacidade produtiva (ex: uma planta fabril altamente especializada; profissionais especialistas). Neste caso, a produção em uma estrutura concentrada como a firma é uma alternativa mais adequada do que ficar na dependência do mercado.²⁹¹ Por sua vez, a incerteza está relacionada com a impossibilidade de prever o futuro, o que pode acarretar o descumprimento de obrigações e, naturalmente, aumentar os riscos das transações.²⁹²

Como esse complexo relacionamento entre agentes econômicos pode se alongar no tempo, os contratos tornam-se as peças-chave para regular as interações dos agentes e também para garantir o cumprimento das obrigações futuras.²⁹³ Os contratos de longo prazo podem evitar os custos de transação (busca de informação, elaboração das cláusulas etc) dos contratos de execução instantânea do mercado (contratos *spot*).²⁹⁴

²⁸⁸ WILLIAMSON, Oliver Eaton. Markets and hierarchies: some elementary considerations. **The American Economic Review**, Nashville, v. 62, p. 316-325, 1973. Disponível em: <<https://pdfs.semanticscholar.org/51e0/624399096cb1bbf76f358f1fc790b274d4cd.pdf>> Acesso em: 08 de dez. 2018

²⁸⁹ ZYLBERSZTAJN, Décio. **Estruturas de Governança e Coordenação do Agribusiness: Uma aplicação da nova economia das instituições**. 1995. 241 f. Tese (Livre Docência). Programa de Pós-graduação em Administração da Universidade de São Paulo, 1995.

²⁹⁰ SARTO; Victor Hugo Rocha. ALMEIDA, Luciana Togeiro de. A Teoria de Custos de Transação: Uma análise a partir das críticas evolucionistas. **Revista Iniciativa Econômica**, v. 2, nº 1, 2015, Disponível em: <<https://periodicos.fclar.unesp.br/iniciativa/article/view/7301>> Acesso em: 09 de dez. 2018

²⁹¹ ZANELLA, Cleunice. Conhecendo o campo da economia dos custos de transação: uma análise epistemológica a partir dos trabalhos de Oliver Williamson. **Revista de Ciências da Administração**, v. 17, nº 42, p. 64-77, Ago./2015. Disponível em: <<https://periodicos.ufsc.br/index.php/adm/article/view/2175-8077.2015v17n42p64>> Acesso em: 27 nov. de 2018

²⁹²ZANELLA, Cleunice. Conhecendo o campo da economia dos custos de transação: uma análise epistemológica a partir dos trabalhos de Oliver Williamson. **Revista de Ciências da Administração**, v. 17, nº 42, p. 64-77, Ago./2015. Disponível em: <<https://periodicos.ufsc.br/index.php/adm/article/view/2175-8077.2015v17n42p64>> Acesso em: 27 nov. de 2018

²⁹³ SARTO; Victor Hugo Rocha. ALMEIDA, Luciana Togeiro de. A Teoria de Custos de Transação: Uma análise a partir das críticas evolucionistas. **Revista Iniciativa Econômica**, v. 2, nº 1, 2015, Disponível em: <<https://periodicos.fclar.unesp.br/iniciativa/article/view/7301>> Acesso em: 09 de dez. 2018

²⁹⁴CAVALI, Cassio. **Empresa, Direito e Economia**. Rio de Janeiro: Forense, 2013, p. 175

Porém, como os contratos estão envolvidos com “promessas de conduta” que, por sua vez, dependem de condições econômicas futuras e do comportamento dos agentes, eles também são incompletos e carregados de riscos.²⁹⁵

Por conseguinte, a tentativa de coordenar a produção econômica, seja via mercado seja via firma, é impactada por elevados custos de transação. Tais custos podem ser *ex-ante*, durante a negociação do contrato (cálculos, avaliação do objeto, redação etc), ou *ex-post*, na fase de execução do contrato (ajustamento de omissões, correção de erros, monitoramento etc).²⁹⁶

Em tese, não há uma estrutura de governança superior às outras. Ora mostra-se mais eficiente realizar transações no mercado; ora os contratos de longo prazo mais abrangentes, com mecanismos de monitoramento são mais funcionais; ora a integração vertical, mediante a autoridade da firma, é a estrutura de governança ideal.²⁹⁷ A economia dos custos de transação permite que o agente econômico compare os pontos fortes e fracos de cada estrutura de governança e decida pela mais eficiente.

Teoria da Coalização. A economia dos custos de transação desenvolvida para explicar a natureza da firma foi reexaminada por outros autores e ganhou novos contornos. Na década de 70, Armen Alchian e Harold Demsetz²⁹⁸ fizeram algumas críticas ao trabalho de Ronald Coase e deram origem à teoria da coalizão.

Para esses autores, Ronald Coase não conseguiu explicar em que situações a opção pela empresa são mais vantajosas que a organização via mercado. Dizem eles que, a atividade de produção implica na coalizão de diversos fatores de produção, que vai muito além de uma agregação de insumos de diferentes fornecedores.²⁹⁹

Na visão de Armen Alchian e Harold Demsetz, o resultado da coalização de fatores de produção depende de um trabalho cooperativo dos fornecedores. Como

²⁹⁵ SARTO; Victor Hugo Rocha. ALMEIDA, Luciana Togeiro de. A Teoria de Custos de Transação: Uma análise a partir das críticas evolucionistas. **Revista Iniciativa Econômica**, v. 2, nº 1, 2015, Disponível em: <<https://periodicos.fclar.unesp.br/iniciativa/article/view/7301>> Acesso em: 09 de dez. 2018

²⁹⁶ SARTO; Victor Hugo Rocha. ALMEIDA, Luciana Togeiro de. A Teoria de Custos de Transação: Uma análise a partir das críticas evolucionistas. **Revista Iniciativa Econômica**, v. 2, nº 1, 2015, Disponível em: <<https://periodicos.fclar.unesp.br/iniciativa/article/view/7301>> Acesso em: 09 de dez. 2018

²⁹⁷ AZEVEDO, Paulo Furquim de. Nova Economia Institucional: referencial geral e aplicações para a agricultura. **Revista de Agricultura**, São Paulo-SP, nº 47, p. 33-52, 2000. Disponível em: <http://www.gepai.dep.ufscar.br/pdfs/1085082759_ASP-REFERENCIAL.pdf> Acesso em: 09 de dez. 2018

²⁹⁸ ALCHIAN, Armen A; DEMSETZ, Harold. Production, Information Costs and Economic Organization. **The American Economic Review**, Vol. 62, nº 5, p. 777-795, dez./1972. Disponível em: <<https://goo.gl/mQCYdJ>> Acesso em: 28 nov. de 2018

²⁹⁹ MACKAAY, Ejan; ROUSSEAU, Stéphane. **Análise Econômica do Direito**. Tradução: Rachel Sztajn. 2. ed., São Paulo: Atlas, 2015, p. 522.

é bastante difícil monitorar a eficiência de todos os fornecedores, tal forma de produção pode gerar um efeito carona daqueles que não se esforçam tanto para atingir o objetivo comum. E dizem então os autores, que diante deste contexto, a empresa é um modo de organização da coalização que supera o mercado, pois consegue monitorar melhor os oportunistas. O empresário tem melhores condições de coordenar o trabalho em equipe.³⁰⁰

Teoria da rede de contratos. Na sequência, Michael Jensen e William Meckling desenvolvem a teoria que procura explicar a empresa como uma rede de contratos, que se diga, é uma prolongação da teoria da coalizão. Os autores reconhecem a contratualidade como base da empresa, porém, além de organizar os fatores de produção, os contratos também têm a função de organização as relações com trabalhadores, clientes, investidores, fornecedores, etc. Assim, o funcionamento adequado da produção dependerá da estabilidade contratual. E a gama de contratos que conforma a empresa sempre é descrita na perspectiva da teoria da agência,³⁰¹ já detalhada acima.

Teoria dos direitos de propriedade. Por fim, Oliver Hart, nos anos 90, desenvolve a teoria dos direitos de propriedade. Assim como seus antecessores, o autor reconhece os reflexos dos custos de transação, bem como que as relações intrafirmas são regidas por contratos e, também, que a racionalidade limitada impede a redação de contratos completos.³⁰²

Entretanto, para Oliver Hart, as fronteiras da empresa estão nos direitos de propriedade. Ou seja, a empresa consegue reduzir custos de transação porque concentra a propriedade de ativos que servirão à sua produção. Esta concentração garante à empresa o poder de controlar o uso dos ativos e conter as atitudes oportunistas advindas de contratos incompletos.³⁰³

A partir da teoria da firma é possível compreender os impactos dos custos de transação, a função dos contratos na organização da produção, a importância dos ativos específicos, bem como entender os aspectos comportamentais das relações principal-agente, fatores esses que deverão ser levados em conta no momento da estruturação do modelo de governança da empresa.

³⁰⁰ MACKAAY, Ejan; ROUSSEAU, Stéphane. **Análise Econômica do Direito**. Tradução: Rachel Sztajn. 2. ed., São Paulo: Atlas, 2015, p. 524.

³⁰¹ CAVALI, Cassio. **O Direito e a Economia da Empresa**. In: TIMM, Luciano Beneti (Org.). **Direito e Economia no Brasil**, 2ª ed., São Paulo: Atlas, 2014, p. 427

³⁰² MACKAAY, Ejan; ROUSSEAU, Stéphane. **Análise Econômica do Direito**. Tradução: Rachel Sztajn. 2. ed., São Paulo: Atlas, 2015, p. 527.

³⁰³ MACKAAY, Ejan; ROUSSEAU, Stéphane. **Análise Econômica do Direito**. Tradução: Rachel Sztajn. 2. ed., São Paulo: Atlas, 2015, p. 527.

E aqui revela-se oportuno fazer um breve esclarecimento. Apesar de parecerem temas desconectados, a relação da governança da atividade econômica com a governança corporativa é explicada a partir da ideia de coordenação de contratos. Esta é a grande contribuição da teoria da firma para a governança corporativa.

Luigi Zingales explica que a expressão “governança” é sinônimo de “autoridade, controle”, termos estes que não se identificam com o propósito do livre mercado.³⁰⁴ Mas como visto acima, o mercado nem sempre é o arranjo adequado para organizar o sistema produtivo, sendo necessário recorrer ao arranjo hierárquico da firma. Em um cenário em que fosse possível realizar transações a um custo zero, não haveria espaço para a governança.³⁰⁵

Assim, na visão do autor, a governança corporativa é um conjunto de restrições que balizam a negociação de contratos da firma. Para Luigi Zingales, estrutura de capital, incentivos gerenciais, aquisições, conselhos de administração nada mais são do que instituições que impactam na maximização dos lucros.³⁰⁶

3.3.5 Teoria *Stewardship*

Outra teoria, não menos importante, que informa as práticas de governança corporativa, é a teoria da mordomia ou *stewardship theory*, desenvolvida por James H. Davis e Lex Donaldson, e que, diferentemente das demais abordagens detalhadas acima, que possuem bases econômicas, ela deriva da sociologia e da psicologia.³⁰⁷ A *stewardship theory* não possui um significado tão claro, e na literatura brasileira ora é chamada de teoria da mordomia³⁰⁸ (tradução literal), ora é chamada de

³⁰⁴ ZINGALES, Luigi, Corporate Governance. **The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law**, 1998. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=46906>> ou <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.46906>> Acesso em: 09 de dez. 2018

³⁰⁵ ZINGALES, Luigi, Corporate Governance. **The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law**, 1998. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=46906>> ou <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.46906>> Acesso em: 09 de dez. 2018

³⁰⁶ ZINGALES, Luigi, Corporate Governance. **The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law**, 1998. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=46906>> ou <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.46906>> Acesso em: 09 de dez. 2018

³⁰⁷ DONALDSON, Lex; DAVIS, James H. Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns. **Australian Journal of Management**, 16, 1, June 1991. Disponível em: <<https://pdfs.semanticscholar.org/b226/d681d20fb646b147ecb3f452fb5de2269cb7.pdf>> Acesso em: 05 de dez. 2018

³⁰⁸ FAMÁ, Rubens; *et al.* Governança Corporativa em empresas familiares: um estudo bibliométrico e análise de redes sociais. **Revista Eletrônica de Administração**, ISSN: 1679-9127, v. 12, n.2, ed. 23, jul-dez 2013.

teoria da custódia³⁰⁹ (no sentido de curadoria).

Assim como a teoria da agência, a teoria *stewardship* também foca bastante no pressuposto comportamental do ser humano, porém, ao contrário da visão pessimista daquela, que sustenta que se não houver uma recompensa financeira os administradores buscarão maximizar a sua função-utilidade em detrimento dos interesses dos acionistas, a *stewardship theory* defende que mecanismos apropriados de motivação, não pecuniários, também podem incentivar os administradores a valorizar os interesses dos proprietários.³¹⁰

A teoria *stewardship* argumenta que as pessoas que ocupam determinados cargos em organizações empresariais não necessariamente buscarão de maneira egoísta satisfazer os seus interesses pessoais. Segundo os defensores de tal teoria, a identificação dos administradores com a cultura e os propósitos da companhia pode se revelar um incentivo mais adequado para conduzi-los a uma gestão alinhada com os interesses dos acionistas.³¹¹

Portanto, na perspectiva sociológica-psicológica da teoria *stewardship*, o ambiente impacta as organizações e os gestores poderão assumir um compromisso de resultado virtuoso para os acionistas, caso se identifiquem com os princípios sólidos da empresa onde atuam.

Esta abordagem leva em conta que o homem é orientado pelas de necessidades de auto eficiência, auto realização e reconhecimento dos pares e chefes³¹². Em suma, a teoria em destaque considera o indivíduo como um maximizador de benefícios coletivos, ao contrário do *homo-economicus* egoísta retratado pela teoria da agência.

Na seara da governança corporativa, a teoria *stewardship* se volta para os modelos estruturais dos conselhos de administração. Em contraposição ao modelo de agência, que defende a independência dos conselheiros como melhor estratégia para monitorar e controlar a gestão dos executivos, o modelo *stewardship* sustenta que a composição do colegiado com conselheiros-executivos (com alguns diretores

³⁰⁹ SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. **Governança Corporativa. No Brasil e no Mundo**. 2ª ed., Rio de Janeiro: Elsevier, 2015, p. 79

³¹⁰ DONALDSON, Lex; DAVIS, James H. Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns. **Australian Journal of Management**, 16, 1, June 1991. Disponível em: <<https://pdfs.semanticscholar.org/b226/d681d20fb646b147ecb3f452fb5de2269cb7.pdf>>. Acesso em: 05 de dez. 2018

³¹¹ SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. **Governança Corporativa. No Brasil e no Mundo**. 2. ed., Rio de Janeiro: Elsevier, 2015, p. 79

³¹² FAMÁ, Rubens; *et al.* Governança Corporativa em empresas familiares: um estudo bibliométrico e análise de redes sociais. **Revista Eletrônica de Administração**, ISSN: 1679-9127, v. 12, n.2, ed. 23, jul-dez 2013. Disponível em: <<http://periodicos.unifacel.com.br/index.php/rea/article/view/526>>. Acesso em: 05 de dez. 2018

ocupando também cargos no conselho de administração) valoriza a função e dá mais autonomia aos gestores, e pode ser mais efetiva que o modelo de monitoramento e extensivo controle.³¹³

3.4 A EVOLUÇÃO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL

Antes de tratar especificamente da evolução da governança corporativa no cenário brasileiro, é preciso esclarecer que a nossa lei das sociedades anônimas, de 1976³¹⁴, já previa alguns mecanismos para regular o relacionamento entre os acionistas, e entre estes e os administradores. Portanto, ainda que tal legislação não contenha um capítulo próprio intitulado “práticas de governança corporativa”, até porque esta nomenclatura só surgiu na década de 90, alguns dos seus dispositivos nada mais são que mecanismos de governança.

A lei das sociedades anônimas trabalha com uma de divisão de poderes entre os órgãos da alta administração e é informada por algumas linhas de orientação como, por exemplo, a proteção do acionista minoritário; a responsabilização do acionista controlador; diversificação de instrumentos de fiscalização e definição dos interesses fundamentais que a companhia representa.³¹⁵

Nesse sentido, um exemplo de mecanismo de proteção dos acionistas, previsto na lei das sociedades anônimas, está disciplinado no artigo 115, que trata do abuso do direito de voto e do conflito de interesses:

Art. 115. O acionista deve exercer o direito a voto no interesse da companhia; considerar-se-á abusivo o voto exercido com o fim de causar dano à companhia ou a outros acionistas, ou de obter, para si ou para outrem, vantagem a que não faz jus e de que resulte, ou possa resultar, prejuízo para a companhia ou para outros acionistas.

§ 1º o acionista não poderá votar nas deliberações da assembleia-geral relativas ao laudo de avaliação de bens com que concorrer para a formação do capital social e à aprovação de suas contas como administrador, nem em quaisquer outras que puderem beneficiá-lo de modo particular, ou em que tiver interesse conflitante com o da

³¹³ DONALDSON, Lex; DAVIS, James H. Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns. **Australian Journal of Management**, 16, 1, June 1991. Disponível em: <<https://pdfs.semanticscholar.org/b226/d681d20fb646b147ecb3f452fb5de2269cb7.pdf>>. Acesso em: 05 de dez. 2018

³¹⁴ BRASIL, **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as sociedades por ações. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6404consol.htm>. Acesso em: 13 nov. de 2018.

³¹⁵ BORGES, Luiz Ferreira Xavier; SERRÃO, Carlos Fernando de Barros. Aspectos de governança corporativa moderna no Brasil. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v.12, n. 24, p. [111]-148, dez. 2005. Disponível em: <<http://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/9643>>. Acesso em: 20 nov. de 2018

companhia.

§ 2º Se todos os subscritores forem condôminos de bem com que concorreram para a formação do capital social, poderão aprovar o laudo, sem prejuízo da responsabilidade de que trata o § 6º do artigo 8º.

§ 3º o acionista responde pelos danos causados pelo exercício abusivo do direito de voto, ainda que seu voto não haja prevalecido.

§ 4º A deliberação tomada em decorrência do voto de acionista que tem interesse conflitante com o da companhia é anulável; o acionista responderá pelos danos causados e será obrigado a transferir para a companhia as vantagens que tiver auferido.^{316 317}

Como se pode verificar, o artigo 115 da lei das sociedades anônimas, ao estabelecer limites ao voto do acionista, está em última análise disciplinando o relacionamento societário e tolhendo abusos que possam expropriar os demais investidores, o que se equipara aos objetivos perseguidos por um sistema de governança corporativa.

Destarte, no presente tópico procura-se demonstrar como o movimento em torno da governança corporativa, enquanto arranjo institucional, evoluiu no cenário brasileiro.

O marco inicial deste movimento remete à década de 1990, quando o Brasil adotou uma estratégia de alinhamento com as mudanças globais e realizou as primeiras privatizações de grande porte, nos setores siderúrgico, ferroviário, petroquímico, mineral, energia, telecomunicações e aéreo.³¹⁸ Essas transformações estruturais produziram reflexos na gestão de diversas companhias, que se viram obrigadas a se adaptar à abertura econômica.

A presença de grupos estrangeiros e investidores institucionais no mercado de capitais, a dispersão do capital acionário e a consequente pulverização do controle societário exigiu um processo de melhoramento das estruturas de governança das empresas.³¹⁹

A inevitável separação entre controle e gestão nas empresas privatizadas

³¹⁶ BRASIL, **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as sociedades por ações. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6404consol.htm>. Acesso em: 13 nov. de 2018.

³¹⁷ Modesto Carvalhosa esclarece que o Decreto-Lei nº 2.627, de 1940, já regulava tal matéria de forma menos ampla, pois limitava-se a restringir o voto do acionista nas deliberações referentes à aprovação do laudo de avaliação dos bens que estavam sendo integralizados no capital social, e nas decisões que pudessem beneficia-lo de modo particular. (CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas, 2º Volume**: arts. 75 a 137: Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações da Lei nº 12.431, de 24 de junho de 2011. 6ª. ed., rev. e atual., São Paulo: Saraiva, 2014).

³¹⁸ ROSSETI, José Paschoal; ANDRADE, Adriana. **Governança Corporativa. Fundamentos, Desenvolvimento e Tendências**. 5. ed. ampl.e atual. São Paulo: Atlas, 2011, p. 26-27

³¹⁹ BORGES, Luiz Ferreira Xavier; SERRÃO, Carlos Fernando de Barros. Aspectos de governança corporativa moderna no Brasil. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v.12, n.24, p. [111]-148, dez. 2005. Disponível em: <<http://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/9643>> Acesso em: 20 nov. de 2018

reclamava novos mecanismos de delegação, incentivo e monitoramento sobre o desempenho dos administradores.³²⁰

Na sequência iniciaram-se os grandes processos de fusões e aquisições, e houve também um expressivo aumento da produtividade industrial.³²¹ Em decorrência do crescimento das empresas e a expansão dos negócios, surgiu a necessidade de crédito e as empresas começaram um processo de abertura do capital, o que provocou mudanças no mercado financeiro e de capitais, que se tornou mais ativo e competitivo.³²²

Como resultado da necessidade da adoção de melhores práticas de governança, surge então em 1999 o primeiro Código sobre governança corporativa, elaborado pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC,³²³ entidade pioneira e reconhecida como a principal referência em difusão das melhores práticas de governança corporativa.³²⁴

Nessa esteira, no início dos anos 2000, o Brasil assistiu algumas impactantes reformas, como a Lei 10.303, de 31 de outubro de 2001³²⁵, que alterou a Lei das Sociedades Anônimas, e a do Código Civil, em 2002.³²⁶

Na mesma época, por conta dos grandes escândalos corporativos que envolveram a World Com e a Enron, os Estados Unidos estavam aprovando a Lei Sarbanes-Oxley (*Sox act*), de 2002, que introduz diversas práticas de governança, lei essa que também se aplica às empresas estrangeiras que comercializam seus papéis no mercado norte-americano. A aprovação da *Sox act* reforçava a importância da regulação e das práticas de governança para a maximização da eficiência dos

³²⁰ BORGES, Luiz Ferreira Xavier; SERRÃO, Carlos Fernando de Barros. Aspectos de governança corporativa moderna no Brasil. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v.12, n.24, p. [111]-148, dez. 2005. Disponível em: <<http://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/9643>> Acesso em: 20 nov. de 2018

³²¹ ROSSETI, José Paschoal; ANDRADE, Adriana. **Governança Corporativa. Fundamentos, Desenvolvimento e Tendências**. 5. ed. ampl.e atual. São Paulo: Atlas, 2011, p. 26-27

³²² VIEIRA, Solange Paiva; MENDES, Andre Gustavo Salcedo Teixeira. Governança corporativa: uma análise de sua evolução e impactos no mercado de capitais brasileiro. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v.11, n.22, p. 103-122, dez. 2004. Disponível em: <<http://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/8177>> Acesso em: 20 nov. de 2018

³²³ SILVA, Edson Cordeiro da. **Governança Corporativa nas empresas: guia prático de orientação para acionistas, investidores, conselheiros de administração e fiscal, auditores, executivos, gestores, analistas de mercado e pesquisadores**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2016, p. 74.

³²⁴ IBGC, Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Histórico**. Disponível em: <<https://www.ibgc.org.br/ibgc/o-ibgc/historico>>. Acesso em: 21 nov. de 2018.

³²⁵ BRASIL, **Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001**. Altera e acrescenta dispositivos na Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/LEIS_2001/L10303.htm#art2>. Acesso em: 13 nov. de 2018.

³²⁶ SILVA, Edson Cordeiro da. **Governança Corporativa nas empresas: guia prático de orientação para acionistas, investidores, conselheiros de administração e fiscal, auditores, executivos, gestores, analistas de mercado e pesquisadores**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2016, p. 74.

mercados de capitais.³²⁷

Contemporaneamente, acompanhando esse conjunto de mudanças, a BOVESPA - Bolsa de Valores de São Paulo (atual B3) criou segmentos especiais de listagem, com padrões mais rigorosos de governança, passando pelo nível 01, nível 02 e o novo mercado, mas com caráter voluntário de adesão.

No caso do nível 01, não existe um ingresso automático das companhias neste segmento, o que só ocorre após a formalização do competente contrato de adesão com a bolsa de valores.³²⁸

Neste nível, as empresas devem: (i) apresentar melhorias na prestação de informações, especialmente em relação às ITR's (informações trimestrais de resultado), DFP's (demonstrações financeiras padronizadas) e IAN's (informações anuais), que são enviadas para a bolsa de valores e a CVM; (ii) manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações, representando 25% do capital acionário; (iii) realização de reuniões públicas com analistas e investidores, ao menos uma vez por ano; (iv) apresentação de um calendário anual, no qual conste a programação dos eventos corporativos; (v) divulgar os termos dos contratos firmados entre a companhia e partes relacionadas; (vi) divulgar, em bases mensais, as negociações de valores mobiliários e derivativos de emissão da companhia por parte dos acionistas controladores, e (vii) quando da realização de distribuições pública de ações, adotar mecanismos que favoreçam a dispersão do capital.³²⁹

Por outro lado, para que uma companhia possa ingressar no Nível 2, além de cumprir as obrigações do Nível 1, ela deverá (i) alinhar as suas demonstrações financeiras com os padrões internacionais de contabilidade IFRS ou US GAAP; (ii) adotar conselho de administração com no mínimo cinco membros e mandato unificado de até dois anos, permitida a reeleição, e admitir neste colegiado, no mínimo, 20% dos membros como conselheiros independentes; (iii) garantir o direito de voto às ações preferenciais em algumas matérias, como por exemplo, fusões e incorporações, e a celebração de contratos com partes relacionadas; (iv) em caso de venda do controle,

³²⁷ VIEIRA, Solange Paiva; MENDES, Andre Gustavo Salcedo Teixeira. Governança corporativa: uma análise de sua evolução e impactos no mercado de capitais brasileiro. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v.11, n.22, p. 103-122, dez. 2004. Disponível em: <<http://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/8177>> Acesso em: 20 nov. de 2018

³²⁸ COSTA, Fábio Moraes da; et. al. Níveis Diferenciados de Governança Corporativa e Grau de Conservadorismo: Estudo Empírico em Companhias Abertas listadas na BOVESPA. **RCO – Revista de Contabilidade e Organizações – FEARP/USP**, v. 2, n. 2, p. 118-131 jan./abr. 2008. Disponível em: <<https://www.revistas.usp.br/rco/article/view/34709/37447>> Acesso em: 21 nov. de 2018

³²⁹ COSTA, Fábio Moraes da; et. al. Níveis Diferenciados de Governança Corporativa e Grau de Conservadorismo: Estudo Empírico em Companhias Abertas listadas na BOVESPA. **RCO – Revista de Contabilidade e Organizações – FEARP/USP**, v. 2, n. 2, p. 118-131 jan./abr. 2008. Disponível em: <<https://www.revistas.usp.br/rco/article/view/34709/37447>> Acesso em: 21 nov. de 2018

garantir aos acionistas detentores de ações ordinárias as mesmas condições venda obtidas pelos controladores e, para os detentores de ações preferenciais, o pagamento mínimo de 80% destes valores, caso eles venham a exercer o tag along; (v) realizar ofertas públicas de aquisições de todas as ações em circulação, no mínimo, pelo valor econômico, em caso de fechamento do capital ou da saída do Nível 2, e (vi) aderir à câmara de arbitragem do mercado para realização de conflitos societários.³³⁰

O novo mercado, por sua vez, é inspirado no *Neuer Markt* alemão e só podem ingressar as empresas que adotam as melhores regras de proteção dos acionistas, com a maior transparência sobre as suas contas.³³¹ É, portanto, o segmento mais rigoroso, e entre as suas políticas, além das já citadas, constam (i) a obrigação de emitir apenas ações ordinárias; concessão de *tag along* de 100%, sem distinção de acionista; (ii) implementação de funções de *compliance*, controles internos e riscos corporativos, sendo vedada a acumulação com atividades operacionais; (iii) divulgar as políticas de remuneração, de indicação de membros do conselho de administração, comitês e diretoria, de gerenciamento de riscos e de transação com partes relacionadas; e (iv) estabelecer período de vedação à negociação das ações por parte dos controladores originais.³³²

Após essas importantes mudanças, no ano de 2005, a OCDE, reconhecendo a importância das empresas estatais para o desenvolvimento econômico, lança a proposta de diretrizes para a implantação das melhores práticas de governança nas empresas estatais.

Tal proposta estava baseada nas diretrizes de governança para as empresas privadas, lançada pela OCDE em 2004, e representava a consolidação de um trabalho de dois anos de consultas públicas e discussões, que envolveu tanto os países-membros quanto não membros da organização.³³³

³³⁰ BM&FBOVESPA. **Segmentos de listagem.** Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/> Acesso em: 22 nov. de 2018

³³¹ SROUR, Gabriel. Práticas diferenciadas de governança corporativa: um estudo sobre a conduta e a performance das firmas brasileiras. **Revista Brasileira de Economia**, vol.59, nº.4, Rio de Janeiro Oct./Dec. 2005. Disponível em: <http://www.scielo.br/scielo.php?pid=S0034-71402005000400006&script=sci_arttext> Acesso em: 21 nov. de 2018

³³² SILVA, Edson Cordeiro da. **Governança Corporativa nas empresas: guia prático de orientação para acionistas, investidores, conselheiros de administração e fiscal, auditores, executivos, gestores, analistas de mercado e pesquisadores.** 4. ed. São Paulo: Atlas, 2016, p. 75.

³³³ FONTES FILHO, Joaquim Rubens; PICOLIN, Lidice Meireles. Governança Corporativa em Empresas Estatais: avanços, propostas e limitações. **Revista de Administração Pública.** Rio de Janeiro: FGV. P. 1165-1188. Nov-Dez 2008. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/rap/v42n6/07.pdf>> Acesso em: 04 out. de 2018.

Em que pese a iniciativa da OCDE e a exigência dos investidores nacionais e estrangeiros, no Brasil, a temática da governança corporativa nas empresas estatais só começou a ser tratada de forma séria no contexto da operação “Lava-Jato”, quando então o Congresso editou a Lei 13.303/2016, que dispõe acerca do estatuto jurídico das empresas estatais e institui para elas diversas práticas de governança corporativa, as quais serão detalhadas mais adiante.

Em suma, esse é o quadro evolutivo da governança corporativa no Brasil.

3.5 UM PARALELO COM OS NOSSOS VIZINHOS: A GOVERNANÇA CORPORATIVA NOS PAÍSES-MEMBROS EFETIVOS DO MERCOSUL

O Mercosul é decorrente de um processo de integração que nasceu a partir dos esforços de Brasil e Argentina, que buscavam uma maior aproximação e cooperação de projetos político, econômico e estratégico.³³⁴ Em 1991, Argentina, Brasil, Paraguai e Uruguai assinam o tratado de Assunção, que formaliza a criação do Mercosul, embora a constituição definitiva só tenha ocorrida 3 (três) anos mais tarde, com a assinatura do Protocolo de Ouro Preto.³³⁵ No ano de 2012, a Venezuela passou a integrar o bloco como membro efetivo, o que trouxe uma maior aproximação com o mercado do Caribe³³⁶

Apesar de todo o debate em torno dos processos de integração ter sido dominado por questões econômicas³³⁷, o projeto de integração entre nações também se espraia para os campos da cooperação política e social.³³⁸ A maior parte das teorias integracionistas justifica que a cooperação entre países periféricos é fundamental para o desenvolvimento econômico.³³⁹

³³⁴ VAZ, Alcides Costa. **Cooperação, Integração e Processo Negociador. A construção do Mercosul.** Brasília: Instituto Brasileiro de Relações Internacionais, 2002, p. 71.

³³⁵ BASSO, Maristela. Integração econômica e institucionalização: as experiências do Mercosul e da União Europeia. **Revista CEJ**, V. 2 n. 4 jan./abr. 1998 Disponível em: <<http://www.cjf.jus.br/ojs2/index.php/revcej/article/viewArticle/135>> Acesso em: 16 jan. de 2018

³³⁶ SLOBODA, Pedro Muniz Pinto. A legalidade da entrada da Venezuela no Mercosul. **Anuário Mexicano de Derecho Internacional**. v. 15, issue 1, 2015, PP. 701-716 Disponível em: <<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1870465415000197>> Acesso em: 16 jan. de 2018

³³⁷ CELLI JUNIOR, Umberto. Teoria Geral da Integração: Em busca de um modelo alternativo. *In*: MERCADANTE, Araminta de Azevedo; *et. al* (Coord.). **Blocos Econômicos e Integração na América Latina, África e Ásia.** Curitiba: Juruá, 2006, p. 19.

³³⁸ CELLI JUNIOR, Umberto. Teoria Geral da Integração: Em busca de um modelo alternativo. *In*: MERCADANTE, Araminta de Azevedo; *et. al* (Coord.). **Blocos Econômicos e Integração na América Latina, África e Ásia.** Curitiba: Juruá, 2006, p. 19.

³³⁹ PRADO, Luiz Carlos Delorme. Mercosul como opção estratégica de integração: notas sobre a teoria da integração e estratégias de desenvolvimento. **Ensaio FEE**, Porto Alegre, v. 18, n. 1, PP. 276-299, 1997 Disponível em: <<https://revistas.fee.tche.br/index.php/ensaios/article/viewFile/1891/2265>> Acesso em: 25 de jan. de 2018.

Nesse sentido, a ratificação do Tratado de Assunção tinha como corolário a constituição de um Mercado Comum do Sul, cujo objetivo era unir forças para melhorar a participação no comércio internacional e acelerar o crescimento econômico.³⁴⁰

Com o propósito de crescerem juntos e sabedores de que as nações mais desenvolvidas não oferecem as mesmas condições de cooperação, os países integrantes do bloco buscam no âmbito do Mercosul alavancar a produtividade, a tecnologia e a modernização do processo produtivo.³⁴¹

Sucede que, para alcançar este objetivo, os integrantes do bloco devem estabelecer políticas e estratégias que tenham o condão de atrair investimentos externos, a instalação de empresas com negócios transnacionais, capazes de aumentar o fluxo de transações e fortalecer a cooperação entre os países-membros.

Não se pode perder de vista, porém, que o ambiente institucional pode limitar os investimentos e as transações, pois a performance e a estratégia dos agentes num determinado mercado é impactada pela qualidade das instituições.³⁴²³⁴³ Um ambiente institucional fraco aumenta os custos de transação dos agentes econômicos, devido a insegurança do ambiente³⁴⁴, já que será necessária a contratação de outros mecanismos para monitorar os riscos dos negócios.

Frente a essa realidade, a governança corporativa não deixa de ser uma instituição que pode fortalecer o ambiente de negócios do Mercosul, trazendo maior segurança e transparência para os investidores, empresas transnacionais e instituições financiadoras das políticas do bloco.

³⁴⁰ SEITENFUS, Ricardo. **Considerações sobre o Mercosul. Estudos Avançados.** v.6, n.16, São Paulo Sept./Dec. 1992. Disponível em: <http://www.scielo.br/scielo.php?pid=S0103-40141992000300010&script=sci_arttext> Acesso em: 25 jan. de 2018.

³⁴¹ SLOBODA, Pedro Muniz Pinto. A legalidade da entrada da Venezuela no Mercosul. **Anuário Mexicano de Derecho Internacional.** v. 15, issue 1, 2015, PP. 701-716 Disponível em: <<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1870465415000197>> Acesso em: 17 jan. de 2018

³⁴² NORTH, Douglass C. **Institutions, Institutional Change and Economic Performance.** Cambridge: Cambridge University Press, 1990.

³⁴³ O termo "instituição" é bastante amplo e ambíguo no campo econômico, não havendo uma definição única. De todo modo, a maior parte dos autores liga as instituições a um tipo de regularidade de comportamento, mais especificamente alguma estrutura que induz esse padrão comportamental. (PONDÉ, João Luiz Simas Pereira de Souza. **Processos de Seleção, Custos de Transação e a Evolução das Instituições Empresariais.** 162f. Tese. (Doutorado em Ciências Econômicas). Instituto de Economia da UNICAMP. 2000). Nota do autor: Neste trabalho utiliza-se o conceito de instituição desenvolvido por Douglass North, vejamos: "Instituições são imposições criadas por humanos que estruturam e limitam suas interações. Elas consistem em imposições formais (por exemplo, regras, leis, constituições), imposições informais (por exemplo, regras de comportamento, convenções, códigos de conduta auto-impostos) e suas respectivas características tributárias. Juntos, eles definem a estrutura de incentivo das sociedades e, especificamente, das economias (NORTH, Douglass C. **Institutions, Institutional Change and Economic Performance.** Cambridge: Cambridge University Press, 1990).

³⁴⁴ NORTH, Douglass C. **Institutions, Institutional Change and Economic Performance.** Cambridge: Cambridge University Press, 1990.

Entretanto, conforme será retratado na sequência, na maior parte dos países-membros, a qualidade e difusão das práticas de governança corporativa ainda estão bastante aquém dos países desenvolvidos.

3.5.1 Argentina

Na Argentina, a governança corporativa começou a ser difundida a partir dos anos 2000, com a instituição do “Regime de Transparência da Oferta Pública”, sancionado pelo Poder Executivo através do decreto 677/2001.³⁴⁵

Em 2002, a Comissão Nacional de Valores regulamentou o citado regime, que passou a prever importantes mecanismos de proteção para os acionistas e investidores, tais como: criação de um comitê de auditoria com maioria independente; regras de transparência; direito de voto a todos os acionistas; responsabilidade dos diretores, além da criação de regras para disciplinar os conflitos de interesse, transações com partes relacionadas e proteger o acesso à informações privilegiadas.³⁴⁶

Na mesma época, a Comissão Nacional de Valores da Argentina também promoveu a reforma da Lei das Sociedades Comerciais nº 19.550, para o fim de incorporar os preceitos dos princípios da OCDE – Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico sobre governança corporativa.³⁴⁷

No ano de 2007, a Comissão Nacional de Valores de Argentina emitiu a Circular 516/2007 incorpora o princípio do “cumprir ou explicar”, em que as sociedades são obrigadas a acatar as resoluções administrativas da comissão, ou dar explicações para não segui-las.³⁴⁸

Já no ano seguinte, em 2008, entra em vigor o Código de Proteção do Investidor, que disciplina regras de transparência e proteção dos investidores.³⁴⁹

³⁴⁵ GROBOCOPATEL, Andrea M. ¿Por qué hablar de Gobierno Corporativo. **Revista de la Bolsa de Comercio de Rosario**. P. 22-26, 2011.

³⁴⁶ GROBOCOPATEL, Andrea M. ¿Por qué hablar de Gobierno Corporativo. **Revista de la Bolsa de Comercio de Rosario**. P. 22-26, 2011.

³⁴⁷ GUTIERREZ V. Paola. **Gobierno Corporativo en Latinoamérica**. ¿Cómo ven los inversionistas las prácticas empresariales de los países latinoamericanos? PP. 1-8 Disponível em: <http://www.fasecolda.com/files/7513/8427/1892/gobierno_corporativo_en_latinoamerica.pdf>. Acesso em: 19 de janeiro de 2018

³⁴⁸ TURRENT, Guadalupe del Carmen Briano; GARCÍA, María Luísa Saavedra. La composición del consejo de administración y la estructura accionaria como factores explicativos de la transparencia en el gobierno corporativo en Latinoamérica: evidencia en empresas cotizadas de Argentina, Brasil, Chile y México. **Estudios Gerenciales**, v. 31, n. 136, PP. 275-286, Jul/Set 2015. Disponível em: <<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S012359231500011X>> Acesso em: 19 jan. de 2018

³⁴⁹ TURRENT, Guadalupe del Carmen Briano; GARCÍA, María Luísa Saavedra. La composición del consejo de administración y la estructura accionaria como factores explicativos de la transparencia en el

Além disso, organismos privados também estão tentando disseminar as boas práticas de governança corporativa. O IAGO - Instituto para o Governo Corporativo, desempenhando um papel semelhante ao IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa aqui no Brasil, vem promovendo programas de treinamento para executivos e o estabelecimento de diretrizes para a incorporação da governança corporativa pelas companhias argentinas.³⁵⁰

O IAGO foi criado em 2001 e hoje trabalha com as 300 maiores sociedades emissoras de valores mobiliários da Argentina.³⁵¹

Com efeito, na Argentina se verificou nos últimos anos uma melhora na transparência das empresas, por conta de mudanças institucionais, particularmente no campo legal, que passaram a exigir das empresas melhores práticas de governança.³⁵²

Atualmente, existem apenas 2 empresas estatais listadas em Bolsas de Valores e que estão sujeitas a um regime de regulação e governança mais restrito, porém, ao contrário do Brasil e do Paraguai, ainda não existe uma lei ou um programa institucional específico impondo às empresas estatais argentinas a aplicação das boas práticas de governança corporativa.³⁵³

Sem embargo dos esforços que vem sendo realizados, Ricardo Bebczuk aponta que a estrutura de governança das empresas argentinas ainda está bem abaixo dos padrões internacionais.³⁵⁴ Para o autor, apenas um progresso modesto foi alcançado e mesmo a crise de 2001/2002 não criou incentivos para que as empresas

gobierno corporativo en Latinoamérica: evidencia en empresas cotizadas de Argentina, Brasil, Chile y México. **Estudios Gerenciales**, v. 31, n. 136, PP. 275-286, Jul/Set 2015. Disponível em: <<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S012359231500011X>>. Acesso em: 19 jan. de 2018

³⁵⁰ GUTIERREZ V. Paola. **Gobierno Corporativo en Latinoamerica**. ¿Cómo vem los inversionistas las prácticas empresariales de los países latinoamericanos? PP. 1-8 Disponível em: <http://www.fasecolda.com/files/7513/8427/1892/gobierno_corporativo_en_latinoamerica.pdf> Acesso em: 20 jan. de 2018

³⁵¹ GUTIERREZ V. Paola. **Gobierno Corporativo en Latinoamerica**. ¿Cómo vem los inversionistas las prácticas empresariales de los países latinoamericanos? PP. 1-8 Disponível em: <http://www.fasecolda.com/files/7513/8427/1892/gobierno_corporativo_en_latinoamerica.pdf> acesso em: 20 de janeiro de 2018

³⁵² TURRENT, Guadalupe del Carmen Briano; GARCÍA, María Luísa Saavedra. La composición del consejo de administración y la estructura accionaria como factores explicativos de la transparencia en el gobierno corporativo en Latinoamérica: evidencia en empresas cotizadas de Argentina, Brasil, Chile y México. **Estudios Gerenciales**, v. 31, n. 136, PP. 275-286, Jul/Set 2015. Disponível em: <<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S012359231500011X>>. Acesso em: 19 jan. de 2018

³⁵³ DIÉGUEZ, Gonzalo; VALSANGIACOMO, Agustina. El péndulo del mercado al Estado: ¿qué pasó con las empresas públicas en la última década en Argentina?. **Documento de Políticas Públicas/Análisis** N° 178. Buenos Aires: CIPPEC. 2016. Disponível em: <<https://www.cippec.org/wp-content/uploads/2017/03/977.pdf>> Acesso em: 14 de dez. de 2018

³⁵⁴ BEBCZUK, Ricardo. Corporate Governance, ownership and dividend policies in Argentina. In: CHONG, Alberto; LÓPEZ-DE-SILANES, Florencio (Eds.). **Investor protection and corporate governance: Firm-level evidence across Latin America**. The Inter-American Development Bank y Stanford University Press, Washington DC (2007), pp. 157-211.

fortalecessem as suas práticas de governança.³⁵⁵

3.5.2 Paraguai

No Paraguai, o nível de desenvolvimento da governança corporativa ainda está bastante aquém da situação brasileira. O tema começou a ser debatido com mais vigor a partir de 2010, quando o Banco Central do Paraguai baixou uma norma disciplinando a adoção de boas práticas de governança corporativa pelas instituições financeiras com sede no país.³⁵⁶

Esta política encontra-se regulamentada pela resolução 65, de 04 setembro de 2010 e, em síntese, obriga as instituições financeiras a implantarem um sistema de governança corporativa e divulgar anualmente um relatório com as práticas adotadas, que deverão conter no mínimo informações acerca da (i) estrutura de propriedade da instituição; (ii) estrutura de administração e controle; (iii) sistema de gestão de riscos e (iv) auditoria externa.³⁵⁷

Após a edição do Plano Estratégico Econômico e Social (PEES), o Governo Paraguaio conseguiu dar um grande passo com relação ao fortalecimento da governança das empresas estatais, que era um dos pilares do plano governamental, uma vez que estas entidades desempenham um papel relevante no desenvolvimento econômico do país.³⁵⁸

Foi na esteira desta iniciativa política que o Paraguai editou o Código Arandú, que institui um regime de governança corporativa orientado para as empresas estatais.³⁵⁹ O objetivo central do código é melhorar a gestão, a transparência e o

³⁵⁵ BEBCZUK, Ricardo. Corporate Governance, ownership and dividend policies in Argentina. *In*: CHONG, Alberto; LÓPEZ-DE-SILANES, Florencio (Eds.). **Investor protection and corporate governance: Firm-level evidence across Latin America**, The Inter-American Development Bank y Stanford University Press, Washington DC (2007), pp. 157-211.

³⁵⁶ PARAGUAY. Banco Central del Paraguay. **Reglamento que establece los estándares mínimos para un buen gobierno corporativo**. Disponível em: <<https://goo.gl/Qb78yF>> Acesso em: 26 jan. de 2018

³⁵⁷ PARAGUAY, Ministerio de Hacienda de la República del Paraguay. Seminario. **Marco institucional de la organización de propiedad y supervisión de las empresas públicas**. Abril/2010, Asunción – PY Disponível em: <<http://www.hacienda.gov.py/web-hacienda/pub019.pdf>> Acesso em: 26 jan. de 2018

³⁵⁸ PARAGUAY, Ministerio de Hacienda de la República del Paraguay. Seminario. **Marco institucional de la organización de propiedad y supervisión de las empresas públicas**. Abril/2010, Asunción – PY Disponível em: <<http://www.hacienda.gov.py/web-hacienda/pub019.pdf>> Acesso em: 26 jan. de 2018

³⁵⁹ PARAGUAY, Ministerio de Hacienda de la República del Paraguay. **Gobierno Corporativo em Paraguay: desafío que busca empresas públicas más eficientes**. Disponível em: <<https://goo.gl/cNMvML>> acesso em: 26 jan. de 2018

controle sobre as contas dessas empresas.³⁶⁰

Basicamente, o código está estruturado em 40 práticas de governança corporativa, de adoção gradual e progressiva, porém, obrigatórias para todas as empresas estatais paraguaias.³⁶¹ As práticas seguem os princípios gerais de governança corporativa e, de um modo geral, trata da função de propriedade do Estado, da transparência na realização das políticas públicas, da remuneração e independência dos administradores, da política de conflito de interesses e, de forma extensa, da política de divulgação e transparência.³⁶²

Apesar dos avanços verificados na governança das instituições financeiras e das empresas estatais, ainda há espaço para melhorar o governo das empresas privadas, especialmente por conta do desenvolvimento econômico que está vivendo o país, que vem atraindo inúmeras empresas estrangeiras, que encontram no Paraguai uma boa expectativa de crescimento por conta da favorável política fiscal.³⁶³

3.5.3 Uruguai

As práticas de governança corporativa no Uruguai ainda estão bastante restritas às entidades que operam no mercado de valores mobiliários. Tais agentes estão sujeitos à Lei de Mercado de Valores (Lei nº 18.627, de 02 de dezembro de 2009), que estabelece um capítulo próprio (*gobierno corporativo*) com regras de governança para as empresas uruguaias, visando assegurar processos adequados de supervisão e controle da gestão e um tratamento justo e igualitário para todos os acionistas.³⁶⁴

Entre as práticas de governança previstas na referida legislação, podem ser citadas, como exemplo, as seguintes: dever de divulgar de forma completa os

³⁶⁰ PARAGUAY, Ministerio de Hacienda de la República del Paraguay. **Gobierno Corporativo em Paraguay: desafío que busca empresas públicas más eficientes.** Disponível em: <<https://goo.gl/cNMvML>> acesso em: 26 jan. de 2018

³⁶¹ PARAGUAY, Ministerio de Hacienda de la República del Paraguay. **Código Arandu.** Disponível em: <http://www.economia.gov.py/application/files/4414/8734/1145/Decreto_N_6381_16_Codigo_Arandu.pdf> Acesso em: 26 jan. de 2018

³⁶² PARAGUAY, Ministerio de Hacienda de la República del Paraguay. **Código Arandu.** Disponível em: <http://www.economia.gov.py/application/files/4414/8734/1145/Decreto_N_6381_16_Codigo_Arandu.pdf> Acesso em: 26 jan. de 2018

³⁶³ Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico. OCDE. **Estudo Multidimensional do Paraguai. Análise detalhada e recomendações.** Cento de Desenvolvimento da OCDE. Vol. 2. Disponível em: <https://read.oecd-ilibrary.org/development/estudio-multidimensional-de-paraguay_9789264306226-es#page1> Acesso em: 26 jan. de 2018

³⁶⁴ STEINBERG, Marissa Reichberg. **Estrutura General de la regulación y supervisión del Gobierno Corporativo.** In: El Gobierno Corporativo em Iberoamérica. Fundación Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores, p. 127-151, 2015. Disponível em: <https://www.iimv.org/iimv-wp-1-0/resources/uploads/2015/04/gobierno-corporativo_web.pdf> Acesso em: 27 jan. de 2018

resultados financeiros; adoção de normas de contabilidade e auditoria nos padrões internacionais; preservação do interesse social da empresa em detrimento do interesse pessoal de qualquer acionista; e restrição de realização de contratos com partes relacionadas.³⁶⁵

As companhias que operam no mercado de capitais são registradas perante o Registro de Valores do Banco Central do Uruguai³⁶⁶ e estão sujeitas à extensiva fiscalização do banco, que tem competência para advertir, multar e suspender as empresas, em caso de descumprimento da Lei de Mercado de Valores.³⁶⁷

Para as instituições financeiras, o Banco Central também editou uma cartilha específica, com os padrões mínimos de gestão que devem ser observados por estas organizações, incluindo-se nesse rol diversas práticas de governança, principalmente para o tratamento dos riscos financeiros pelos bancos.³⁶⁸

Não obstante a reforma legislativa e os esforços do banco central, diversos aspectos ainda precisam ser melhorados no mercado de valores mobiliários do Uruguai, como por exemplo, a criação de um sólido órgão regulador, melhorar o regime de *disclosure* do mercado, modificar a lei das sociedades comerciais para melhorar o acesso a financiamentos, fortalecer o sistema de registro e informação das empresas e desenvolver o mercado de capitais local.³⁶⁹

3.5.4 Venezuela

O panorama da Venezuela não difere muito do Paraguai e Uruguai. As mudanças mais sensíveis começaram a ocorrer em 2005, quando a Comissão Nacional de Valores acatou uma recomendação da Associação de

³⁶⁵ URUGUAI. **Lei nº 18.627, de 02 de dezembro de 2009.** Mercado de Valores. Disponível em: <<https://www.bcu.gub.uy/Leyes%20y%20Decretos/ernp18627.pdf>> Acesso em: 27 jan. de 2019

³⁶⁶ ALBERTI, Helena Garbarino. **Marco de Gobernanza de TI para empresas PyMEs – SMEsITGF.** Tesis (Doctorado en Informática). Universidad Politécnica de Madrid. Facultad de Informática. 2014 Disponível em: <http://oa.upm.es/31002/1/HELENA_GARBARINO_ALBERTI.pdf> Acesso em: 27 jan. de 2018

³⁶⁷ STEINBERG, Marissa Reichberg. **Estructura General de la regulación y supervisión del Gobierno Corporativo.** In: El Gobierno Corporativo em Iberoamérica. Fundación Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores, p. 127-151, 2015. Disponível em: <https://www.iimv.org/iimv-wp-1-0/resources/uploads/2015/04/gobierno-corporativo_web.pdf> Acesso em: 27 jan. de 2018

³⁶⁸ URUGUAY. Banco Central del Uruguay. **Estándares Mínimos de Gestión para Instituciones de Intermediación Financiera.** Disponível em: <http://www.bcu.gub.uy/Servicios-Financieros-SSF/Documents/estandares_minimos.pdf> Acesso em: 27 jan. de 2018

³⁶⁹ ALBERTI, Helena Garbarino. **Marco de Gobernanza de TI para empresas PyMEs – SMEsITGF.** Tesis (Doctorado en Informática). Universidad Politécnica de Madrid. Facultad de Informática. 2014 Disponível em: <http://oa.upm.es/31002/1/HELENA_GARBARINO_ALBERTI.pdf> Acesso em: 27 jan. de 2018

Companhias Emissoras e editou a Resolução 19/2005, que passou a obrigar que as empresas emissoras de valores mobiliários observassem boas práticas de governança.³⁷⁰

Baseada nos princípios de governança corporativa da OCDE, a resolução prescreve que as companhias emissoras devem observar, no mínimo, as seguintes práticas: participação de diretores independentes no quadro de administradores; impossibilidade de acumular cargos na alta administração; e a criação de um comitê de auditoria, composto majoritariamente por membros independentes.³⁷¹

Em que pese as tímidas inovações, a Comissão Nacional de Valores não prevê qualquer sanção grave em caso de descumprimento, ou seja, trata-se de norma regulatória com pouco eficácia, o que acaba perdendo o incentivo para que os administradores melhorem a governança dessas empresas.³⁷²

A melhora no grau de transparência das empresas venezuelanas ainda é bastante fraco. A baixa qualidade do ambiente institucional, especialmente no campo regulatório, somado aos problemas econômicos do país, não incentiva as empresas a melhorarem a sua governança. Apesar das recomendações da OCDE e da Corporação Andina de Fomento, o nível da governança corporativa presente no ambiente empresarial da Venezuela ainda está muito aquém dos padrões internacionais e da realidade de outros países da América Latina, como Brasil e Chile.

3.6 AS DIRETRIZES DA ORGANIZAÇÃO PARA A COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO (OCDE) SOBRE GOVERNANÇA CORPORATIVA NAS EMPRESAS ESTATAIS

A Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) nasceu do contexto do pós-segunda guerra mundial, em 1947. Na verdade, na sua origem, a organização reunia apenas dezesseis países europeus, daí ser chamada previamente de Organização Europeia de Cooperação Econômica (OECE).³⁷³

³⁷⁰ ARCAYA, Francisco Gómez. Principios de Gobierno Corporativo. **Revista de Derecho Público**, n. 102, PP. 37-42, 2005 Disponível em: <<https://goo.gl/73zaUW>> Acesso em: 27 jan. de 2018

³⁷¹ ARCAYA, Francisco Gómez. Principios de Gobierno Corporativo. **Revista de Derecho Público**, n. 102, PP. 37-42, 2005 Disponível em: <<https://goo.gl/73zaUW>> Acesso em: 27 jan. de 2018

³⁷² ARCAYA, Francisco Gómez. Principios de Gobierno Corporativo. **Revista de Derecho Público**, n. 102, PP. 37-42, 2005 Disponível em: <<https://goo.gl/73zaUW>> Acesso em: 27 jan. de 2018

³⁷³ DAROS JR, Armando. A presença da OCDE no Brasil no contexto da avaliação educacional. **Jornal de Políticas Educacionais**, N° 13, Jan./Jun. 2013, PP. 13–20. Disponível em: <<https://revistas.ufpr.br/jpe/article/view/29148/22141>> Acesso em: 07 dez. de 2018

Ela surge a partir de um esforço multilateral para atender o Plano Marshall, onde os Estados Unidos colocaram-se à disposição para ajudar financeiramente na reconstrução da Europa, desde que houvesse a cooperação desses países para coordenar a reconstrução.³⁷⁴

A transição da OECE para a OCDE esteve apoiada em pelo menos três fundamentos. O primeiro fundamento decorria da revisão do modelo de contribuição da OECE, para que os países europeus também passassem a suportar os ônus econômicos da organização.³⁷⁵

Já o segundo fundamento explicava-se pela necessidade de se ampliar a cooperação transatlântica desempenhada pela OECE, que até então abrangia apenas questões comerciais ligadas à energia, agricultura, indústria, trabalho e transporte.³⁷⁶

Por fim, a tensão criada com a guerra fria, no âmbito da celebração do Pacto de Varsóvia, reclamava, por uma questão estratégica, de uma maior cooperação na competição internacional firmada entre os Estados Unidos e a União Soviética.³⁷⁷

Após algumas intrigas entre as nações europeias componentes da OECE, que se dividiam entre as propostas de modelos supranacional e intergovernamental, em dezembro de 1959, na reunião de cúpula realizada em Paris, fortaleceram-se as bases da nova organização e, no ano seguinte, é ratificada a Convenção da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), que agora passava a contar com o Canadá como membro, e ao invés de voltar-se apenas para os problemas internos da Europa, a nova organização possui uma visão mais ampla, universal, com foco no desenvolvimento de políticas orientadas para o maior

³⁷⁴ GODINHO, Rodrigo de Oliveira. **A OCDE em rota de adaptação ao cenário internacional : perspectivas para o relacionamento do Brasil com a Organização**. Trabalho apresentado originalmente como tese no LXII Curso de Altos Estudos do Instituto Rio Branco, em 2017. 319 p., Brasília: FUNAG, 2018. Disponível em: <<http://funag.gov.br/loja/download/A-OCDE-EM-ROTA-DE-ADAPTACAO-AO-CENARIO.pdf>> Acesso em: 08 dez. de 2018

³⁷⁵ GODINHO, Rodrigo de Oliveira. **A OCDE em rota de adaptação ao cenário internacional : perspectivas para o relacionamento do Brasil com a Organização**. Trabalho apresentado originalmente como tese no LXII Curso de Altos Estudos do Instituto Rio Branco, em 2017. 319 p., Brasília: FUNAG, 2018. Disponível em: <<http://funag.gov.br/loja/download/A-OCDE-EM-ROTA-DE-ADAPTACAO-AO-CENARIO.pdf>> Acesso em: 08 dez. de 2018

³⁷⁶ GODINHO, Rodrigo de Oliveira. **A OCDE em rota de adaptação ao cenário internacional : perspectivas para o relacionamento do Brasil com a Organização**. Trabalho apresentado originalmente como tese no LXII Curso de Altos Estudos do Instituto Rio Branco, em 2017. 319 p., Brasília: FUNAG, 2018. Disponível em: <<http://funag.gov.br/loja/download/A-OCDE-EM-ROTA-DE-ADAPTACAO-AO-CENARIO.pdf>> Acesso em: 08 dez. de 2018

³⁷⁷ GODINHO, Rodrigo de Oliveira. **A OCDE em rota de adaptação ao cenário internacional : perspectivas para o relacionamento do Brasil com a Organização**. Trabalho apresentado originalmente como tese no LXII Curso de Altos Estudos do Instituto Rio Branco, em 2017. 319 p., Brasília: FUNAG, 2018. Disponível em: <<http://funag.gov.br/loja/download/A-OCDE-EM-ROTA-DE-ADAPTACAO-AO-CENARIO.pdf>> Acesso em: 08 dez. de 2018

crescimento econômico dos países-membros, além de auxiliar também na expansão econômica dos países não membros.³⁷⁸

Atualmente a OCDE conta com a participação dos seguintes países-membros: Alemanha, Austrália, Áustria, Bélgica, Canadá, Chile, Coreia do Sul, Dinamarca, Eslovênia, Espanha, Estados Unidos, Estônia, Finlândia, França, Grécia, Holanda, Hungria, Irlanda, Islândia, Itália, Japão, Letônia, Lituânia, Luxemburgo, México, Nova Zelândia, Noruega, Polônia, Portugal, Reino Unido, República Checa, República Eslovaca, Suécia, Suíça e Turquia.³⁷⁹

O Brasil ainda não é parte da OCDE, embora participe de forma seletiva de comitês técnicos e instâncias de trabalho da organização. Contudo, em 29 de maio de 2017, o Brasil encaminhou o pedido de formal de adesão à OCDE, que está pendente de análise e aprovação dos demais membros.³⁸⁰

Os objetivos das políticas da OCDE estão descritas no artigo 1º da Convenção assinada em Paris, em 14 de dezembro de 1960:

[...]

- alcançar o mais elevado nível de crescimento económico e de emprego sustentável e uma crescente qualidade do nível de vida nos países membros, mantendo a estabilidade financeira e contribuindo assim para o desenvolvimento da economia mundial;
- contribuir para a expansão económica dos países membros e dos países não membros em vias de desenvolvimento económico;
- contribuir para a expansão do comércio mundial, numa base multilateral e não discriminatória, de acordo com as obrigações internacionais.³⁸¹

Em consonância com as suas políticas, a OCDE teve um papel fundamental na difusão da governança corporativa, especialmente para as empresas estatais. A organização argumenta que as economias do planeta não se sustentam sem a integridade das empresas e dos mercados e, que, diante desta realidade, as

³⁷⁸ GODINHO, Rodrigo de Oliveira. **A OCDE em rota de adaptação ao cenário internacional : perspectivas para o relacionamento do Brasil com a Organização**. Trabalho apresentado originalmente como tese no LXII Curso de Altos Estudos do Instituto Rio Branco, em 2017. 319 p., Brasília: FUNAG, 2018. Disponível em: <<http://funag.gov.br/loja/download/A-OCDE-EM-ROTA-DE-ADAPTACAO-AO-CENARIO.pdf>> Acesso em: 08 dez. de 2018

³⁷⁹ OCDE. **Members and Partners**. Disponível em: <<http://www.oecd.org/about/membersandpartners/>>. Acesso em: 09 dez. de 2018

³⁸⁰ BRASIL. Ministério da Fazenda. **Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico – OCDE. Aproximação gradual do Brasil com a OCDE**. Disponível em: <<http://www.fazenda.gov.br/assuntos/atuacao-internacional/cooperacao-internacional/ocde>>. Acesso em: 09 dez. de 2018.

³⁸¹ OCDE. **Os Princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades**, 2004, P. 01. Disponível em: <<https://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/33931148.pdf>> acesso em: 02 nov. de 2018

práticas de governança corporativa contribuem para a estabilidade financeira por aumentarem a confiança nos mercados.³⁸²

O início da movimentação da OCDE em torno da temática da governança das empresas se deu no ano de 1999, quando a organização divulgou os princípios de governança corporativa da OCDE, que tinha como objetivo auxiliar os governos dos Estados membros e não membros a melhorar os sistemas de governança e fortalecer os mercados financeiros.³⁸³

Tal documento, que se tornou uma referência internacional, passou por uma revisão no ano de 2004, realizada pelo Grupo de Orientação sobre o Governo das Sociedades da OCDE, com intuito de incorporar novas práticas advindas da experiência acumulada dos países-membros e parceiros. Participaram também desta revisão o Banco Mundial e as principais instituições internacionais, além de ter recebido inúmeras contribuições por meio de um processo de audiência pública aberto na internet.³⁸⁴

Os princípios da OCDE sobre o governo das sociedades foram elaboradas para as sociedades anônimas de capital aberto, levando em conta os problemas comuns dessas sociedades e com formatação genérica, de modo a permitir o alinhamento com as legislações e modelos de governança de diferentes países, sem fornecer fórmulas detalhadas para cada Estado.³⁸⁵

Os princípios abrangem seis grandes áreas: (i) Assegurar a base para um enquadramento eficaz do governo das sociedades; (ii) Os direitos dos acionistas e funções fundamentais de exercício dos direitos; (iii) O tratamento equitativo dos acionistas; (iv) O papel dos outros sujeitos com interesses relevantes no governo das sociedades; (v) Divulgação de informação e transparência, e (vi) As responsabilidades do órgão de administração.³⁸⁶

Percebendo a dificuldade de algumas economias com a governança das empresas estatais, no ano de 2005, a OCDE lança uma cartilha com as Diretrizes da organização sobre governança corporativa para empresas de controle estatal, com enfoque no papel do Estado enquanto proprietário.

³⁸² OCDE. **Os Princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades**, 2004, P. 11. Disponível em: <<https://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/33931148.pdf>> acesso em: 02 nov. de 2018

³⁸³ OCDE. **Os Princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades**, 2004, P. 01. Disponível em: <<https://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/33931148.pdf>> acesso em: 02 nov. de 2018

³⁸⁴ OCDE. **Os Princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades**, 2004, p. 04. Disponível em: <<https://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/33931148.pdf>> acesso em: 02 nov. de 2018

³⁸⁵ OCDE. **Os Princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades**, 2004, p. 01. Disponível em: <<https://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/33931148.pdf>> acesso em: 02 nov. de 2018

³⁸⁶ OCDE. **Os Princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades**, 2004, p. 24. Disponível em: <<https://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/33931148.pdf>> acesso em: 02 nov. de 2018

O processo de elaboração das diretrizes seguiu a mesmo modelo utilizado no processo de revisão dos princípios, ou seja, com a coordenação do grupo de trabalho sobre privatização e governança corporativa de ativos estatais, mas com a ajuda de instituições internacionais, parceiros de consulta institucional³⁸⁷ da OCDE, decisores políticos e a coleta de contribuições por meio de consultas públicas.³⁸⁸

As diretrizes da OCDE de governança corporativa para empresas estatais são totalmente compatíveis e complementares aos princípios de governança corporativa³⁸⁹, e possuem o propósito de orientar os Estados na formulação de regras e procedimentos que assegurem uma ampliação da transparência, eficiência e responsabilidade das empresas estatais.³⁹⁰

Elas alcançam sete importantes temas, quais sejam: (i) Justificativas da propriedade estatal; (ii) O papel do Estado como proprietário; (iii) As empresas estatais no mercado; (iv) Tratamento Equitativo dos acionistas e outros investidores; (v) Relações com partes interessadas e responsabilidade empresarial; (vi) Divulgação e transparência e (vii) Responsabilidades dos conselhos das empresas estatais.

Todas as diretrizes são instruídas por subitens que contém inúmeras orientações, mas que nesta oportunidade serão introduzidas de forma resumida, visando apenas demonstrar o alcance das recomendações da OCDE.

Com relação à primeira diretriz, a organização recomenda que o Estado exerça o seu direito de propriedade voltado para o interesse público em geral. Nesse sentido, o Estado deve divulgar a justificativa da propriedade estatal e submetê-la a uma crítica permanente, sem perder de vista que o objetivo dessa propriedade é a maximização de valor para a sociedade.³⁹¹ Por conseguinte, o Estado deverá divulgar para os demais acionistas e investidores a política de propriedade, delimitar o seu

³⁸⁷ Nota do autor: Entre outras instituições estrangeiras, figuraram como consultores institucionais o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa-IBGC e a Associação Brasileira de Investidores no Mercado de Capitais.

³⁸⁸ CLAUMANN, Ricardo BEZ. **OCDE e Governança Corporativa: construção e legitimação de um modelo**. 180 f. Dissertação (Mestrado em Sociologia Política). Programa de Pós-graduação em Sociologia Política da Universidade Federal de Santa Catarina, 2015.

³⁸⁹ OCDE. **Diretrizes da OCDE sobre Governança Corporativa de Empresas Estatais**, 2015, p. 05. Disponível em: <<https://doi.org/10.1787/9789264181106-pt>> Acesso em: 09 dez. de 2018

³⁹⁰ SILVA, Mauro Santos. Governança Corporativa e Desempenho Econômico: análise das diretrizes propostas pela OCDE para empresas estatais. **Boletim de Análise Político-Institucional do IPEA**, n. 15, Jul./Dez. 2018. Disponível em: <http://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/8638/1/BAP115_Cap5.pdf> Acesso em: 07 dez. de 2018

³⁹¹ OCDE. **Diretrizes da OCDE sobre Governança Corporativa de Empresas Estatais**, 2015, p. 19. Disponível em: <<https://doi.org/10.1787/9789264181106-pt>>. Acesso em: 09 dez. de 2018.

papel na governança das empresas estatais, além de estabelecer um mecanismo eficaz de responsabilização política em caso de descumprimento.³⁹²

No que toca ao eixo temático que trata do papel do Estado como proprietário, a atenção da OCDE está voltada para a qualidade da governança das empresas estatais, que deve ser dirigida com profissionalismo e efetividade. Esta segunda diretriz estabelece que o Estado deve conceder autonomia operacional plena às empresas estatais, evitar constantes redefinições dos objetivos das companhias, respeitar a independência dos conselhos de administração, centralizar o exercício do direito de propriedade em uma única entidade ou órgão de coordenação e se comportar como um acionista ativo e informado, comparecendo em todas as assembleias, indicando conselheiros por meritocracia e fiscalizando a execução dos objetivos das empresas estatais.³⁹³

A terceira diretriz está relacionada às empresas estatais atuantes no mercado. De acordo com a OCDE, a disciplina normativa e regulatória das empresas estatais deve assegurar um nível de concorrência justa no mercado, sendo imprescindível uma clara separação entre a função de proprietário do Estado com outras funções, como por exemplo, a de regulação do mercado.³⁹⁴

A OCDE prescreve ainda que, no caso das empresas estatais que atuam no mercado e, ao mesmo tempo, combinam objetivos de políticas públicas, devem ser mantidos altos padrões de transparência e divulgação de seus custos e receitas, repassando-se ao Estado os custos com as políticas públicas.³⁹⁵

A quarta diretriz diz respeito a um princípio que se tornou universal no campo da governança corporativa, qual seja o tratamento equitativo dos acionistas (*fairness*)³⁹⁶. A OCDE estabelece que, no caso das empresas estatais de capital aberto, tanto o Estado quanto a própria companhia deve tratar os acionistas de forma equitativa, assegurando a todos eles a divulgação de informações, a participação dos

³⁹² OCDE. **Diretrizes da OCDE sobre Governança Corporativa de Empresas Estatais**, 2015, p. 19. Disponível em: <<https://doi.org/10.1787/9789264181106-pt>>. Acesso em: 09 dez. de 2018.

³⁹³ OCDE. **Diretrizes da OCDE sobre Governança Corporativa de Empresas Estatais**, 2015, p. 20. Disponível em: <<https://doi.org/10.1787/9789264181106-pt>>. Acesso em: 09 dez. de 2018.

³⁹⁴ OCDE. **Diretrizes da OCDE sobre Governança Corporativa de Empresas Estatais**, 2015, p. 22. Disponível em: <<https://doi.org/10.1787/9789264181106-pt>>. Acesso em: 09 dez. de 2018.

³⁹⁵ OCDE. **Diretrizes da OCDE sobre Governança Corporativa de Empresas Estatais**, 2015, p. 22. Disponível em: <<https://doi.org/10.1787/9789264181106-pt>>. Acesso em: 09 dez. de 2018.

³⁹⁶ Segundo o IBGC, o princípio da equidade (*fairness*) “caracteriza-se pelo tratamento justo e isonômico de todos os sócios e demais partes interessadas (*stakeholders*), levando em consideração seus direitos, deveres, necessidades, interesses e expectativas”. (IBGC, Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Princípios básicos**. Disponível em: <<https://www.ibgc.org.br/governanca/governanca-corporativa/principios-basicos>>. Acesso em: 18 dez. de 2018).

minoritários nas assembleias gerais e a garantia de que as transações entre o Estado e a empresa estatal observarão as condições de mercado.³⁹⁷

Na quinta diretriz, a OCDE demonstra uma preocupação com as transações firmadas entre as empresas estatais e partes interessadas, e também com um padrão de conduta empresarial responsável (*compliance*). Frente a essa realidade, a organização orienta que a política de propriedade estatal deve reconhecer as responsabilidades das empresas estatais junto às partes interessadas e exigir que as companhias divulguem as relações e transações inter primos. Além disso, os conselhos de administração têm o dever de desenvolver programas de controle interno, ético e conformidade, visando sempre a prevenção da fraude e da corrupção.³⁹⁸

A sexta diretriz do programa de governança da OCDE consagra o princípio universal da divulgação e transparência (*disclosure*). Segundo a organização, as empresas estatais devem observar elevados padrões de transparência e adotar os mais altos padrões contábeis e de auditoria. Elas também têm o dever de registrar em seus relatórios as informações materiais financeiras e não financeiras acerca da companhia, tais como os objetivos de políticas públicas desenvolvidos; os propósitos da empresa; os resultados financeiros e operacionais; a estrutura de governança, propriedade e voto; a remuneração dos conselheiros e executivos-chave; as qualificações dos conselheiros e as ajudas financeiras provenientes do Estado.³⁹⁹

Por fim, a sétima diretriz trata da responsabilidade dos conselhos de empresas estatais, que devem atuar de forma íntegra, com responsabilidade empresarial e prestar contas dos seus atos (*accountability*).⁴⁰⁰

A organização prescreve ainda que os conselhos das empresas estatais precisam ter mandato claro com o desempenho avaliado pelos acionistas. Além disso, o conselho deve ser totalmente responsável pelas suas ações, atuar no melhor interesse da sociedade e tratar todos os acionistas com equidade.⁴⁰¹

Os conselhos também deverão exercer a fiscalização da empresa de forma efetiva e garantir níveis de remuneração dos executivos, que sejam alinhados

³⁹⁷ OCDE. **Diretrizes da OCDE sobre Governança Corporativa de Empresas Estatais**, 2015, p. 24. Disponível em: <<https://doi.org/10.1787/9789264181106-pt>>. Acesso em: 09 dez. de 2018.

³⁹⁸ OCDE. **Diretrizes da OCDE sobre Governança Corporativa de Empresas Estatais**, 2015, p. 26. Disponível em: <<https://doi.org/10.1787/9789264181106-pt>>. Acesso em: 09 dez. de 2018.

³⁹⁹ OCDE. **Diretrizes da OCDE sobre Governança Corporativa de Empresas Estatais**, 2015, p. 28. Disponível em: <<https://doi.org/10.1787/9789264181106-pt>>. Acesso em: 09 dez. de 2018.

⁴⁰⁰ OCDE. **Diretrizes da OCDE sobre Governança Corporativa de Empresas Estatais**, 2015, p. 30. Disponível em: <<https://doi.org/10.1787/9789264181106-pt>>. Acesso em: 09 dez. de 2018.

⁴⁰¹ OCDE. **Diretrizes da OCDE sobre Governança Corporativa de Empresas Estatais**, 2015, p. 30. Disponível em: <<https://doi.org/10.1787/9789264181106-pt>>. Acesso em: 09 dez. de 2018.

ao interesse social de longo prazo. Por fim, diz a sétima diretriz que todos os membros dos conselhos devem ser indicados por suas qualificações e méritos e, os independentes, não devem possuir qualquer conflito de interesses com a companhia ou com os demais acionistas e investidores.⁴⁰²

As diretrizes da OCDE serão revisitadas novamente, de forma comparativa, quando for analisada, no último capítulo, a efetividade dos mecanismos de governança da Lei 13.303, de 30 Junho de 2016, para tratar dos principais conflitos de interesses das sociedades de economia mista. De todo modo, no próximo tópico, para encerrar este capítulo, será discorrido brevemente acerca da estrutura de governança inaugurada pela citada lei, dando enfoque às suas principais características.

3.7 A GOVERNANÇA CORPORATIVA NA LEI 13.303, DE 30 JUNHO DE 2016

Não se pode negar que as empresas estatais desempenham um papel relevante para o desenvolvimento econômico do país, seja pelo seu objetivo de realização de políticas públicas, seja pela sua atuação no mercado. Entretanto, também é fato que a atuação empresarial do Estado sempre gerou debates acirrados, por vezes, com certa dosagem de ideologia.

De um lado estão aqueles que defendem que a empresa estatal não é um privilégio brasileiro e que ela é fundamental para prover bens e serviços de qualidade à população. Na outra ponta figuram aqueles que acreditam que a iniciativa privada pode assumir esse papel com mais eficiência e impulsionar ainda mais o desenvolvimento econômico.⁴⁰³

Não obstante essa discussão, já destacou-se anteriormente que, nas sociedades de economia mista, a simples existência de objetivos concorrentes, em que a racionalidade econômica deve ser relativizada diante de políticas governamentais, já é o bastante para gerar um conflito de interesses natural nessas empresas.

Essa tensão societária fica ainda mais intensa nas companhias abertas, onde o Estado, na condição de controlador, decide acionar a poupança popular para

⁴⁰² OCDE. **Diretrizes da OCDE sobre Governança Corporativa de Empresas Estatais**, 2015, p. 30. Disponível em: <<https://doi.org/10.1787/9789264181106-pt>>. Acesso em: 09 dez. de 2018.

⁴⁰³ DEPARTAMENTO INTERSINDICAL DE ESTATÍSTICA E ESTUDOS SOCIOECONÔMICOS. DIEESE. **Nota Técnica**, nº 189, jan./2018. Disponível em: <<https://goo.gl/cSna78>> Acesso em: 13 dez. de 2018

capitalizar a empresa, porém, nem sempre demonstra uma responsabilidade corporativa para com os demais acionistas e investidores.

A falta de transparência e planejamento, os casos de corrupção e o uso excessivo das estatais para fins político-eleitorais são temas que vem sendo discutidos há anos no Brasil. Ao mesmo tempo em que o Estado se coloca como garantidor das reivindicações sociais, os seus integrantes são frequentemente envolvidos em casos de corrupção ou uso irregular da máquina pública.⁴⁰⁴

E não se trata de um problema exclusivo do Brasil. Diversas nações também enfrentam os mesmos problemas. Não é por outra razão que a OCDE, externando a sua preocupação com o governo dos empreendimentos e ativos do Estado, elaborou as diretrizes de governança para as empresas estatais.

Em 1979, quando foi criada a Secretaria de Coordenação e Governança das Empresas Estatais – SEST, órgão vinculado à União e responsável pelas empresas estatais federais, já havia uma preocupação com a falta de visão sistêmica, organização e o nível de endividamento dessas companhias,⁴⁰⁵ o que já revelava falhas de gestão nessas companhias.

Argumenta-se que nos anos 90, durante a onda neoliberal vivenciada no Brasil, após a realização do “consenso de Washington”⁴⁰⁶, deu-se início a um intenso processo de privatizações de empresas estais, com o simples objetivo de reduzir o Estado, corroer o conceito de nação e intensificar as importações de bens e serviços, o que seria feito em nome do mercado auto-regulável.⁴⁰⁷

Entretanto, é preciso destacar que, ao prescindir da iniciativa privada em setores econômicos importantes, como mineração e siderurgia, o Estado se viu obrigado a realizar aportes altíssimos para manter os investimentos das companhias

⁴⁰⁴ RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; ALVES, Giovanni Ribeiro Rodrigues. **Desenvolvimento e Reforma Institucional: Os exemplos do BNDES e das Sociedades Estatais no Brasil**. In: SILVEIRA, Vladimir Oliveira da; SANCHES, Samyra Napolini; COUTO, Monica Benetti. (Orgs.) Direito e Desenvolvimento no Brasil do Século XXI. Direito e desenvolvimento no Brasil do século XXI, Brasília: Ipea; CONPEDI, 2013, p. 151-166. Disponível em: <<https://bit.ly/2EwXFt0>> Acesso em: 15 dez. de 2018

⁴⁰⁵ SECRETARIA DE COORDENAÇÃO E GOVERNANÇA DAS EMPRESAS ESTATAIS - SEST. A SEST. **Revista das Estatais**. Ministério do Planejamento, Desenvolvimento e Gestão. Vol. 1 (jan. 2017). Brasília: MP, - 2017.

⁴⁰⁶ O termo consenso de Washington foi difundido após um encontro na capital dos Estados Unidos, realizado em 1989, onde se reuniram os funcionários do governo norte-americano, do BIRD e do FMI, para debater os problemas econômicos e a efetividade das reformas empreendidas nos países latino americanos. (BATISTA, Paulo Nogueira. **O consenso de Washington: A visão neoliberal dos problemas latino-americanos**. Trabalho publicado originalmente em Barbosa Lima Sobrinho e outros autores, Em Defesa do Interesse Nacional: Desinformação e Alienação do Patrimônio Público, São Paulo: Paz e Terra, 1994. Disponível em: <<https://bit.ly/2PFg87U>> Acesso em: 15 dez. de 2018)

⁴⁰⁷ GENNARI, Adilson Marques. Globalização, Neoliberalismo e Abertura Econômica no Brasil nos anos 90. **Revista Pesquisa & Debate**. São Paulo, volume 13, n. 1, p. 30-45, 2002. Disponível em: <<file:///C:/Users/felip/Downloads/12029-28857-1-SM.pdf>> Acesso em: 15 dez. de 2018

estatais, o que acabava afetando o resultado das políticas públicas em áreas mais essenciais para a população, como saúde, educação e segurança. Além disso, a pouca preocupação com a eficiência, tornou diversas empresas estatais deficitárias e incapazes de dar continuidade às políticas governamentais, não havendo alternativa, senão a privatização.⁴⁰⁸

Mais recentemente, a “Operação Lava Jato”, deflagrada em 17 de março de 2014, pela Polícia Federal, revelou um dos maiores escândalos de corrupção do mundo, envolvendo a Petrobras, a maior estatal do Brasil, cujos esquemas de desvios e lavagem de dinheiro eram orquestrados por poderosos políticos, altos executivos da petrolífera e as maiores empreiteiras do país.⁴⁰⁹

Segundo o Ministério Público Federal, os crimes já denunciados, no âmbito da Lava Jato, envolvem o pagamento de propina de aproximadamente R\$ 6.400.000.000,00 (seis bilhões e quatrocentos milhões de reais). Além disso, outros R\$ 12.300.000.000,00 (doze bilhões e trezentos milhões de reais) são alvo de recuperação de ativos por meio de acordos de colaboração, sendo que parte desse momento é fruto de repatriação, e uma outra parcela já está bloqueada em processos judiciais.⁴¹⁰

Ao comentar o caso da Petrobras no âmbito de uma entrevista concedida a um veículo de comunicação, o ministro do Tribunal de Contas da União, Benjamin Zymler⁴¹¹, disse que a estatal é autora⁴¹² e vítima dos atos ilícitos cometidos pelos seus administradores, pois, não se pode perder de vista que os seus sócios sofreram prejuízos. Portanto, disso o ministro, não deve causar estranheza o fato de ela vir a ser responsabilizada pelos danos causados aos seus investidores.⁴¹³

⁴⁰⁸ SCHIRATO, Vitor Rhein. **As empresas estatais no Direito Administrativo Econômico atual**. Série IDP. São Paulo: Saraiva, 2016, p. 31

⁴⁰⁹ RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; PETHECHUST, Eloi. Perspectivas para as empresas estatais no Brasil: propostas para um estatuto jurídico. **Revista de Direito Administrativo & Constitucional**. Belo Horizonte: Fórum, ano 15, nº 62, out./dez. de 2015, p. 99-121

⁴¹⁰ BRASIL, Ministério Público Federal. MPF. **A Lava Jato em números no Paraná**. Disponível em: <<https://goo.gl/FDRPT1>> Acesso em: 14 dez. de 2018.

⁴¹¹ Nota do autor: O ministro Benjamin Zymler é o relator do processo administrativo que tramita no Tribunal de Contas de União e que apura os casos de corrupção envolvendo a refinaria Abreu e Lima, de propriedade da Petrobras.

⁴¹² Nota do autor: A fala do Ministro Benjamin Zymler é contrária ao entendimento do Ministério Público Federal, que defende que a Petrobras foi apenas vítima, e também daqueles que argumentam que não cabe a responsabilização da companhia, em decorrência de atos ilícitos causados pelos administradores. De todo modo, é uma posição que encontra respaldo em juristas de escol, como por exemplo, Fábio Ulhoa Coelho (COELHO, Fábio Ulhoa. Parecer Jurídico. *In*: CARVALHOSA, Modesto; *et. al* (Coord.). **A Responsabilidade civil da empresa perante os investidores**. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 183)

⁴¹³ ZYMLER, Benjamin. **Distribuição de Prejuízos. Como pessoa jurídica, Petrobras é autora e vítima dos mesmos atos ilícitos**. Entrevista concedida ao site Conjur no dia 25 de nov. 2017. Disponível em: <<https://www.conjur.com.br/2017-nov-25/entrevista-benjamin-zymler-conselheiro-tcu>> Acesso em: 16 dez. de 2018

O caso Petrobras confirma que houve repetidas falhas de governança na companhia, especialmente com relação aos seus controles internos e a área de *compliance*, que eram bastante fracos⁴¹⁴.

Foi na esteira desse grave escândalo de corrupção, considerado como um dos maiores da história, que o Congresso Nacional aprovou a Lei 13.301, de 30 de junho de 2016, que institui o Estatuto Jurídico das Empresas Estatais, amparado no artigo 173, §1º, da Constituição da República.

Segundo Alexandre Santos de Aragão, o novel estatuto foi bastante abrangente, ao englobar também as empresas estatais prestadoras de serviço público,⁴¹⁵ ao contrário do que vinha decidindo a jurisprudência do Supremo Tribunal Federal⁴¹⁶, porém, foi bastante tímido ao tratar de questões privadas que tocam as estatais, como por exemplo as relações trabalhistas e comerciais.⁴¹⁷

Como registra Márcio Iório Aranha, há anos as empresas estatais travam uma batalha judicial para buscar o esclarecimento do regime jurídico constante no artigo 173, §3º, da Constituição da República de 1988⁴¹⁸, de modo que o estatuto perdeu a oportunidade de atenuar essas obscuridades.

Basicamente, o estatuto está dividido em duas partes, a primeira, que ressalta aspectos societários e trata das práticas de governança corporativa, e que se diga, é de interesse deste trabalho, e a segunda, que trata de um regime específico de licitações e contratos, e que procura tentar aproximar as empresas estatais de um modelo empresarial privado.⁴¹⁹

⁴¹⁴ No seu formulário de referências (publicação exigida pela Comissão de Valores Mobiliário, em que são reportadas as avaliações sobre os controles internos) divulgado em 2016, a Petrobras confirmou que os controles internos relacionados à preparação das demonstrações contábeis foram ineficazes, pois continham deficiências significativas. (SILVA, Wilson Cedraz da. **Governança, Gestão de Riscos e Conformidade: Petrobras e Eletrobras, Antes e Depois da Operação Lava Jato**. 170f. Dissertação (Mestrado em Administração). Programa de Pós-graduação em Administração da Universidade Federal da Bahia, 2016).

⁴¹⁵ ARAGÃO, Alexandre Santos de. **Empresas Estatais. O Regime Jurídico das Empresas Públicas e Sociedades de Economia Mista**. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 175

⁴¹⁶ Ementa: [...] 2. As sociedades de economia mista e as empresas públicas que explorem atividade econômica em sentido estrito estão sujeitas, nos termos do disposto no § 1º do artigo 173 da Constituição do Brasil, ao regime jurídico próprio das empresas privadas. [...] 4. O § 1º do artigo 173 da Constituição do Brasil não se aplica às empresas públicas, sociedades de economia mista e entidades (estatais) que prestam serviço público. [...] (BRASIL, Supremo Tribunal Federal. **Acórdão na Ação Direta de Inconstitucionalidade nº 1642**. Relator: Ministro Eros Roberto Grau. Julgado em 03/04/2008. Publicado no DJ de 18-09-2008, p.194).

⁴¹⁷ ARAGÃO, Alexandre Santos de. **Empresas Estatais. O Regime Jurídico das Empresas Públicas e Sociedades de Economia Mista**. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 175

⁴¹⁸ ARANHA, Márcio Iório. O objeto do Estatuto Jurídico das Estatais e os Regimes Jurídicos da Empresa Pública e da Sociedade de Economia Mista. In: NORONHA, João Otávio de; et. al. (Coord.) **Estatuto Jurídico das Estatais. Análise da Lei nº 13.303/2016**. Belo Horizonte: Fórum, 2017, p. 46

⁴¹⁹ ARANHA, Márcio Iório. O objeto do Estatuto Jurídico das Estatais e os Regimes Jurídicos da Empresa Pública e da Sociedade de Economia Mista. In: NORONHA, João Otávio de; et. al. (Coord.) **Estatuto Jurídico das Estatais. Análise da Lei nº 13.303/2016**. Belo Horizonte: Fórum, 2017, p. 48

No que toca às práticas de governança corporativa, o estatuto teve o cuidado de prescrever que elas não são dirigidas apenas às empresas públicas e sociedades de economia mista. Ao reverso, o legislador também demonstrou uma preocupação com os novos arranjos societários que fazem parte da realidade da Administração Pública, como por exemplo, as Sociedades de Propósito Específico e os Consórcios Empresariais.

A formação de parcerias societárias ou contratuais com o setor privado permite ao Estado a realização dos seus objetivos estratégicos de forma mais eficiente,⁴²⁰ pois além de contar com os aportes financeiros do investidor, proporcionais à participação no empreendimento, ganha também o *know-how* e o dinamismo do mundo privado.

Nesse sentido, segundo a orientação do artigo 1º, §7º, do Estatuto das Estatais, na participação em sociedades empresarias e consórcios em que as empresas estatais não detenham o controle acionário, essas deverão adotar práticas de governança e controle proporcionais à relevância, à materialidade e aos riscos do negócio que estão participando.

De uma leitura atenta do Parecer nº 1.188, de 2015, de autoria do Senador Tasso Jereissati, Relator do Projeto de Lei do Senado nº 555, de 2015, extrai-se que a estrutura da Lei das Estatais baseou-se no padrão do denominado Novo Mercado da BM&F Bovespa⁴²¹, o que demonstra que tal legislação está alinhada com os valores básicos e universais da governança corporativa, que reitera-se, é composto pelos seguintes princípios: equidade (*fairness*); transparência (*disclosure*); prestação de contas (*accountability*) e responsabilidade corporativa (*compliance*)⁴²².

Baseada nesses princípios universais de governança corporativa, o Estatuto das Empresas Estatais estabeleceu alguns mecanismos para tentar reduzir a assimetria informacional, amenizar a tensão entre o acionista controlador, perseguidor

⁴²⁰ SCWIND, Rafael Wallbach. A participação de empresas estatais no capital de empresas privadas que não integram a Administração Pública. In: JUSTEN FILHO, Marçal (org). **Estatuto Jurídico das Empresas Estatais. Lei 13.303/2016 – Lei das Estatais**. São Paulo: RT, 2016, P. 73.

⁴²¹ BRASIL. **Parecer nº 1.188, de 2015**. Gabinete do Senador Tasso Jereissati. Sobre as emendas apresentadas ao Projeto de Lei do Senado (PLS) nº 555, de 2015, da Comissão Mista instituída pelo ATN nº 3, de 2015 – Responsabilidade das Estatais (CN), que dispõe sobre a responsabilidade das sociedades de economia mista e empresas públicas que especifica, no âmbito da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, e sobre seu estatuto jurídico. Disponível em: <<http://legis.senado.leg.br/sdleg-getter/documento?dm=4159126&disposition=inline>> acesso em: 17 de nov. 2017.

⁴²² IBGC, Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Princípios básicos**. Disponível em: <<https://www.ibgc.org.br/governanca/governanca-corporativa/principios-basicos>>. Acesso em: 18 dez. de 2018

do interesse público⁴²³, e os acionistas minoritários, perseguidores da acumulação capitalista (lucro), evitar a expropriação dos acionistas e garantir sustentabilidade empresarial.

O Estatuto das Estatais procurou adotar elementos centrais que compõem uma boa estrutura de governança, tais como a assembleia de acionistas; conselho de administração; comitês de assessoramento do conselho de administração, diretoria executiva e comitê de auditoria estatutário⁴²⁴, além de tentar definir a política de propriedade do Estado e o exercício do poder de controle, traçar regras de transparência e estabelecer um regime de responsabilidade empresarial voltado à integridade, gestão de riscos e *compliance*.

O espectro de incidência do estatuto é bastante amplo. Conforme já descrito acima, as práticas de governança corporativa devem ser implantadas nas sociedades de economia mista, empresas públicas, suas subsidiárias e controladas, e também nas sociedades de propósito específico e consórcios públicos, em que o Estado figure, diretamente ou indiretamente, como parte, inclusive na condição de sócio ou parceiro minoritário.⁴²⁵

Para o último caso, prescreve o artigo 1º, §7º, do estatuto, que, quando o Estado figurar como acionista minoritário, as práticas de governança e controle deverão ser proporcionais à relevância, à materialidade e aos riscos do negócio, devendo sempre levar em consideração as informações estratégicas, as condições financeiras, os riscos das obras e projetos e a rentabilidade do negócios.⁴²⁶

No capítulo segundo do estatuto, que é todo dedicado ao regime societário da empresa pública e da sociedade de economia mista, o legislador estabelece no artigo 6º, as regras básicas que deverão ser observadas pelo estatuto das empresas pública, das sociedades de economia mista e de suas subsidiárias, como por exemplo as práticas de gestão de riscos e controle interno, composição da administração e

⁴²³ Ary Oswaldo Mattos Filho não deixa esquecer que “o conceito de interesse público pode sofrer um abrandamento ou um aumento de seu campo de atuação, dependendo da preferência ideológica do intérprete” (MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. **Direito dos Valores Mobiliários**. Vol. I, Tomo II, São Paulo: FGV, 2015. p. 447).

⁴²⁴ SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. **Governança Corporativa. No Brasil e no Mundo**. 2. ed., Rio de Janeiro: Elsevier, 2015, p. 145

⁴²⁵ AMARAL, Paulo Osternack. A Lei 13.303/2016, A criação das empresas estatais e a participação minoritária em empresas privadas. In: JUSTEN FILHO, Marçal. (org.). **Estatuto Jurídico das Empresas Estatais. Lei 13.303/2016 – Lei das Estatais**. São Paulo: RT, 2017, p. 60

⁴²⁶ BRASIL. **Lei nº 13.303, de 30 de junho de 2016**. Dispõe sobre o estatuto jurídico da empresa pública, da sociedade de economia mista e de suas subsidiárias, no âmbito da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2016/lei/113303.htm>. Acesso em: 17 set. de 2018.

mecanismos de proteção dos acionistas.⁴²⁷

O artigo 7º do Estatuto incorpora outra prática de governança relevante, aplicável tanto para a empresa pública quanto para a sociedade de economia mista, de capital aberto ou fechado, companhias abertas, que diz respeito às normas da Comissão de Valores Mobiliários sobre escrituração e elaboração de demonstrações financeiras, além da contratação de auditoria independente.

Não se pode perder de vista que os países estão vivenciando a era da convergência das normas contábeis aos padrões internacionais e, um dos objetivos da Comissão de Valores Mobiliários é criar um ambiente que garanta a alocação eficiente de recursos no mercado de capitais.

Assim, ao prescrever que as empresas estatais deverão adotar o padrão contábil editado pela Comissão de Valores Mobiliários, o estatuto nada mais está fazendo do que acompanhar aquela convergência internacional, que se diga, no Brasil, começou a ser observada com a entrada em vigor da Lei 11.638, de 28 de dezembro de 2007, que alterou a Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e passou a seguir os padrões contábeis ditados pelo Comitê de Normas Internacionais de Contabilidade (*International Accounting Standards Board-IASB*) por meio das normas internacionais de contabilidade (*International Financial Reporting Standards-IFRS*).

428429

Por outro lado, com relação a obrigação de as demonstrações financeiras

⁴²⁷ De maneira semelhante à Secretaria de Coordenação e Governança das Empresas Estatais – SEST no âmbito federal, no Estado do Paraná existe o Conselho de Controle das Empresas Estaduais - CCEE, órgão colegiado de caráter consultivo e normativo, vinculado à Secretaria de Estado da Fazenda e criado pela Lei Estadual 18875, de 27 de setembro de 2016. O CCEE tem, entre as suas atribuições, a função de assessorar o governador no estabelecimento de diretrizes para a orientação de práticas de governança corporativa e controle internos; acompanhar as atividades e avaliar o desempenho das empresas estatais e, também, deliberar sobre temas societários, financeiros, contábeis, entre outros, envolvendo as empresas estatais. E amparado nessas atribuições, o CCEE criou um modelo de estatuto social, com regras mínimas que deverão ser observadas pelas empresas do Estado. (BRASIL, Paraná. Lei 18.875, de 27 de Setembro de 2016. **Institui o Conselho de Controle das Empresas Estaduais e adota outras providências.** Disponível em: <<https://www.legislacao.pr.gov.br/legislacao/pesquisarAto.do?action=exibir&codAto=162810&indice=1&totalRegistros=1>> Acesso em: 18 dez. de 2018)

⁴²⁸ ANTUNES, Maria Thereza Pompa. A adoção no Brasil das normas internacionais de contabilidade IFRS: o processo e seus impactos na qualidade da informação contábil. **Revista de Economia & Relações Internacionais**, vol.10 (20), janeiro.2012.

⁴²⁹ O International Accounting Standards Board - IASB é uma organização internacional de normatização contábil que conseguiu ganhar o respeito e apoio tanto das entidades de contabilidade quanto dos reguladores dos principais mercados de capitais do mundo inteiro. Ela surgiu no início dos anos 2000, após uma transformação da International Accounting Standards Committee - IASC, que foi a primeira organização a reunir os conselhos de contabilidade de diversos países, que tinha por objetivo harmonizar as normas contábeis e apresentar uma alternativa aos Princípios Contábeis Geralmente Aceitos (US GAAP), padrão contábil que vigorava nos Estados Unidos. (ZEFF, Stephen A. A Evolução do IASC para o IASB e os desafios enfrentados. **Revista de Contabilidade e Finanças**, vol.25, São Paulo, set./dez. 2014.

das empresas estatais serem auditadas por uma auditoria independente (ou externa), deve-se esclarecer que o artigo 177, §3º, da Lei das Sociedades Anônimas, já estabelecia obrigação semelhante para as companhias abertas:

Art. 177. A escrituração da companhia será mantida em registros permanentes, com obediência aos preceitos da legislação comercial e desta Lei e aos princípios de contabilidade geralmente aceitos, devendo observar métodos ou critérios contábeis uniformes no tempo e registrar as mutações patrimoniais segundo o regime de competência.

[...]

§ 3º As demonstrações financeiras das companhias abertas observarão, ainda, as normas expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários e serão obrigatoriamente submetidas a auditoria por auditores independentes nela registrados. (g/n)⁴³⁰

O estatuto também institui diversos mecanismos para aumentar a transparência e garantir a integridade nas empresas estatais, os quais estão arrolados entre os artigos 8º e 10, podendo-se citar como exemplo, a carta anual de governança; a política de distribuição de dividendos; a política de transação com partes relacionadas; a adoção de regras de estruturas e práticas de gestão de riscos e controle interno para a ação dos administradores e empregados e a implantação de um sistema de *compliance*.

André Guskow Cardoso discorre que o estatuto manteve-se alinhado à Lei de Acesso de Informações (Lei 12.527, de 18 de novembro de 2011)⁴³¹, vez que estabelece que todos os documentos elaborados para cumprir os requisitos de transparência do artigo 8º deverão ser divulgados publicamente na *internet*, de forma permanente.⁴³²

A lei das estatais também demonstrou uma preocupação com relação aos administradores e membros dos conselhos fiscais das empresas, e estabeleceu, de forma inovadora, entre os artigos 16 e 17⁴³³, diversos requisitos para os ocupantes

⁴³⁰ BRASIL, **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404compilada.htm> Acesso em: 19 dez. de 2018.

⁴³¹ BRASIL, **Lei nº 12.527, de 18 de novembro de 2011**. Regula o acesso a informações previsto no inciso XXXIII do art. 5º, no inciso II do § 3º do art. 37 e no § 2º do art. 216 da Constituição Federal; altera a Lei nº 8.112, de 11 de dezembro de 1990; revoga a Lei nº 11.111, de 5 de maio de 2005, e dispositivos da Lei nº 8.159, de 8 de janeiro de 1991; e dá outras providências. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2011-2014/2011/lei/l12527.htm> Acesso em: 19 de dez. de 2018

⁴³² CARDOSO, André Guskow. Governança Corporativa, Transparência e *Compliance* nas Empresas Estatais: Regime Instituído pela Lei 13.303/2016 *In*: JUSTEN FILHO, Marçal. (org.). **Estatuto Jurídico das Empresas Estatais. Lei 13.303/2016 – Lei das Estatais**. São Paulo: RT, 2017, p. 101

⁴³³ Art. 16. Sem prejuízo do disposto nesta Lei, o administrador de empresa pública e de sociedade de economia mista é submetido às normas previstas na Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976.

desses cargos, que incluem formação compatível para a função a ser desempenhada; tempo de experiência profissional; inexistência de condenação por alguns crimes ou impedimentos pela lei da ficha limpa; inexistência de conflito de interesses com a

Parágrafo único. Consideram-se administradores da empresa pública e da sociedade de economia mista os membros do Conselho de Administração e da diretoria.

Art. 17. Os membros do Conselho de Administração e os indicados para os cargos de diretor, inclusive presidente, diretor-geral e diretor-presidente, serão escolhidos entre cidadãos de reputação ilibada e de notório conhecimento, devendo ser atendidos, alternativamente, um dos requisitos das alíneas "a", "b" e "c" do inciso I e, cumulativamente, os requisitos dos incisos II e III:

I - ter experiência profissional de, no mínimo:

a) 10 (dez) anos, no setor público ou privado, na área de atuação da empresa pública ou da sociedade de economia mista ou em área conexas àquela para a qual forem indicados em função de direção superior; ou

b) 4 (quatro) anos ocupando pelo menos um dos seguintes cargos:

1. cargo de direção ou de chefia superior em empresa de porte ou objeto social semelhante ao da empresa pública ou da sociedade de economia mista, entendendo-se como cargo de chefia superior aquele situado nos 2 (dois) níveis hierárquicos não estatutários mais altos da empresa;

2. cargo em comissão ou função de confiança equivalente a DAS-4 ou superior, no setor público;

3. cargo de docente ou de pesquisador em áreas de atuação da empresa pública ou da sociedade de economia mista;

c) 4 (quatro) anos de experiência como profissional liberal em atividade direta ou indiretamente vinculada à área de atuação da empresa pública ou sociedade de economia mista;

II - ter formação acadêmica compatível com o cargo para o qual foi indicado; e

III - não se enquadrar nas hipóteses de inelegibilidade previstas nas alíneas do inciso I do caput do art. 1º da Lei Complementar nº 64, de 18 de maio de 1990, com as alterações introduzidas pela Lei Complementar nº 135, de 4 de junho de 2010.

§ 1º O estatuto da empresa pública, da sociedade de economia mista e de suas subsidiárias poderá dispor sobre a contratação de seguro de responsabilidade civil pelos administradores.

§ 2º É vedada a indicação, para o Conselho de Administração e para a diretoria:

I - de representante do órgão regulador ao qual a empresa pública ou a sociedade de economia mista está sujeita, de Ministro de Estado, de Secretário de Estado, de Secretário Municipal, de titular de cargo, sem vínculo permanente com o serviço público, de natureza especial ou de direção e assessoramento superior na administração pública, de dirigente estatutário de partido político e de titular de mandato no Poder Legislativo de qualquer ente da federação, ainda que licenciados do cargo;

II - de pessoa que atuou, nos últimos 36 (trinta e seis) meses, como participante de estrutura decisória de partido político ou em trabalho vinculado a organização, estruturação e realização de campanha eleitoral;

III - de pessoa que exerça cargo em organização sindical;

IV - de pessoa que tenha firmado contrato ou parceria, como fornecedor ou comprador, demandante ou ofertante, de bens ou serviços de qualquer natureza, com a pessoa político-administrativa controladora da empresa pública ou da sociedade de economia mista ou com a própria empresa ou sociedade em período inferior a 3 (três) anos antes da data de nomeação;

V - de pessoa que tenha ou possa ter qualquer forma de conflito de interesse com a pessoa político-administrativa controladora da empresa pública ou da sociedade de economia mista ou com a própria empresa ou sociedade.

§ 3º A vedação prevista no inciso I do § 2º estende-se também aos parentes consanguíneos ou afins até o terceiro grau das pessoas nele mencionadas.

§ 4º Os administradores eleitos devem participar, na posse e anualmente, de treinamentos específicos sobre legislação societária e de mercado de capitais, divulgação de informações, controle interno, código de conduta, a Lei nº 12.846, de 1º de agosto de 2013 (Lei Anticorrupção), e demais temas relacionados às atividades da empresa pública ou da sociedade de economia mista.

§ 5º Os requisitos previstos no inciso I do caput poderão ser dispensados no caso de indicação de empregado da empresa pública ou da sociedade de economia mista para cargo de administrador ou como membro de comitê, desde que atendidos os seguintes quesitos mínimos:

I - o empregado tenha ingressado na empresa pública ou na sociedade de economia mista por meio de concurso público de provas ou de provas e títulos;

II - o empregado tenha mais de 10 (dez) anos de trabalho efetivo na empresa pública ou na sociedade de economia mista;

III - o empregado tenha ocupado cargo na gestão superior da empresa pública ou da sociedade de economia mista, comprovando sua capacidade para assumir as responsabilidades dos cargos de que trata o caput.

companhia ou acionista controlador; inexistência de impedimento por nepotismo; não estar ocupando cargos de secretário, ministro ou vinculado a estrutura decisória de partidos políticos, entre outros.

Por fim, outra novidade trazida pelo legislador foi a criação do comitê de auditoria estatutário nas empresas estatais, órgão este que está disciplinado pelo artigo 24 do estatuto.

O comitê de auditoria estatutário é órgão de assessoramento e não deliberativo. A sua função é apoiar o conselho de administração da companhia, o qual é responsável pela tomada de decisões acerca dos assuntos avaliados pelo comitê. Além disso, o comitê de auditoria também é responsável por avaliar os controles de auditoria e contabilidade e fazer a ponte entre a auditoria externa e o conselho de administração.⁴³⁴

Tal órgão tornou-se largamente difundido com a Lei *Sarbanes-Oxley* (*SOX Act*), que foi promulgada pelo congresso norte-americano como uma resposta aos graves escândalos de corrupção envolveram as empresas *Enron*, *WorldCom* e *Tyco*.⁴³⁵ Por força da legislação estadunidense, as empresas brasileiras que possuíam títulos negociados no mercado de capitais norte-americano (*ADR's – American Depositary Receipts*)⁴³⁶, também ficaram obrigadas a instituir o comitê de auditoria.⁴³⁷

Em face desta determinação da SOX, a Comissão de Valores Mobiliários fez uma consulta à *SEC – Securities and Exchange Commission* (agência reguladora do mercado de capitais norte-americano, que desempenha função semelhante à CVM) informando que o conselho fiscal previsto na Lei das Sociedades Anônimas poderia assumir as funções do comitê de auditoria.⁴³⁸

⁴³⁴ IBGC. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Orientações sobre comitês de auditoria: melhores práticas no assessoramento ao conselho de administração**. São Paulo, SP: IBGC/IBRACON, 2017. p. 21

⁴³⁵ PELEIAS, Ivam Ricardo; *et. al.* Comitê de auditoria ou órgãos equivalentes no contexto da Lei Sarbanes-Oxley: estudo da percepção dos gestores de empresas brasileiras emitentes de American Depositary Receipts – ADRs. **Revista Contabilidade Vista & Revista**. ISSN 0103-734X, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, v. 20, n. 1, p. 41-65, jan./mar. 2009.

⁴³⁶ A emissão de ADR's permite que empresas estrangeiras captem recursos no mercado de capitais norte americano de uma maneira mais fácil. Isso porque os ADR's são certificados de depósito negociados nas bolsas norte-americanas, que estão lastreados em ações mantidas em custódia no país de origem, e que podem ser facilmente convertidos em ações locais. PROCIANOY, Jairo Laser; KWITKO, Leonardo Costa. Ações empresas brasileiras e suas ADR's: uma nota sobre datas ex-dividend. **Revista Brasileira de Economia**, vol.61, nº. 01, Rio de Janeiro, Jan./Mar. 2007.

⁴³⁷ PELEIAS, Ivam Ricardo; *et. al.* Comitê de auditoria ou órgãos equivalentes no contexto da Lei Sarbanes-Oxley: estudo da percepção dos gestores de empresas brasileiras emitentes de American Depositary Receipts – ADRs. **Revista Contabilidade Vista & Revista**. ISSN 0103-734X, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, v. 20, n. 1, p. 41-65, jan./mar. 2009.

⁴³⁸ PELEIAS, Ivam Ricardo; *et. al.* Comitê de auditoria ou órgãos equivalentes no contexto da Lei Sarbanes-Oxley: estudo da percepção dos gestores de empresas brasileiras emitentes de American

Em resposta à consulta, a SEC confirmou que, de fato, algumas funções do comitê de auditoria poderiam ser assumidas por órgãos estatutários que desempenhassem funções semelhantes.⁴³⁹ Esta sinalização da SEC fez nascer no Brasil os chamados “conselhos fiscais turbinados”, em razão do acúmulo de funções.⁴⁴⁰⁴⁴¹

Vencida essa abordagem geral acerca das novidades trazidas pelo Estatuto das Estatais, com relação às práticas de governança corporativa, passa-se a descrever na sequência o último capítulo do trabalho, que versará basicamente sobre a efetividade dos mecanismos de governança do estatuto no tratamento dos principais conflitos de interesses que envolvem as sociedades de economia mista.

Depository Receipts – ADRs. **Revista Contabilidade Vista & Revista**. ISSN 0103-734X, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, v. 20, n. 1, p. 41-65, jan./mar. 2009.

⁴³⁹ PELEIAS, Ivam Ricardo; *et. al.* Comitê de auditoria ou órgãos equivalentes no contexto da Lei Sarbanes-Oxley: estudo da percepção dos gestores de empresas brasileiras emittentes de American Depository Receipts – ADRs. **Revista Contabilidade Vista & Revista**. ISSN 0103-734X, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, v. 20, n. 1, p. 41-65, jan./mar. 2009.

⁴⁴⁰ BAIOCO, Vitor Gomes; ALMEIDA, José Elias Feres de. Efeitos do comitê de auditoria e do conselho fiscal na qualidade da informação contábil no Brasil. **Revista de Contabilidade e Finanças da USP**, São Paulo, v. 28, n. 74, p. 229-248, mai./ago. 2017.

⁴⁴¹ Mas é preciso destacar que o comitê de auditoria e o conselho fiscal estão em posições hierárquicas diferentes. O primeiro está subordinado ao conselho de administração e deve ser composto por membros independentes deste conselho, com especialização em contabilidade societária. O segundo, por sua vez, é um órgão eleito pela Assembleia Geral e que representa todos os acionistas. Além, o conselho fiscal é uma instância societária autônoma que não está vinculado a qualquer outro órgão de administração da companhia. (FURUTA, Fernanda; SANTOS, Ariovaldo dos. **Comitê de Auditoria versus Conselho Fiscal Adaptado: a visão dos analistas de mercado e dos executivos das empresas que possuem ADRs**. Revista Contabilidade & Finanças, USP, São Paulo, v. 21, n. 53, maio/agosto 2010.

4. CONFLITO DE INTERESSES E ESTRATÉGIAS DE GOVERNANÇA

4.1 BREVES CONSIDERAÇÕES ACERCA DO CONFLITO DE INTERESSES NAS SOCIEDADES DE ECONOMIA MISTA

O termo “interesse”, na língua portuguesa, é derivada da palavra latina *intersvm*, e tem ampla conotação na seara jurídica.⁴⁴² Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França, amparado nos ensinamentos de Pier Giusto Jaeger, diz que “por interesse pode-se entender a relação existente entre um sujeito, que possui uma necessidade, e o bem apto a satisfazê-la, determinada na previsão geral e abstrata de uma norma”.⁴⁴³

É noção que não se confunde com o conceito de direito objetivo, entendido este como o direito presente em determinando ordenamento jurídico (*norma agendi*)⁴⁴⁴, ou com o conceito de direito subjetivo, que é o poder faculdade de exigir a satisfação de um direito positivado pela norma jurídica (*facultas agendi*).⁴⁴⁵

Quando a satisfação de uma necessidade limita ou exclui outras, nasce o conflito de interesses, que pode ser total ou parcial. No primeiro caso, a satisfação da necessidade de uma parte exige o sacrifício do interesse da outra. Já no conflito parcial pode haver algum grau de convergência dos interesses dos envolvidos.⁴⁴⁶

Segundo Carnelutti, o conflito de interesses é elemento econômico e a razão de existir do direito. Logo, qualquer fenômeno jurídico tem como pano de fundo um conflito de interesses.⁴⁴⁷

No âmbito do direito societário a expressão “conflito de interesses” também não é unívoca. Originalmente, a atenção da doutrina esteve mais voltada para o

⁴⁴² CUNHA, Rodrigo Ferraz Pimenta da. **Estrutura de Interesses nas Sociedades Anônimas**. Hierarquia e Conflitos. São Paulo: Quartier Latin, 2007, p. 23

⁴⁴³ JAEGER, Pier Giusto. **L' interesse sociale**. Milano: Dott. A. Giuffrè Editore, 1964, p. 3 *apud* FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo; FRANÇA Novaes. **Conflito de Interesses nas Assembleias de S.A.** 2. ed. rev. e ampl., São Paulo: Malheiros, 2014, p. 22

⁴⁴⁴ FRANZOLIN, Claudio José. **Lições de Teoria Geral do Direito**. São Paulo: Atlas, 2013, p. 16

⁴⁴⁵ ALVES, José Carlos Moreira. Direito subjetivo, pretensão e ação. Revista de Processo, São Paulo, (47): 109-23, jul-set. 1987 *apud* TESHEINER, José Maria Rosa. Situações Subjetivas e Processo. **Revista Direito e Democracia**, Canos, v. 2, jul-dez/2001, p. 449-456.

⁴⁴⁶ FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo; FRANÇA Novaes. **Conflito de Interesses nas Assembleias de S.A.** 2. ed. rev. e ampl., São Paulo: Malheiros, 2014, p. 22

⁴⁴⁷ CARNELUTTI, Francesco. Teoria Generale del Diritto. Roma: Foro Italiano, 1946, p. 25 *apud* CUNHA, Rodrigo Ferraz Pimenta da. **Estrutura de Interesses nas Sociedades Anônimas**. Hierarquia e Conflitos. São Paulo: Quartier Latin, 2007, p. 254

clássico problema de agência verificado por Berle e Means, em que o conflito de interesses se estabelece entre os sócios (principais) e os gestores (agentes).⁴⁴⁸

É preciso destacar, no entanto, que a literatura econômica e, especialmente o direito anglo-saxão, utilizam a expressão “problemas de agência” para todos os conflitos societários, e também para qualquer relação contratual sujeita à assimetria de informações, não se limitando, portanto, aos conflitos entre acionistas e gestores.⁴⁴⁹

John Armour, Henry Hansmann e Reinier Kraakman apontam que a sociedade empresária convive com três conflitos de interesse (ou problemas de agência). O primeiro é o conflito entre os sócios (principais) e os gestores (agentes), já destacado anteriormente. De acordo com os autores, o problema, neste caso, é garantir a motivação para que os administradores realizem os interesses dos acionistas.⁴⁵⁰

O segundo conflito é representado pelas tensões entre acionista controlador ou grupo de controle e os acionistas minoritários. Para os autores, o problema de agência neste cenário repousa no risco de expropriação que os controladores causam nos minoritários.⁴⁵¹

Por fim, o terceiro conflito de interesses observado por John Armour, Henry Hansmann e Reinier Kraakman diz respeito ao conflito que se estabelece entre a própria sociedade empresária, incluindo seus acionistas, e os terceiros com quem ela contrata, especialmente credores, empregados e consumidores. Nesta situação, o problema de agência é garantir que não haja a expropriação dos credores e a exploração dos empregados e consumidores.⁴⁵²

O conflito de interesses é algo inato à grande empresa, pois ali devem

⁴⁴⁸ SCHAPIRO, Mario Gomes; MARINHO, Sarah Morganna Matos. Conflito de Interesses nas Empresas Estatais: Uma análise dos casos Eletrobrás e Sabesp. **Revista Direito e Práxis**, Rio de Janeiro, Vol. 9, nº 3, 2018, p. 1424-1461. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/rdp/v9n3/2179-8966-rdp-9-3-1424.pdf>> acesso em: 30 de outubro de 2018

⁴⁴⁹ ARMOUR, John; *et. al.* Problemas de Agência e Estratégias Jurídicas. In: KRAAKMAN, Reinier. **A Anatomia do Direito Societário**. Uma abordagem comparada e funcional. Tradução: Mariana Pargendler. 3. ed., São Paulo: Singular, 2018, p. 79-109

⁴⁵⁰ ARMOUR, John; *et. al.* Problemas de Agência e Estratégias Jurídicas. In: KRAAKMAN, Reinier. **A Anatomia do Direito Societário**. Uma abordagem comparada e funcional. Tradução: Mariana Pargendler. 3. ed., São Paulo: Singular, 2018, p. 79-109

⁴⁵¹ ARMOUR, John; *et. al.* Problemas de Agência e Estratégias Jurídicas. In: KRAAKMAN, Reinier. **A Anatomia do Direito Societário**. Uma abordagem comparada e funcional. Tradução: Mariana Pargendler. 3. ed., São Paulo: Singular, 2018, p. 79-109

⁴⁵² ARMOUR, John; *et. al.* Problemas de Agência e Estratégias Jurídicas. In: KRAAKMAN, Reinier. **A Anatomia do Direito Societário**. Uma abordagem comparada e funcional. Tradução: Mariana Pargendler. 3. ed., São Paulo: Singular, 2018, p. 79-109

equilibrar-se os interesses dos sócios, administradores, credores e trabalhadores.⁴⁵³ Ademais, lembra que toda empresa organizada tem como função solucionar os conflitos das pessoas que nela atuam.⁴⁵⁴

As sociedades de economia mista, especialmente as de capital aberto, não estão imunes a esses conflitos,⁴⁵⁵ devendo-se registrar, porém, que segundo a doutrina⁴⁵⁶, o principal problema de agência dessas companhias é o que se estabelece entre o acionista controlador e os minoritários.

Reconhece, nesse sentido, Mario Engler Pinto Junior, que a empresa estatal carrega os problemas típicos da grande companhia de capital aberto. Além dos problemas de agência comuns às empresas de capital disperso, ela convive com as características do controle concentrado, neste caso, nas mãos do Estado, o que sobleva a utilização da empresa para fins políticos e acaba comprometendo o resultado financeiro aguardado pelos demais investidores.⁴⁵⁷

Com efeito a prática tem revelado que, em grande parte dos casos, os conflitos societários desencadeados no âmbito das sociedades de economias mista tiveram como ponto seminal uma suposta conduta abusiva por parte do acionista controlador.

Nesse sentido, traz-se à colação como exemplo recente o Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2015/10677⁴⁵⁸, em que a União foi acusada de ter participado diretamente da novação de uma dívida da Amazonas Energia S.A. (subsidiária da Eletrobrás) para com a Petrobras, ambas sob o controle daquele ente político.

Segundo o relatório de acusação apresentado pela Superintendência de

⁴⁵³ SALOMÃO FILHO, Calixto. **O novo Direito Societário**, 4. ed., rev. e ampl., São Paulo: Malheiros, 2011, p. 20

⁴⁵⁴ LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros Leães. Pareceres. v. 1, São Paulo: Singular, 2004, p. 1486 *apud* CUNHA, Rodrigo Ferraz Pimenta da. **Estrutura de Interesses nas Sociedades Anônimas - Hierarquia e Conflitos**. São Paulo: Quartier Latin, 2007, p. 254

⁴⁵⁵ SCHAPIRO, Mario Gomes; MARINHO, Sarah Morganna Matos. Conflito de Interesses nas Empresas Estatais: Uma análise dos casos Eletrobrás e Sabesp. **Revista Direito e Práxis**, Rio de Janeiro, Vol. 9, nº 3, 2018, p. 1424-1461. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/rdp/v9n3/2179-8966-rdp-9-3-1424.pdf>> Acesso em: 30 out. de 2018

⁴⁵⁶ “Nas empresas de controle concentrado (abertas ou fechadas) o problema de agência possui conotação diferente. A relação agente-principal mais relevante passa a ser entre o acionista controlador e os demais acionistas, e não mais entre os acionistas em geral e os administradores.” PINTO JUNIOR, Mario Engler. A Governança das Empresas Estatais: Balanço e Perspectivas. *In*: ROSSETI, Maristela Abla; PITTA, Andre Grunspun. (Coord.) **Governança Corporativa**. Avanços e Retrocessos. São Paulo: Quartier Latin, 2017, p. 695.

⁴⁵⁷ PINTO JUNIOR, Mario Engler. **A Governança das Empresas Estatais: Balanço e Perspectivas**. *In*: ROSSETI, Maristela Abla; PITTA, Andre Grunspun. (Coord.) **Governança Corporativa**. Avanços e Retrocessos. São Paulo: Quartier Latin, 2017, p. 695

⁴⁵⁸ BRASIL, Comissão de Valores Mobiliários. **Acórdão no Processo Administrativo Sancionador CVM Nº RJ 2015/10677**. Relator: Diretor Henrique Balduino Machado Moreira, julgado em: 07/02/2017. Disponível em: <<https://bit.ly/2GDMTSZ>> Acesso em: 25 de dez. 2018.

Relações com Empresas (SEP/CVM), responsável pela instauração do processo administrativo, por meio de tal negociação, a União teria feito a Petrobras aceitar um parcelamento da dívida da Amazonas Energia S.A., em condições desfavoráveis e somente com a garantia fidejussória da Eletrobrás.

Em troca, ao entabular tal negociação entre partes relacionadas, a União ficou desencarregada de aportar imediatamente recursos nos fundos setoriais do setor elétrico brasileiro, que seriam utilizados para o pagamento da dívida originária.

Ao final, a Diretoria Reunida da CVM houve por bem absolver a União Federal da acusação de abuso de poder de controle, pois no entender do colegiado, a acusação não conseguiu reunir elementos suficientes que a comprovassem a responsabilidade do ente político, pois não ficou evidenciado que seus representantes acordaram com os administradores da Petrobras a inadimplência da Amazonas Energia S.A.

O direito pode oferecer mais de uma estratégia jurídica para lidar com os conflitos de interesses nas sociedades de economia mista, como por exemplo, as estratégias regulatórias e as estratégias de governança.⁴⁵⁹ As primeiras, prescritivas e acautelatórias, tendem a vedar o comportamento dos agentes (ex: acionista controlador e gestores). Já as segundas tendem a aumentar o controle por parte dos representados (ex: acionistas minoritários e credores) sobre os agentes, porém, dependem da qualidade do ativismo desenvolvido por aqueles.⁴⁶⁰

No presente trabalho, conforme se verá mais adiante, a análise estará voltada para a efetividade das principais estratégias de governança constantes do estatuto das estatais, utilizando-se como parâmetro comparativo as diretrizes de boas práticas da OCDE.

4.2 ANÁLISE ECONÔMICA DO CONFLITO DE AGÊNCIA: A PERSPECTIVA DOS INVESTIDORES

4.2.1 Algumas notas sobre a Análise Econômica do Direito

⁴⁵⁹ ARMOUR, John; *et. al.* Problemas de Agência e Estratégias Jurídicas. In: KRAAKMAN, Reinier. **A Anatomia do Direito Societário**. Uma abordagem comparada e funcional. Tradução: Mariana Pargendler. 3. ed., São Paulo: Singular, 2018, p. 79-109

⁴⁶⁰ ARMOUR, John; *et. al.* Problemas de Agência e Estratégias Jurídicas. In: KRAAKMAN, Reinier. **A Anatomia do Direito Societário**. Uma abordagem comparada e funcional. Tradução: Mariana Pargendler. 3. ed., São Paulo: Singular, 2018, p. 79-109

A proposta de se fazer a análise econômica do conflito de agência tem como finalidade investigar como os acionistas e investidores comportam-se no processo de tomada de decisões diante de um problema de agência. Como bem elucidada, Ivo Teixeira Gico Jr, a economia “é a ciência que estuda como o ser humano toma decisões e se comporta em um mundo de recursos escassos e suas consequências”⁴⁶¹.

Dito isto, antes de avançar no desenvolvimento do tópico proposto, mostra-se oportuno fazer breves considerações acerca da Análise Econômica do Direito, também chamada por alguns de Direito & Economia, em razão do seu correspondente termo anglo-saxão *Law and Economics*.

Existem diversos métodos para analisar o Direito. No Brasil, ainda é bastante comum a utilização de paradigmas extraídos da filosofia e da sociologia. Assim, não causa estranheza quando um pesquisador desenvolve um trabalho com o objetivo de compreender o processo civil a partir de uma leitura neoconstitucionalista que, em síntese, significa escrever sobre o neoprocessualismo, ou seja, como a reaproximação do direito com a moral, e a consequente centralização dos direitos fundamentais, influenciam o processo civil.

Entretanto, para muitos acadêmicos e operadores do Direito ainda pode causar estranheza uma pesquisa sobre a economia do processo civil, muito embora a questão das custas processuais; sucumbência; mediação ou dos negócios processuais são apenas alguns dos temas que teriam um campo fértil para serem investigados por uma pesquisa com esta abordagem e, que, certamente, traria uma grande contribuição para o estudo do direito processual, e também para o sistema judiciário.⁴⁶²

Apesar de ser um método bastante útil para solucionar problemas jurídicos complexos, os estudiosos e aplicadores do Direito, e mesmo os legisladores, ainda não costumam dar tanta atenção para análises descritivas preocupadas com a realidade.

Mas em resumo, pode-se adiantar que a Análise Econômica do Direito é

⁴⁶¹ GICO JR, Ivo Teixeira. Metodologia e Epistemologia da Análise Econômica do Direito. **Economic Analysis of Law Review**, v. 01, nº 01, p. 7-32, jan./jun. 2010.

⁴⁶² Rafael Bicca Machado e Jean Carlos Dias apontam, por exemplo, que diante da decisão de ajuizar uma nova ação, um litigante fará uma ponderação racional entre a expectativa de ganho da causa e os custos imediatos do processo (honorários de advogado; taxa judiciária; despesas com perito etc). Neste caso, dizem os autores, que se os custos iniciais do processo forem superiores ao valor esperado no final do processo, provavelmente a demanda não será instaurada. Portanto, não há como negar que os custos do processo, e também os ônus de sucumbência, caracterizam um mecanismo indutor de comportamentos. MACHADO, Rafael Bicca; DIAS, Jean Carlos. Análise Econômica do Processo. In: TIMM, Luciano Benetti (Org.). **Direito e Economia no Brasil**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2014, p. 393

um método que se vale do instrumental da economia (teorias, ferramentas estáticas e modelos matemáticos), para compreender o alcance do Direito e também a formação e a eficácia das normas jurídicas.⁴⁶³ Ejan Mackaay e Stéphane Rousseau esclarece que a Análise Econômica do Direito procura avaliar os efeitos indutivos das regras jurídicas, além de oferecer valiosos instrumentos para interpretar e estruturar instituições legais.⁴⁶⁴

Sobre o foco de investigação da Análise Econômica do Direito, Bruno Meyerhof Salama explica que ele recai sobre dois pontos distintos. O primeiro é chamado de ângulo positivo e está voltado para a descrição da realidade. Sob este foco, a análise econômica do direito procura demonstrar como as normas jurídicas podem agregar eficiência e reduzir o custo das transações. No ângulo normativo, a Análise Econômica do Direito busca verificar se determinada norma legal ou regra é adequada para disciplinar os problemas jurídicos para os quais ela se propôs.

Fábio Leandro Tokars esclarece que a finalidade da Análise Econômica do Direito não é simplesmente encontrar uma forma de maximização de lucros, com total desprezo aos direitos sociais. Por incidir sobre o comportamento dos agentes econômicos diante bens escassos e necessidades infinitas, o que se busca é compreender o projeto de desenvolvimento sócio-econômico visado pela coletividade, para então encontrar a fórmula mais adequada para atingir tal objetivo.⁴⁶⁵

Segundo Ejan Mackaay e Stéphane Rousseau, os filósofos Maquiavel, Hobbes e Locke já haviam percebido a importância do ferramental econômico para compreender os institutos jurídicos.⁴⁶⁶ O economista escocês Adam Smith, no século XVIII, também dedicou parte do seu trabalho à investigação das normas jurídicas que regulam o mercado e os efeitos da intervenção estatal.⁴⁶⁷ Na outra via, a economia também foi tema de preocupação de juristas como Jeremy Bentham, que desenvolveu a escola utilitarista, predecessora da Análise Econômica do Direito, que sustentava que, diante de um processo racional de tomada de decisões, o indivíduo sempre fará

⁴⁶³ GICO JR, Ivo Teixeira. **Introdução ao Direito e Economia**. In: TIMM, Luciano Benetti (Org.). *Direito e Economia no Brasil*. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2014, p. 01

⁴⁶⁴ MACKAAY, Ejan; ROUSSEAU, Stéphane. **Análise Econômica do Direito**. Tradução: Rachel Sztajn. 2. ed., São Paulo: Atlas, 2015, p. 665

⁴⁶⁵ TOKARS, Fábio Leandro. Das falhas de Mercado às falhas de Estado. **Revista Jurídica da Unicritiba**, nº 21, temática nº 05, p. 143-162, 2008.

⁴⁶⁶ MACKAAY, Ejan; ROUSSEAU, Stéphane. **Análise Econômica do Direito**. Tradução: Rachel Sztajn. 2. ed., São Paulo: Atlas, 2015, p. 8

⁴⁶⁷ ROSA, Christian Fernandes Gomes da. **Eficiência como axioma da Teoria Econômica do Direito**. 114f. Dissertação (Mestrado em Direito). Programa de Pós-graduação em Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2008.

uma escolha para tentar maximizar o seu prazer e amenizar a sua dor.⁴⁶⁸

Arnaldo Sampaio de Moraes Godoy lembra que a escola do realismo jurídico, que teve como principal expoente Oliver Wendell Holmes Jr (juiz da Suprema Corte norte-americana), também teve influência substancial na linha de pensamento da Análise Econômica do Direito, já que foi aquela escola a maior defensora do pragmatismo forense.⁴⁶⁹⁴⁷⁰

Entretanto, foram os trabalhos do economista Ronald Coase, intitulados “*The Nature of the Firm*”⁴⁷¹ e “*Problem of Social Cost*”⁴⁷², que alavancaram o movimento da Análise Econômica do Direito nos Estados Unidos.

No primeiro artigo, publicado em 1937, Ronald Coase destaca a incompletude da teoria econômica neoclássica para explicar a existência de uma empresa. Já no segundo artigo, publicado em 1960 no *Journal of Law and Economics*, revista vinculada à Universidade de Chicago, que se tornou um dos principais trabalhos do economista e lhe garantiu o prêmio nobel de economia, Ronald Coase demonstrou como as imperfeições de mercado podem impedir os agentes de alcançarem uma alocação eficiente de recursos.

E é justamente deste segundo trabalho que nasce o chamado “Teorema de Coase”, em que o economista defende que se fosse possível resolver as externalidades sem custos, o conteúdo do direito seria indiferente. Neste caso, os eventuais conflitos poderiam ser resolvidos pela barganha, por meio de acordo entre as partes. Ronald Coase, porém, concordava que se a celebração amigável da transação esbarrasse em elevados custos de transação, as regras de direito teriam grande importância.⁴⁷³

Além de Ronald Coase, outros dois juristas contribuíram bastante para a difusão da Análise Econômica do Direito. O primeiro foi Guido Calabresi, representante da Escola de Yale, que escreveu um trabalho sobre *The cost of*

⁴⁶⁸ TEIXEIRA, Pedro Freitas. **A Análise Econômica do Direito na axiologia constitucional**. Revista do BNDES, nº 42, p. 181-222, dez./2014.

⁴⁶⁹ GODOY, Arnaldo Sampaio Moraes. Direito e Economia: Introdução ao movimento law and economics. **Revista Jurídica da Presidência da República**, Brasília, v. 7, n. 73, p.01-10, jun./jul. 2005.

⁴⁷⁰ “O pragmatismo propõe que se dirijam o pensamento e a reflexão filosófica para problemas práticos, contingenciais, típicos da existência cotidiana. O pensamento deve servir para algum propósito, para alguma coisa. Abandona-se a metafísica.” GODOY, Arnaldo Sampaio Moraes. Direito e Economia: Introdução ao movimento law and economics. **Revista Jurídica da Presidência da República**, Brasília, v. 7, n. 73, p.01-10, jun./jul. 2005.

⁴⁷¹ COASE, Ronald H. The Nature of the Firm. **Economica** (new series), Vol. 4, Issue 16, 1937, p. 386-405

⁴⁷² COASE, Ronald H. The Problem of Social Cost. **Journal Of Law And Economics**, Chicago, v. 3, p.1-44, out. 1960.

⁴⁷³ MACKAAY, Ejan; ROUSSEAU, Stéphane. **Análise Econômica do Direito**. Tradução: Rachel Sztajn. 2. ed., São Paulo: Atlas, 2015, p. 201-226

accidents,⁴⁷⁴ em que ele procura destacar a relevância dos instrumentos econômicos para reduzir os acidentes.⁴⁷⁵

O outro contribuinte foi Richard Posner, que no ano de 1972 publicou um livro chamado *Economic Analysis of Law* (Análise Econômica do Direito), que influenciou as melhores faculdades de direito norte-americanas, promovendo uma renovação no ensino do direito.⁴⁷⁶ Richard Posner, que era juiz da Corte Federal de Apelações, ao mesmo tempo que se tornou um dos maiores nomes da Análise Econômica do Direito e influenciou o pensamento de colegas do judiciário⁴⁷⁷, foi também o mais criticado expoente do movimento.

Mas como diz Bruno Meyerhof Salama, “assim como não se pode dizer que apenas Boaventura Santos é Sociologia do Direito, não é só de Richard Posner que vive a Análise Econômica do Direito (AED)”.⁴⁷⁸

Além da corrente principal, nominada Escola de Chicago, dedicada a investigar o funcionamento do mercado, outras escolas ganharam destaque no movimento da *Law and Economics*, como por exemplo o neoinstitucionalismo, voltado para a pesquisa das instituições e as questões históricas do desenvolvimento econômico, a Escola da *Public Choice*, dedicada ao estudo do mercado político e, mais recentemente, a *Behavioral Law and Economics*, que tem como objetivo investigar os limites da racionalidade diante de uma série de vieses e heurísticas.⁴⁷⁹

Em apertada síntese, são as breves considerações acerca da Análise Econômica do Direito. Passa-se agora a tratar do processo de tomada de decisões diante de um problema de agência, cuja análise se adianta, será feita com amparo na teoria da agência, que integra a corrente da Nova Economia Institucional ou neoinstitucionalismo.

⁴⁷⁴ CALABRESI, Guido. **The cost of accidents – A legal and economic analysis**. New Haven: Yale University Press, 1970, p.50.

⁴⁷⁵ TEIXEIRA, Pedro Freitas. **A Análise Econômica do Direito na axiologia constitucional**. Revista do BNDES, nº 42, p. 181-222, dez./2014. Disponível em: <<https://goo.gl/aeAMXd>> Acesso em: 25 de jan. 2019

⁴⁷⁶ MACKAAY, Ejan; ROUSSEAU, Stéphane. **Análise Econômica do Direito**. Tradução: Rachel Sztajn. 2. ed., São Paulo: Atlas, 2015, p. 11

⁴⁷⁷ THOMPSON, Ryan P.; MCCURDY, Christopher C. The Power of Posner: A Study of Prestige and Influence in the Federal Judiciary. **Duke Law Student Papers Series**. 2010.

⁴⁷⁸ SALAMA, Bruno Meyerhof. Capítulo de Introdução. In: POSNER, Eric. **Análise Econômica do Direito Contratual. Sucesso ou Fracasso?** Série Direito em Debate. São Paulo: Saraiva, 2010, p. 09

⁴⁷⁹ MACKAAY, Ejan; ROUSSEAU, Stéphane. **Análise Econômica do Direito**. Tradução: Rachel Sztajn. 2. ed., São Paulo: Atlas, 2015, p. 13-15

4.2.2 A tomada de decisões diante do problema de agência

A sociedade anônima, incluindo-se aqui a sociedade de economia mista, tem a sua estrutura básica de poder definida pela lei, mas que pode ser complementada pelo estatuto social de cada companhia. Genericamente, são três as estruturas de poder de uma sociedade anônima, com funções deliberativas, gerencial e/ou fiscalizatórias, quais sejam: assembleia geral, conselho de administração e diretoria.⁴⁸⁰ O conselho fiscal possui apenas funções fiscalizatórias, mas não participa da estrutura hierárquica.⁴⁸¹

São também esses três órgãos os responsáveis pelo complexo processo de formação e tomada de decisões da companhia. Segundo Eugene Fama e Michael Jensen, esse processo é composto por quatro etapas: (i) iniciativa – apresentação de propostas; (ii) ratificação – escolha da proposta que será implementada; (iii) implementação – execução da decisão e (iv) monitoramento da decisão.⁴⁸²

Entretanto, é justamente no processo de formação e tomada de decisões que se verificam a maior parte dos problemas decorrentes de um conflito de agência. Conforme já visto anteriormente, a falta de transparência da companhia impõe aos acionistas um tratamento desigual com relação à qualidade da informação, o que acaba comprometendo a confiança daquele deverá decidir e/ou monitorar a companhia e os gestores.⁴⁸³

Como explicam Anthony M. Marino e John G. Matsusaka, o processo de alocação de capital seria bastante simples caso não existissem as assimetrias informacionais. O fornecedor (acionista) do capital simplesmente calcularia a taxa de retorno do investimento e, caso o custo do dinheiro fosse favorável, levaria adiante a sua decisão de investir.⁴⁸⁴

Ocorre que no mundo real, os fornecedores (principais) do *funding* dependem das informações repassadas pelos gestores (agentes), tanto com relação à

⁴⁸⁰ CUNHA, Rodrigo Ferraz Pimenta da. **Estrutura de Interesses nas Sociedades Anônimas – Hierarquia e Conflitos**. São Paulo: Quartier Latin, 2007, p. 164.

⁴⁸¹ CUNHA, Rodrigo Ferraz Pimenta da. **Estrutura de Interesses nas Sociedades Anônimas – Hierarquia e Conflitos**. São Paulo: Quartier Latin, 2007, p. 164.

⁴⁸² FAMA, Eugene F.; JENSEN, Michael C. Separation of Ownership and Control. **Journal of Law & Economics**, vol. XXVI, nº 2, Corporations and Private Property: A conference sponsored by the Hoover Institution, pp. 301-325, jun./1983.

⁴⁸³ KLANN, Roberto Carlos. et. al. Influência do Risco Moral e da Accountability nas tomadas de decisões. **Revista Contabilidade Vista & Revista**, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, v. 25, n. 1, p. 99-118, jan./abr. 2014.

⁴⁸⁴ MARINO, Anthony M.; MATSUSAKA, John G. Decision Processes, Agency Problems, and Information: An Economic Analysis of Budget Procedures (August 2001). **USC Finance & Business Econ. Working Paper No. 01-5**.

qualidade do projeto ou condições da operação quanto em relação aos riscos do negócio. Tais informações estão diretamente relacionadas a garantia de uma alocação ótima de capital.⁴⁸⁵

Portanto, o nível de informações de que dispõe o agente, somado ao risco de agir em benefício próprio, pode afetar o bem-estar do principal (acionista), ainda que este seja expropriado de maneira imperceptível.⁴⁸⁶ Conforme já explicado anteriormente, para garantir então que os interesses mantenham-se alinhados, os acionistas oferecem incentivos aos gestores, atrelados ao desempenho verificado.⁴⁸⁷

Desta tensão entre acionistas e gestores surgem ainda dois problemas atrelados à falha de mercado informacional, quais sejam a seleção adversa (*adverse selection*) e o risco moral (*moral hazard*)⁴⁸⁸, que possuem impactos conhecidos nos financiamentos empresariais e transações com valores mobiliários.

Nicholas Gregory Mankiw explica que o problema da seleção adversa ocorre em mercados em que o vendedor sabe mais sobre as qualidades do bem negociado do que o comprador. Como existe o risco do comprador comprar um bem de baixa qualidade, poderá ocorrer a seleção adversa do bem procurado, em razão da assimetria de informações.⁴⁸⁹ Diante deste risco, muita gente deixa de fazer negócios ou nivela por baixo as ofertas do mercado, porque tem receio de estar sendo enganado.

Em seu artigo “*The Market for lemons: Quality uncertainty and the market mechanism*”⁴⁹⁰, George Akerlof trabalha com um exemplo bastante didático de seleção adversa, que diz respeito ao mercado de carros usados. Descreve o economista que, neste mercado, os proprietários de veículos de má qualidade têm mais informações sobre os defeitos dos carros, logo, os compradores, com receio do risco, acabam ofertando um valor mais baixo do que seria devido a um automóvel de boa

⁴⁸⁵ MARINO, Anthony M.; MATSUSAKA, John G. Decision Processes, Agency Problems, and Information: An Economic Analysis of Budget Procedures (August 2001). **USC Finance & Business Econ. Working Paper No. 01-5.**

⁴⁸⁶ LIMA, Romeu Eugênio de; *et. al.* Conflitos de Agência: Um estudo comparativo dos aspectos inerentes a empresas tradicionais e cooperativas de crédito. **RCO – Revista de Contabilidade e Organizações – FEARP/USP**, v. 2, n. 4, p. 148 - 157 set./dez. 2008. Acesso em: 27 de dez. 2018

⁴⁸⁷ LIMA, Romeu Eugênio de; *et. al.* Conflitos de Agência: Um estudo comparativo dos aspectos inerentes a empresas tradicionais e cooperativas de crédito. **RCO – Revista de Contabilidade e Organizações – FEARP/USP**, v. 2, n. 4, p. 148 - 157 set./dez. 2008. Acesso em: 27 de dez. 2018

⁴⁸⁸ LIMA, Romeu Eugênio de; *et. al.* Conflitos de Agência: Um estudo comparativo dos aspectos inerentes a empresas tradicionais e cooperativas de crédito. **RCO – Revista de Contabilidade e Organizações – FEARP/USP**, v. 2, n. 4, p. 148 - 157 set./dez. 2008. Acesso em: 27 de dez. 2018

⁴⁸⁹ MANKIWI, Nicholas Gregory. **Princípios de Microeconomia**. Tradução da 6. Ed. norte-americana: Allan Vidigal Hastings e Elisete Paes e Lima. São Paulo: Cengage Learning, 2013, p. 444

⁴⁹⁰ AKERLOF, George A. The market for lemons: Quality uncertainty and the market mechanism. **The Quarterly Journal of Economics**, n. 3, v. 84, pp. 488-500, 1970

qualidade.⁴⁹¹ Neste contexto, os “maus vendedores” acabam prejudicando os bons vendedores.

Já o risco moral, segundo Nicholas Gregory Mankiw, é caracterizado pelo comportamento imoral/oportunista de um indivíduo (agente) depois de ter firmado um contrato (*ex post*) com outra pessoa (principal), em que se obrigou a realizar determinada tarefa. Neste caso, a dificuldade de se monitorar o agente pode dar margem para que ele empregue menos esforços na realização da tarefa (comportamento imoral/oportunista).⁴⁹²

O melhor exemplo de risco moral está no contrato de seguro de automóvel. Após celebrar o contrato com a seguradora, um indivíduo deixa de adotar o mesmo padrão de cuidado que observava antes da cobertura securitária, como, por exemplo, deixa o carro pousar na rua ao invés de recolhe-lo na garagem, o que pode facilitar um furto. Como a companhia de seguros não sabe quão zeloso é o seu cliente, ela passa a adotar estratégias para tentar minimizar o seu risco, como por exemplo, pedir que o cliente declare que o carro sempre pernoita na garagem da residência, sob pena de negar a cobertura ou a indenização.

No caso da decisão sobre investimentos, mostra-se mais interessante o problema da seleção adversa, especialmente quando está se tratando de operações no mercado de capitais. Como os administradores e controladores figuram como *insiders*,⁴⁹³⁴⁹⁴ e possuem informações privadas sobre os riscos e as vantagens do investimento, a diferença informacional pode prejudicar os demais acionistas.⁴⁹⁵

Tal situação gera um custo de seleção de adversa, pois alguns investidores podem deixar de financiar a companhia, ou investir um valor menor, ou preferir em investir em outro ativo, em razão dos riscos da assimetria de informações.

⁴⁹¹ AKERLOF, George A. The market for lemons: Quality uncertainty and the market mechanism. **The Quarterly Journal of Economics**, n. 3, v. 84, pp. 488-500, 1970

⁴⁹² MANKIW, Nicholas Gregory. **Princípios de Microeconomia**. Tradução da 6. ed. norte-americana: Allan Vidigal Hastings e Elisete Paes e Lima. São Paulo: Cengage Learning, 2013, p. 442

⁴⁹³ A expressão “insider” refere-se a qualquer pessoa, que por conta de sua posição perante a empresa, seja por vínculo trabalhista, orgânico ou contratual, tem acesso a informações privadas e exclusivas acerca dos negócios da companhia. VASCONCELOS, Rogéria de Freitas; et. al. Transações de insiders e impacto na rentabilidade e valor das empresas brasileiras. **Revista de Contabilidade e Organizações da USP**, nº 26, p. 33-48, 2016.

⁴⁹⁴ Nota do autor: Os melhores exemplos de *insiders* são os administradores e o grupo controlador, este último em razão do seu poder de influência na companhia. Entretanto, um advogado que esteja assessorando a companhia como prestador de serviços ou consultor e, por ventura, em razão do serviço prestado obtenha informações privilegiadas, pode ser considerado um *insider*. Neste caso, ele se aproveitar da situação para obter um proveito econômico perante o mercado de capitais, poderá inclusive cometer um crime de *insider trading*. Sobre *insider trading* ver o item 4.3.6.

⁴⁹⁵ MARTINS, Orleans Silva; PAULO, Edilson. Assimetria de Informação na Negociação de Ações, Características Econômico-Financeiras e Governança Corporativa no Mercado Acionário Brasileiro. **Revista de Contabilidade e Finanças – USP**, São Paulo, v. 25, n. 64, p. 33-45, jan./fev./mar./abr. 2014.

E ainda que a companhia divulgue algumas informações ao mercado, alguns gestores podem não ter incentivos suficientes para que esta divulgação seja feita de maneira adequada (risco moral), transparente e isonômica (*fair and full disclosure*), o que acentua o problema da assimetria informacional.⁴⁹⁶

Como pode se perceber, a seleção adversa afeta a liquidez dos ativos e enfraquece a eficiência do mercado de capitais. Por outro lado, um mercado com informações simétricas poderia garantir uma alocação ótima de recursos.

4.3 ABORDAGEM COMPARADA E FUNCIONAL DAS ESTRATÉGIAS DE GOVERNANÇA DO ESTATUTO DAS ESTATAIS

Consoante já descrito no item 3.6 do trabalho, no ano de 2005, a OCDE divulgou as Diretrizes de Governança Corporativa para as Empresas Estatais, que em resumo, tem o objetivo de orientar os Estados a adotarem boas práticas de governança em suas empresas, uma vez que elas contribuem para a estabilidade e confiança do mercado e, conseqüentemente, promovem o desenvolvimento e fortalecimento da economia.

As Diretrizes da OCDE estavam baseadas em um documento anterior da Organização, lançado em 1999, e que tratava dos Princípios de Governança Corporativa, aplicável para todo tipo de empresa. Devido as peculiaridades das empresas estatais, além das práticas fundamentadas naqueles princípios, a OCDE incorporou nas Diretrizes 7 (sete) estratégias mestras de governança para tratar dos conflitos societários das empresas estatais.

Tais diretrizes se tornaram referência internacional para os países-membros e parceiros e serviram como fundamento, modelo-padrão, para que os Estados melhorassem a sua legislação interna, com relação ao governo das empresas estatais, aumentando a eficiência, responsabilidade e transparência desses empreendimentos.⁴⁹⁷

No ano de 2015, as diretrizes foram atualizadas e revisadas por um grupo de trabalho internacional, que contou com a participação de dezenas de países-membros e parceiros, países associados ao resultado do documento, e dos trabalhos

⁴⁹⁶ MARTINS, Orleans Silva; PAULO, Edilson. Assimetria de Informação na Negociação de Ações, Características Econômico-Financeiras e Governança Corporativa no Mercado Acionário Brasileiro. **Revista de Contabilidade e Finanças – USP**, São Paulo, v. 25, n. 64, p. 33-45, jan./fev./mar./abr. 2014.

⁴⁹⁷ OCDE. **Os Princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades**, 2004, p. 04. Disponível em: <<https://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/33931148.pdf>> acesso em: 02 nov. de 2018

de consultoria externa fornecidos por instituições especializadas do mundo inteiro, tais como Banco Mundial, Instituto Argentino de Governança das Organizações (IAGO), Banco Asiático de Desenvolvimento, Instituto Báltico de Governança Corporativa, Associação Brasileira de Investidores no Mercado de Capitais, Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), Banco Interamericano de Desenvolvimento, Rede Internacional de Governança Corporativa, Banco Latinoamericano de Desenvolvimento, Instituto de Conselheiros de Cingapura, Comissão Econômica das Nações Unidas para a África etc.⁴⁹⁸

Considerando que a governança corporativa é fundamental para a estabilidade e o crescimento econômico de uma empresa, e que as Diretrizes da OCDE constituem um modelo-padrão reconhecido internacionalmente, que incorpora as estratégias de governança aplicadas em nações desenvolvidas, desenhadas para assegurar uma alocação eficiente de recursos, tal documento servirá como parâmetro comparativo para verificar quão efetiva são as práticas de governança do estatuto das estatais (Lei 13.303, de 30 de junho de 2016), destacando-se que tal análise está essencialmente voltada para os conflitos societários das sociedades de economia mista, estrutura empresarial esta que conta com acionistas público e privado.

4.3.1 Justificativas da Propriedade Estatal

No início deste trabalho anotou-se que, ressalvados os casos previstos na 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. São estas duas hipóteses que irão configurar a atividade empresarial a ser desempenhada pelo Estado.

Em sua diretriz inicial a OCDE pleiteia que o Estado divulgue os objetivos que justificam a propriedade estatal, bem como os submeta a uma crítica permanente.⁴⁹⁹

⁴⁹⁸ OCDE. **Diretrizes da OCDE sobre Governança Corporativa de Empresas Estatais**, 2015, p. 4. Disponível em: <<https://doi.org/10.1787/9789264181106-pt>> Acesso em: 09 de dez. 2018

⁴⁹⁹ I: JUSTIFICATIVAS DA PROPRIEDADE ESTATAL O Estado exerce a propriedade das EEs no interesse público em geral. Ele deve avaliar cuidadosamente e divulgar os objetivos que justificam a propriedade estatal e submetê-los a uma crítica permanente.

A. O principal objetivo da propriedade estatal das empresas deve ser maximizar o valor para a sociedade, mediante uma alocação eficiente de recursos.

B. O governo deverá desenvolver uma política de propriedade. Essa política deverá definir, entre outros, as justificativas gerais para a posse pelo Estado, o papel do Estado na governança das EEs, como o

De acordo com a Organização, o objetivo final da propriedade de empresas pelo Estado não pode ser outro, senão a maximização de valor para a coletividade, que é o sua proprietária final, por meio de alocação eficiente dos recursos. Assim, cabe ao Estado avaliar se, ao invés de manter uma empresa estatal, não haveria uma forma mais eficiente de alocação recursos, como uma outra estrutura de propriedade ou tributação.⁵⁰⁰

A política de propriedade do Estado também deve ser submetida à consulta pública, a fim de que as entidades governamentais, agentes do setor privado, investidores e representantes de sindicatos também possam contribuir e opinar sobre a política de propriedade, que se diga, deve ser periodicamente revista. Além disso, o Estado deve esclarecer os fundamentos para ser proprietário de empresas estatais individuais ou grupos de empresa, bem como a lógica para manter essas empresas ao longo tempo.⁵⁰¹

Em que pese o estatuto das estatais prever no parágrafo 1º, do artigo 2º, que a lei que autorizar a constituição de empresa estatal para explorar atividade econômica deverá indicar, de forma clara, o relevante interesse coletivo ou imperativo de segurança nacional que justificou a sua criação, não consta nele qualquer dispositivo obrigando o Estado a fundamentar a manutenção da empresa estatal e, muito menos, submeter a sua política de propriedade a uma crítica permanente, inclusive com a realização de consulta pública para coletar contribuições externos.

Do mesmo modo, não se verifica em tal legislação a obrigação de o Estado realizar previamente um estudo, ou análise de impacto, para verificar se não haveria alternativas mais eficientes de alocação de recursos do que a constituição de uma empresa estatal.

É bem verdade que tais estratégias estariam mais voltadas para um

Estado implementará sua política de propriedade, e as respectivas funções e responsabilidades das instâncias de governo envolvidas em sua implementação.

C. A política de propriedade estará sujeita a procedimentos adequados de responsabilização política, e será divulgada ao público em geral. O governo revisará periodicamente a sua política de propriedade.

D. O Estado definirá os princípios para a propriedade de EEs individuais e deverá submetê-los a revisões periódicas. Todos os objetivos de políticas públicas a ser alcançados pelas EEs, individualmente ou em grupo, deverão ser claramente endossados e divulgados pelas autoridades competentes. (OCDE. **Diretrizes da OCDE sobre Governança Corporativa de Empresas Estatais**, 2015, p. 31. Disponível em: <<https://doi.org/10.1787/9789264181106-pt>> Acesso em: 09 de dez. 2018)

⁵⁰⁰ OCDE. **Diretrizes da OCDE sobre Governança Corporativa de Empresas Estatais**, 2015, p. 31-32. Disponível em: <<https://doi.org/10.1787/9789264181106-pt>> Acesso em: 09 de dez. 2018

⁵⁰¹ OCDE. **Diretrizes da OCDE sobre Governança Corporativa de Empresas Estatais**, 2015, p. 33. Disponível em: <<https://doi.org/10.1787/9789264181106-pt>> Acesso em: 09 de dez. 2018

aspecto de governança pública⁵⁰² do que de governança corporativa, ou seja, algo interno da empresa estatal. Mas como apontam Curtis Milhaupt e Mariana Pargendler, a falta de clareza dos objetivos que serão perseguidos pelo Estado e dos meios para realizar esses objetivos⁵⁰³ pode facilitar um desvirtuamento do uso das estatais e até mesmo alimentar interesses escusos.

Nos Estados Unidos, ao contrário da legislação brasileira, a Lei GCCA (*Government Corporation Control Act*), editada em 1945, tentou limitar a proliferação de estatais, que só poderiam ser criadas mediante autorização expressa do congresso.⁵⁰⁴

Como reconhece, Simon C. Y. Wong, a privatização pode ser uma boa alternativa para melhorar a eficiência das empresas do Estado, entretanto, ela nem sempre se mostra viável. Casos de monopólios naturais ou estratégicos, ou em locais com grandes falhas de mercado, a privatização pode não ser tão bem sucedida.⁵⁰⁵

É por este motivo que o Estado precisa fazer uma avaliação permanente acerca da necessidade de se manter a propriedade de uma empresa, especialmente aquelas com caráter estritamente comercial.

Atualmente algumas sociedades de economia mista, como por exemplo, Petrobras, Eletrobras e Banco do Brasil, são verdadeiros conglomerados estatais integrados por subsidiárias, controladas e coligadas que exploram negócios espalhados no Brasil e no exterior, mas que, na ponta, são administrados por uma sociedade *holding*.

⁵⁰² A governança pública “diz respeito aos pré-requisitos institucionais para a otimização do desempenho administrativo, isto é, o conjunto dos instrumentos técnicos de gestão que assegure a eficiência e a democratização das políticas públicas”. (BENTO, Leonardo Valles. **Governança e Governabilidade na Reforma do Estado**. Entre eficiência e democratização. Barueri: Manole, 2003, p. 85). “Enquanto a governabilidade diz respeito às condições do exercício da autoridade política, governança qualifica o modo de uso dessa autoridade. A capacidade de governança implica na capacidade governamental em criar e assegurar a capacidade de “*enforcement*” de regras universalistas nas transações sociais, políticas sociais e econômicas.” PEREIRA, José Matias. **Governança no Setor Público**. São Paulo: Atlas, 2010, p. 109.

⁵⁰³ MILHAUPT, Curtis J.;PARGENDLER, Mariana, Governance Challenges of Listed State-Owned Enterprises Around the World: National Experiences and a Framework for Reform (April 1, 2017). **Cornell International Law Journal**, Vol. 50, No. 3 (2017 Forthcoming); **European Corporate Governance Institute (ECGI) - Law Working Paper** No. 352/2017; **FGV Direito SP Research Paper Series** No. 155; **NYU Law and Economics Research Paper** No. 17-12; **Columbia Law and Economics Working Paper** No. 566. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=2942193>> Acesso em 09 de jan. 2019

⁵⁰⁴ MILHAUPT, Curtis J.;PARGENDLER, Mariana, Governance Challenges of Listed State-Owned Enterprises Around the World: National Experiences and a Framework for Reform (April 1, 2017). **Cornell International Law Journal**, Vol. 50, No. 3 (2017 Forthcoming); **European Corporate Governance Institute (ECGI) - Law Working Paper** No. 352/2017; **FGV Direito SP Research Paper Series** No. 155; **NYU Law and Economics Research Paper** No. 17-12; **Columbia Law and Economics Working Paper** No. 566. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=2942193>> Acesso em 09 de jan. 2019

⁵⁰⁵ WONG, Simon C. Y., Improving Corporate Governance in Soes: An Integrated Approach. **Corporate Governance International**, Vol. 7, No. 2, June 2004. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=897121> Acesso em: 09 de jan. 2019

Por conta deste cenário, e também por uma questão contábil, que determina que as demonstrações financeiras dessas sociedades deverão ser avaliadas pelo método da equivalência patrimonial – MEP⁵⁰⁶, os resultados negativos das empresas do grupo podem afetar o balanço da controladora. Neste caso, é natural que alguns acionistas e investidores possam manifestar o interesse de se desfazer de alguns ativos que não são lucrativos para a companhia estatal. Entretanto, tal iniciativa pode ir de encontro aos anseios do acionista controlador, que pode manter um objetivo estratégico para aquele ativo ou querer evitar um desgaste político, como nos casos que podem implicar demissões em massa e os consequentes embates sociais.

Um exemplo atual que parece corresponder a este conflito diz respeito às Distribuidoras de Energia Elétrica da Eletrobras S.A. A partir da década de 90, o setor elétrico passou por uma profunda reestruturação e boa parte das empresas estatais que prestavam o serviço de distribuição foi privatizada.⁵⁰⁷ Entretanto, algumas distribuidoras permaneceram sob o controle estatal, em razão da falta de interesse da iniciativa privada em assumir empreendimentos em regiões do país que, na época, supostamente, não revelavam uma boa expectativa de retorno financeiro. Este é o caso das regiões norte e nordeste⁵⁰⁸, onde empresas do grupo Eletrobras permaneceram, até o final de 2018, em alguns Estados, como concessionárias do serviço público de distribuição de energia.⁵⁰⁹

O excessivo uso político somado a uma gestão deficiente levaram as distribuidoras a acumular bilhões em dívida⁵¹⁰ e tolheram a sua capacidade de

⁵⁰⁶ O MEP “consiste em reconhecer os efeitos da variação do patrimônio líquido de cada controlada, coligada e equiparada no exercício social em que ocorre, independentemente de sua realização financeira. Esse reconhecimento é proporcional ao percentual de participação da investidora no capital de cada investida” [...]. SANTOS, Ariovaldo dos; MACHADO, Itamar Miranda). Investimentos avaliados pelo método da equivalência patrimonial – erro na contabilização de dividendos quando existem lucros não realizados. **Revista Contabilidade & Finanças**. Vol. 16, nº 39, São Paulo, set./dez. 2005.

⁵⁰⁷ SILVESTRE, Bruno dos Santos; et. al. Privatização: bom ou ruim? Lições do setor de distribuição de energia elétrica do nordeste brasileiro. **Revista de Administração de Empresas**, São Paulo, v. 50, n.º 1, jan./mar. 2010.

⁵⁰⁸ Nota do autor: Neste ano de 2018, a Eletrobras realizou o processo de privatização das suas distribuidoras; as concessionárias do grupo estatal atendiam os seguintes Estados: Acre: ELETROACRE; Alagoas: CEAL; Amazonas: AMAZONAS ENERGIA; Piauí: CEPISA; Rondônia: CERON; Roraima/Boa Vista: BOA VISTA ENERGIA. (ANEEL. **Serviço Público de Distribuição de Energia Elétrica**. [s.d] Disponível em: <<http://www.aneel.gov.br/distribuicao2>> Acesso em: 18 de jan. 2019)

⁵⁰⁹ SILVESTRE, Bruno dos Santos; et. al. Privatização: bom ou ruim? Lições do setor de distribuição de energia elétrica do nordeste brasileiro. **Revista de Administração de Empresas**, São Paulo, v. 50, n.º 1, jan./mar. 2010.

⁵¹⁰ MESQUITA, Krislâne Maria Pereira; et. al. Impacto da reconfiguração dos passivos contingentes no desempenho financeiro: Uma análise nas empresas brasileiras do setor de energia elétrica. **Revista Reflexão Contábil da UEM**, Maringá, vol. 37, nº 1, 2018.

investimento⁵¹¹, o que acabou afetando a própria população das regiões atendidas que, em tese, deveria ser beneficiada com um serviço de qualidade.

Diante desta situação, a saída para a crise foi a privatização. Contudo, para atrair investidores aos leilões de alienação dos ativos, a Eletrobras necessitou realizar aportes de capital para reequalizar a contabilidade das empresas. No caso mais grave, da Amazonas Energia S.A., o aumento de capital social foi de aproximadamente nove bilhões de reais.⁵¹²

Uma análise mais cautelosa e tempestiva acerca da necessidade desta propriedade estatal poderia ter evitado tamanho desembolso por parte da Eletrobras. Mas como apontado acima, no Brasil, as empresas estatais não são submetidas a permanente avaliação para testar se a manutenção do ativo ainda se justifica, ou se não existe alternativas mais eficientes para alocar os recursos públicos e ao mesmo tempo suprir aquela política governamental que vinha sendo desenvolvida.

4.3.2 O Papel do Estado como Proprietário e a Independência dos Administradores

A estrutura de propriedade está no centro das discussões sobre governança corporativa, já que tal fator está diretamente relacionado aos problemas de agência.⁵¹³ A quantidade de ações detida por cada acionista é o que determina a estrutura de capital, o nível de dispersão acionária e o tipo de empresa.⁵¹⁴

É também o montante de ações que define a legitimidade e intensidade do controle interno⁵¹⁵, “ou seja, aquele cujo titular atua no interior da companhia, fazendo uso de mecanismos próprios da estruturação societária, com destaque para as

⁵¹¹ MORAIS, Daniela Alves de; SOUZA, Romina Batista de Lucena de. **Análise da situação econômico-financeira nas demonstrações contábeis da Eletrobras entre 1998 e 2015**. 27p. (Trabalho de Conclusão de Graduação). Bacharel em Contabilidade. UFRGS, Porto Alegre, 2016.

⁵¹² BNDES. **Edital do Lei nº 02/2018-PPI/PND**. Concessão de serviço público de distribuição de energia elétrica associada à alienação de ações das Distribuidoras de Energia Elétrica. Disponível em: <<https://goo.gl/gPYXWE>> Acesso em: 18 de jan. 2019

⁵¹³ SAITO, Richard; SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. Governança Corporativa: Custos de Agência e Estrutura de Propriedade. **Revista de Administração de Empresas – Clássicos**. V. 48, nº 2, abr./jun. 2008, p. 79-86 Disponível em: <https://rae.fgv.br/sites/rae.fgv.br/files/artigos/10.1590_S0034-75902008000200007.pdf> acesso em: 27 de dezembro de 2018

⁵¹⁴ LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei. Corporate Ownership Around the World. **The Journal of Finance**, Vol. LIV, nº 2, apr./1999.

⁵¹⁵ COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. 4. ed., Rio de Janeiro: Forense, 2005, p. 51

deliberações assembleares”.⁵¹⁶

Mas um outro tipo de problema relacionado à estrutura acionária diz respeito à política de propriedade estatal, ou seja, ao papel do Estado enquanto proprietário. O poder de controlar a companhia confere benefícios especiais para os acionistas controladores, como por exemplo, o prêmio de controle⁵¹⁷, que lhe garante 20% a mais no valor das ações em caso de alienação do controle,⁵¹⁸ mas que, como as pesquisas demonstram, são benefícios suportados na expropriação dos acionistas minoritários.⁵¹⁹

No caso de uma sociedade de economia mista, uma política de propriedade estatal bem definida evita que os acionistas minoritários e demais investidores sejam surpreendidos pelas decisões governamentais, especialmente aquelas com viés nitidamente político. Como o contrato de sociedade é em suma um contrato de comunhão de escopo, de cooperação, é justificável se exigir condutas lastreadas na boa-fé objetiva.⁵²⁰

Nesse sentido, prescreve a OCDE na sua segunda diretriz⁵²¹ que o Estado

⁵¹⁶ CAMPINHO, Sérgio. **Curso de Direito Comercial: sociedade Anônima**. 2. ed., São Paulo: Saraiva, 2018, p. 239

⁵¹⁷ Nota do autor: O art. 254-A da Lei 6.404/1976 prevê que, em caso de alienação do controle, a parte adquirente ficará obrigada a fazer uma oferta pública de aquisição das ações com direito a voto de propriedade dos demais acionistas, assegurando-lhes um preço no mínimo igual a 80% do valor pago por ação com direito a voto, integrante do bloco de controle. Tal dispositivo consagra na legislação brasileira a figura do *tag along*, que é uma tecnologia societária que busca ratear os benefícios especiais do controlador com os acionistas minoritários. Ao garantir a venda conjunta (*tag along*) com o bloco de controle, a lei estabiliza a precificação das ações dos acionistas minoritários.

⁵¹⁸ CAMPINHO, Sérgio. **Curso de Direito Comercial: sociedade Anônima**. 3. ed., São Paulo: Saraiva, 2018, p. 242

⁵¹⁹ PARGENDLER, Mariana; *et. al.* A Estrutura de Governança Básica: acionistas minoritários e grupos não acionistas. *In*: KRAAKMAN, Reinier; *et al.* **A Anatomia do Direito Societário**. Uma abordagem comparada e funcional. Tradução: Mariana Pargendler. 3. ed., São Paulo: Singular, 2018, p. 163

⁵²⁰ ADAMEK, Marcelo Vieira Von. **Abuso de Minoria em Direito Societário**. São Paulos: Malheiros, 2014, p. 38

⁵²¹ II. O ESTADO NA QUALIDADE DE PROPRIETÁRIO O Estado deve agir como um proprietário informado e ativo, e estabelecer uma política de propriedade clara e consistente, assegurando que a governança de empresas de propriedade estatal seja desempenhada de maneira transparente e responsável, com o nível necessário de profissionalismo e eficiência.

A. O governo deve desenvolver e divulgar uma política de propriedade que defina os objetivos gerais da propriedade estatal, a função do Estado na governança corporativa das estatais, e como irá implementar sua política de propriedade.

B. O governo não deve ser envolvido na administração diária das estatais, e sim permitir que tenham total autonomia operacional para atingir seus objetivos.

C. O Estado deve permitir que os conselhos das estatais exerçam suas responsabilidades e respeitar sua independência.

D. O exercício dos direitos de propriedade deve ser claramente identificado dentro da administração do Estado. Isso pode ser facilitado por meio da formação de uma entidade coordenadora, ou, mais apropriadamente, por meio da centralização da função de propriedade.

E. A entidade coordenadora ou proprietária deve ser responsável por prestar contas aos órgãos de representação, tais como Congresso, e ter relações claramente definidas com órgãos públicos relevantes, incluindo as instituições de auditoria de instância superior.

F. O Estado na qualidade de proprietário ativo deve exercer seus direitos de proprietário de acordo com a estrutura legal de cada empresa. Suas responsabilidades principais incluem:

deve divulgar uma política de propriedade clara, que defina os objetivos gerais da propriedade estatal, e assegurar que a governança de empresas estatais seja desempenhada de maneira transparente e responsável, mantendo-se distante da administração diária da companhia e garantindo a independência dos conselhos de administração.⁵²²

Na visão da OCDE, objetivos múltiplos e contraditórios da propriedade estatal acarretam excessiva intervenção nas decisões empresariais, especialmente em assuntos operacionais que, em linha de princípio, deveriam ficar reservados aos administradores.⁵²³

Ademais, nas companhias sem estrutura acionária difusa e com confusão entre propriedade e controle, como empresas estatais e familiares, somente os grandes investidores conseguem monitorar os gerentes.⁵²⁴

Destarte, o Estado deve garantir ao mercado e ao público em geral previsibilidade acerca dos seus objetivos enquanto proprietário. Uma política de propriedade consistente, que deve estar acessível ao público em geral e aos principais órgãos públicos que se relacionam com a estatal, precisa definir claramente qual será o principal objetivo do Estado com a companhia, se será maximizar o valor das ações (retorno para os acionistas) ou se a prioridade serão os serviços públicos, independentemente dos resultados lucrativos.⁵²⁵

Tal política deve ainda assegurar que a função de proprietário do Estado seja centralizada em uma entidade coordenadora, que ficará responsável por ser a interface do Estado com a empresa estatal, os órgãos públicos e as empresas de auditoria. Essa entidade ficará também responsável por garantir que o Estado mantenha-se um acionista ativo e informado, e deverá prestar contas da sua atuação

1. Ser representado em assembleias gerais de acionistas e votar pela parcela que cabe ao Estado;
2. Estabelecer processos bem estruturados e transparentes de nomeação de membros do conselho em estatais de propriedade total ou de controle majoritário e, participar ativamente das nomeações de todos os conselhos das estatais.

3. Implantar sistemas de elaboração de relatórios de forma a permitir um monitoramento e avaliação regular do desempenho da estatal;

4. Quando permitido pelo sistema legal e pelo nível de propriedade estatal, manter diálogos contínuos com auditores externos e organizações de controle estatal específicas;

5. Assegurar que esquemas de remuneração para os membros do conselho das estatais estimulem o interesse na empresa no longo-prazo, e possam atrair profissionais motivados e de qualidade.

⁵²² OCDE. **Diretrizes da OCDE sobre Governança Corporativa de Empresas Estatais**, 2015, p. 05. Disponível em: <<https://doi.org/10.1787/9789264181106-pt>> Acesso em: 09 de dez. 2018

⁵²³ OCDE. **Diretrizes da OCDE sobre Governança Corporativa de Empresas Estatais**, 2015, p. 14. Disponível em: <<https://doi.org/10.1787/9789264181106-pt>> Acesso em: 09 de dez. 2018

⁵²⁴ LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei. Corporate Ownership Around the World. **The Journal of Finance**, Vol. LIV, nº 2, apr./1999.

⁵²⁵ OCDE. **Diretrizes da OCDE sobre Governança Corporativa de Empresas Estatais**, 2015, p. 38. Disponível em: <<https://doi.org/10.1787/9789264181106-pt>> Acesso em: 09 de dez. 2018

aos órgãos que representem os interesses da sociedade, como o poder legislativo.⁵²⁶

Além disso, tanto o Estado quanto a entidade coordenadora deverão respeitar a independência dos administradores das estatais, garantindo-se que os conselheiros e diretores exerçam as suas funções de forma individual e independente, e não como mandatários de partes interessadas.⁵²⁷

A Lei das Estatais prevê no §1º, do artigo que 2º, que a lei que autorizar a criação de empresa pública ou sociedade de economia mista deverá indicar de forma clara relevante interesse coletivo ou imperativo de segurança nacional que justificou a criação, *in verbis*:

Art. 2º A exploração de atividade econômica pelo Estado será exercida por meio de empresa pública, de sociedade de economia mista e de suas subsidiárias.

§ 1º A constituição de empresa pública ou de sociedade de economia mista dependerá de prévia autorização legal que indique, de forma clara, relevante interesse coletivo ou imperativo de segurança nacional, nos termos do caput do art. 173 da Constituição Federal.⁵²⁸

Todavia, não se verifica no estatuto qualquer dispositivo regulamentando a divulgação da política de propriedade. A explicitação dos motivos que justificaram a criação da estatal não se confunde com os objetivos gerais da propriedade estatal.

No que diz respeito à centralização da função de propriedade em uma entidade coordenadora, o estatuto das estatais não disciplina essa questão, porém, a realidade demonstra que no âmbito federal esse papel vem sendo desempenhado pela Secretaria de Coordenação e Governança das Empresas Estatais – SEST, órgão ligado ao Ministério do Planejamento, Desenvolvimento e Gestão, que possui a responsabilidade de promover a articulação e integração das políticas das empresas e de propor as diretrizes e parâmetros de atuação.⁵²⁹

Além disso, a SEST também possui competência para manifestar-se sobre assuntos diversos, como por exemplo: criação de novas empresas estatais federais;

⁵²⁶ OCDE. **Diretrizes da OCDE sobre Governança Corporativa de Empresas Estatais**, 2015, p. 39. Disponível em: <<https://doi.org/10.1787/9789264181106-pt>> Acesso em: 09 de dez. 2018

⁵²⁷ OCDE. **Diretrizes da OCDE sobre Governança Corporativa de Empresas Estatais**, 2015, p. 39. Disponível em: <<https://doi.org/10.1787/9789264181106-pt>> Acesso em: 09 de dez. 2018

⁵²⁸ BRASIL. **Lei nº 13.303, de 30 de junho de 2016**. Dispõe sobre o estatuto jurídico da empresa pública, da sociedade de economia mista e de suas subsidiárias, no âmbito da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2016/lei/113303.htm>. Acesso em: 17 set. de 2018.

⁵²⁹ SECRETARIA DE COORDENAÇÃO E GOVERNANÇA DAS EMPRESAS ESTATAIS - SEST. **A SEST. Revista das Estatais**. Ministério do Planejamento, Desenvolvimento e Gestão. Vol. 1 (jan. 2017). Brasília: MP, - 2017. Disponível em: <<file:///C:/Users/felip/Desktop/Revista%20das%20Estatais%205%20-%20Interativa.pdf>> Acesso em: 15 de dez. 2018

operações de reestruturação societária; alteração do capital social; estatutos sociais e suas alterações; destinação dos lucros etc.⁵³⁰

Contudo, é importante destacar que as diretrizes de governança corporativa e estratégias relacionadas ao ativismo da União enquanto acionista, majoritária ou minoritária, buscando defender os seus interesses e a eficiência da gestão das companhias em que figure como sócia são traçadas pela Comissão Interministerial de Governança Corporativa e de Administração de Participações Societárias da União – CGPAR, comissão esta que foi criada pelo Decreto 6.021, de 22 de janeiro de 2007, e que é composta pelos Ministros do Planejamento, Desenvolvimento e Gestão; Fazenda e Chefe da Casa Civil.⁵³¹

Por conseguinte, apesar de a função de propriedade não estar puramente centralizada em uma única entidade coordenadora, pode-se concluir que, nesse ponto, as estatais federais encontram alguma consonância com as diretrizes da OCDE, muito embora a atuação desse órgão ainda possa ser melhorada.

Finalmente, com relação à independência dos administradores, deve-se ressaltar que este é um dos temas mais caros para a governança corporativa das empresas estatais, justamente em razão dos problemas de agência entre os gestores e os acionistas minoritários e investidores.

Destaca-se, nesse sentido, que o artigo 14 do estatuto das estatais determina que o acionista controlador da sociedade de economia mista deverá preservar a independência do Conselho de Administração.⁵³² Conforme já pontuado anteriormente, para tentar resguardar essa independência, o legislador procurou limitar as indicações de cunho meramente político, estabelecendo no artigo 17 do estatuto alguns requisitos para os administradores, tais como formação compatível com o cargo, experiência prévia, ficha limpa, ausência de conflito de interesses com a estatal ou acionistas, e vínculo político ou em caráter de nepotismo.

Mas é bem verdade que tal dispositivo não impede que pessoas com vínculos políticos, ou que não atendam os requisitos do estatuto, sejam indicadas para

⁵³⁰ SECRETARIA DE COORDENAÇÃO E GOVERNANÇA DAS EMPRESAS ESTATAIS - SEST. A SEST. **Revista das Estatais**. Ministério do Planejamento, Desenvolvimento e Gestão. Vol. 1 (jan. 2017). Brasília: MP, - 2017. Disponível em: <file:///C:/Users/felip/Desktop/Revista%20das%20Estatais%205%20-%20Interativa.pdf> Acesso em: 15 de dez. 2018

⁵³¹ BRASIL. **Decreto 6.021, de 22 de janeiro de 2007**. Cria a Comissão Interministerial de Governança Corporativa e de Administração de Participações Societárias da União - CGPAR, e dá outras providências. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2007-2010/2007/Decreto/D6021.htm> Acesso em: 03 de jan. de 2019

⁵³² BRASIL. **Lei nº 13.303, de 30 de junho de 2016**. Dispõe sobre o estatuto jurídico da empresa pública, da sociedade de economia mista e de suas subsidiárias, no âmbito da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2016/lei/13303.htm>. Acesso em: 17 set. de 2018.

ocupar outros cargos internos (ex: comitê técnico), ou até mesmo externos, mas com grande influência nas estatais, como por exemplo, o de Ministro da Fazenda.

Outra prática importante prevista no estatuto e que merece ser destacada diz respeito aos conselheiros independentes. Nesse sentido, prescreve o artigo 22 do estatuto⁵³³, que o Conselho de Administração da empresa estatal deve ser composto, no mínimo, por 25% de membros independentes⁵³⁴, que são aqueles que não possuem qualquer vínculo com a estatal ou seus administradores, chefe do poder executivo, Ministro de Estado ou Secretário de Estado ou Município⁵³⁵.

Conforme a classificação de Sanjai Bhagat e Bernard Black, existem quatro tipos de conselheiros: a) representante do grupo controlador, que é o indivíduo indicado pelo bloco ou família que controla a empresa, ou no caso das estatais, integrante da esfera de governo que participe do controle; b) interno, o indivíduo que, simultaneamente, ocupa assento no conselho de administração e na diretoria; c) afiliado, o profissional funcionário ou ex-funcionário da empresa ou de fundação de previdência ligada à companhia, ou ex-integrante do governo, no caso das estatais, ou o indivíduo que é diretor ou conselheiro de empresa coligada; d) independente, que é

⁵³³ BRASIL. **Lei nº 13.303, de 30 de junho de 2016**. Dispõe sobre o estatuto jurídico da empresa pública, da sociedade de economia mista e de suas subsidiárias, no âmbito da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2016/lei/l13303.htm>. Acesso em: 17 set. de 2018.

⁵³⁴ No segmento especial do Novo Mercado, o conselho de administração da companhia listada deve contemplar, no mínimo, 2 ou 20% de conselheiros independentes, o que for maior, com mandato unificado de, no máximo, dois anos. (BM&FBOVESPA. **Segmentos de Listagem. Novo Mercado**. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/novo-mercado/> Acesso em: 09 de jan. de 2019)

⁵³⁵ De acordo com o artigo 22, parágrafo 1º, do estatuto das estatais, o conselheiro independente caracteriza-se por:

I - não ter qualquer vínculo com a empresa pública ou a sociedade de economia mista, exceto participação de capital;

II - não ser cônjuge ou parente consanguíneo ou afim, até o terceiro grau ou por adoção, de chefe do Poder Executivo, de Ministro de Estado, de Secretário de Estado ou Município ou de administrador da empresa pública ou da sociedade de economia mista;

III - não ter mantido, nos últimos 3 (três) anos, vínculo de qualquer natureza com a empresa pública, a sociedade de economia mista ou seus controladores, que possa vir a comprometer sua independência;

IV - não ser ou não ter sido, nos últimos 3 (três) anos, empregado ou diretor da empresa pública, da sociedade de economia mista ou de sociedade controlada, coligada ou subsidiária da empresa pública ou da sociedade de economia mista, exceto se o vínculo for exclusivamente com instituições públicas de ensino ou pesquisa;

V - não ser fornecedor ou comprador, direto ou indireto, de serviços ou produtos da empresa pública ou da sociedade de economia mista, de modo a implicar perda de independência;

VI - não ser funcionário ou administrador de sociedade ou entidade que esteja oferecendo ou demandando serviços ou produtos à empresa pública ou à sociedade de economia mista, de modo a implicar perda de independência;

VII - não receber outra remuneração da empresa pública ou da sociedade de economia mista além daquela relativa ao cargo de conselheiro, à exceção de proventos em dinheiro oriundos de participação no capital.

[...] (BRASIL. **Lei nº 13.303, de 30 de junho de 2016**. Dispõe sobre o estatuto jurídico da empresa pública, da sociedade de economia mista e de suas subsidiárias, no âmbito da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2016/lei/l13303.htm>. Acesso em: 17 set. de 2018).

o profissional citado acima, e que não possui qualquer ligação aparente (financeira, política ou familiar) com a companhia ou o grupo de controle.⁵³⁶

Apesar de não parecer uma estratégia de governança relevante, o membro independente pode desempenhar um papel significativo na sociedade de economia mista, uma vez que a sua atuação não está marcada por influência externa do acionista controlador. Logo, por não ter uma ligação com o “principal” (Estado – contratante), o conselheiro independente (agente – contratado) não teria tanto anseio de buscar benefícios oportunistas para favorecimento do controlador, o que é comum em problemas de agência.

Além disso, quando o membro independente ocupa posições estratégicas em comitês especializados a sua atuação fica ainda mais fortalecida. Nesse sentido, vale destacar que o estatuto das estatais prevê, no artigo 25, que o Comitê de Auditoria Estatutário, que possui competência para supervisionar e avaliar os trabalhos da auditoria externa e da área de controle interno, deverá ser integrado, em sua maioria, por membros independentes,⁵³⁷ o que não deixa de ser outro ponto relevante da Lei 13.303, de 30 de junho de 2016.

4.3.3 As Empresas Estatais no Mercado

Ao tratar na terceira diretriz⁵³⁸ das empresas estatais atuantes no mercado,

⁵³⁶ BHAGAT, S.; BLACK, B. Board independence and long term firm performance. New York, Columbia Law School, 2000. Working paper n. 143 *apud* DUTRA, Marcos Galileu Lorena; SAITO, Richard. Conselhos de administração: análise de sua composição em um conjunto de companhias abertas brasileiras. **Revista de Administração Contemporânea**, vol.6, nº 2, Curitiba, Mai./Ago. 2002.

⁵³⁷ BRASIL. **Lei nº 13.303, de 30 de junho de 2016**. Dispõe sobre o estatuto jurídico da empresa pública, da sociedade de economia mista e de suas subsidiárias, no âmbito da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2016/lei/l13303.htm>. Acesso em: 17 set. de 2018.

⁵³⁸ Consistente com a lógica de propriedade estatal, o arcabouço legal e regulatório das EEs deve assegurar um nível de igualdade e concorrência justa no mercado, quando as EEs empreenderem atividades econômicas.

A. Deve haver uma clara separação entre a função de propriedade do Estado e outras funções estatais que possam vir a influenciar as condições de empresas estatais, particularmente com respeito à regulamentação do mercado.

B. Os atores envolvidos e outras partes interessadas (stakeholders), inclusive os credores e concorrentes, devem ter acesso a uma reparação efetiva, mediante processos legais ou arbitragem imparcial, quando considerarem que seus direitos foram violados.

C. Nos casos em que as EEs combinam atividades econômicas com objetivos de política pública, deverão ser mantidos altos padrões de transparência e divulgação de suas estruturas de custos e receitas, permitindo sua contabilização por áreas de atividade principal.

D. Os custos relacionados aos objetivos de política pública devem ser arcados e divulgados pelo Estado.

E. Como princípio orientador, as EEs que empreendem atividades econômicas não devem estar isentas da aplicação das leis gerais, códigos tributários e regulamentações. As leis e regulamentações não

a OCDE trabalha com duas linhas de abordagem.

A primeira diz respeito ao nível de igualdade e concorrência justa no mercado de atuação da estatal exploradora de atividade econômica. Neste aspecto, incluem-se a igualdade regulatória, econômica e fiscal, que são os dois pilares da neutralidade competitiva entre empresas públicas e privadas.⁵³⁹

Para a OCDE, a empresa estatal não pode gozar de privilégios fiscais que não sejam extensíveis às empresas privadas. Além disso, deve haver a completa separação jurídica e administrativa das funções de proprietário e de regulador, já que o acúmulo de funções é fator desencadeante de grave conflito de interesses, neste caso, entre o Estado e o setor privado, e não como um problema interno do governo da empresa estatal.

Vale lembrar, nesse sentido, que a Constituição da República de 1988 já prevê uma regra com teor semelhante no §2º, do artigo 173. Porém, ao julgar o RE nº 407.099/RS, de relatoria do Ministro Carlos Velloso, o STF firmou o entendimento que a Empresa Brasileira de Correios e Telégrafos, por prestar serviço público de prestação obrigatória e exclusiva do Estado, poderia gozar da imunidade tributária disciplinada pelo artigo 150, VI, alínea “a”, da Constituição da República de 1988, que seriam aplicável apenas às autarquias e fundações públicas.⁵⁴⁰

Posteriormente, esse entendimento foi estendido para outras estatais que também desenvolviam serviços públicos essenciais.⁵⁴¹ É bem provável que o STF

dever discriminar indevidamente as EEs e seus concorrentes de mercado. A forma jurídica das EEs deve permitir que os credores pressionem por suas reivindicações e deem início a processos de insolvência.

F. As atividades econômicas das EEs devem enfrentar condições de mercado consistentes, com relação ao acesso ao financiamento da dívida e capital próprio. Em particular:

1. As relações das EEs com todas as instituições financeiras, bem como as EEs não financeiras, devem estar fundamentadas em bases puramente comerciais.
2. As atividades econômicas das EEs não devem se beneficiar de qualquer apoio financeiro indireto que confira uma vantagem sobre os concorrentes privados, tais como empréstimos preferenciais, impostos em atraso ou créditos comerciais preferenciais de outras EEs. As atividades econômicas das EEs não devem receber insumos (tais como energia, água ou terreno) com preços ou condições mais favoráveis do que os disponíveis para os concorrentes privados.
3. Deve-se exigir que as atividades econômicas das EEs sejam obrigadas a obter taxas de retorno que sejam compatíveis com as obtidas pelos concorrentes de empresas privadas, tendo em conta suas condições operacionais.

G. Quando as EEs participarem de licitações públicas, seja como licitante ou licitador, os procedimentos envolvidos devem ser competitivos, não discriminatórios e protegidos por padrões adequados de transparência. (OCDE. **Diretrizes da OCDE sobre Governança Corporativa de Empresas Estatais**, 2015, p. 22-23. Disponível em: <<https://doi.org/10.1787/9789264181106-pt>> Acesso em: 09 de dez. 2018)

⁵³⁹ OCDE. **Diretrizes da OCDE sobre Governança Corporativa de Empresas Estatais**, 2015, p. 47. Disponível em: <<https://doi.org/10.1787/9789264181106-pt>> Acesso em: 09 de dez. 2018

⁵⁴⁰ MENDES, Gilmar Ferreira. **Aspectos constitucionais do regime jurídico das empresas estatais**. In: NORONHA, João Otávio; et. al. (Coord.). Estatuto Jurídico das Estatais. Análise da Lei 13.303/2016. Belo Horizonte: Fórum, p. 21-42, 2017

⁵⁴¹ MENDES, Gilmar Ferreira. **Aspectos constitucionais do regime jurídico das empresas estatais**. In: NORONHA, João Otávio; et. al. (Coord.). Estatuto Jurídico das Estatais. Análise da Lei 13.303/2016. Belo Horizonte: Fórum, p. 21-42, 2017

venha enfrentar novamente esse tema no futuro, uma vez que o estatuto das estatais não diferencia as empresas estatais prestadoras de serviços públicos daquelas que desenvolvem atividades econômicas em sentido estrito.

Registra-se, por oportuno, que em Portugal, o Decreto-Lei nº 133/2013, que disciplina o novo regime jurídico do setor público empresarial, aborda expressamente a temática da neutralidade competitiva, e não diferencia as estatais prestadoras de serviços públicos das exploradoras de atividade econômica:

Artigo 15º

Neutralidade competitiva

1 - As empresas públicas desenvolvem a sua atividade nas mesmas condições e termos aplicáveis a qualquer empresa privada, e estão sujeitas às regras gerais da concorrência, nacionais e de direito da União Europeia.

2 - As relações estabelecidas entre as entidades públicas titulares do capital social ou estatutário e as empresas públicas detidas ou participadas processa-se em termos que assegurem a total observância das regras da concorrência, abstendo-se aquelas entidades de praticar, direta ou indiretamente, todo e qualquer ato que restrinja, falseie ou impeça a aplicação destas regras.⁵⁴²

E não poderia ser diferente. Henrique Motta Pinto destaca que o Estado recorre ao modelo empresarial porque reconhece neste formato virtudes essenciais para a implementação de suas políticas. Entretanto, a tentativa de autarquizar as empresas estatais, inclusive com o respaldo do STF, mediante a aplicação de normas próprias do setor público, acaba causando uma crise jurídica nessas empresas, já que se legitima uma ruptura com a estrutura empresarial que assentada em um regime de direito privado.⁵⁴³

Deve-se destacar que o estatuto das estatais não traz qualquer regra explícita tratando da neutralidade competitiva entre as empresas estatais e as privadas. Todavia, além da regra constitucional citada anteriormente, que veda a concessão de privilégios, o Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência, disciplinado pela Lei 12.529/2011, e as agências reguladoras (ex:

⁵⁴² PORTUGAL. Decreto-lei 133, de 03 de outubro de 2013. **Institui o novo regime jurídico do sector público empresarial.** Disponível em: <https://dre.pt/web/guest/legislacao-consolidada/-/lc/107738401/201901111225/diploma?_LegislacaoConsolidada_WAR_drefrontofficeportlet_rp=indice> Acesso em: 11 de jan. de 2019

⁵⁴³ PINTO, Henrique Motta. A autarquização das empresas estatais na jurisprudência do Supremo Tribunal Federal: um obstáculo para as reformas na administração pública. **Cadernos Gestão Pública e Cidadania**, v. 15, nº 57, São Paulo, 2010.

ANEEL, ANP, ANATEL etc) não excluem as empresas estatais da sua disciplina.⁵⁴⁴

Sobre o tema, Alexandre Ditzel Faraco acrescenta que a intervenção do Estado na economia, para atuar em concorrência com os particulares, não acarreta na alteração das regras do mercado em seu favor. Além disso, o Estado não está imune à regulação de determinado setor quando está atuando como agente de mercado.⁵⁴⁵

Ainda, no âmbito financeiro, a Resolução 2.827 de 30/03/01, do Conselho Monetário Nacional, estabelece alguns limites para as Instituições Financeiras contratarem linhas de crédito em favor das empresas estatais. Trata-se do chamado contingenciamento de crédito, que visa diminuir o endividamento e garantir a estabilidade fiscal das entidades do setor público, ainda que não sejam dependentes do tesouro federal ou estadual.

Portanto, apesar de o estatuto das estatais não tratar da neutralidade competitiva de forma específica e direta, as normas apontadas acima demonstram que as empresas estatais não gozam de privilégios frente as empresas privadas.

A segunda abordagem tratada na terceira diretriz da OCDE é mais relevante para a questão da governança corporativa nas sociedades de economia mista, já que o presente trabalho possui um enfoque voltado para os conflitos de societários dessas companhias. No segundo viés, a OCDE volta a sua atenção para os gastos com as políticas públicas, quando a empresa estatal também desenvolve atividades estritamente econômicas.

Há uma forte recomendação da OCDE para que a empresa estatal divulgue, com alto padrão de transparência, os custos despendidos com as políticas governamentais que, na visão da Organização, devem ser suportados apenas pelo Estado.⁵⁴⁶

Este ponto é de suma importância para as sociedades de economia mista, uma vez que grande parte dos conflitos societários têm como pano de fundo o indevido uso das estatais para fins políticos, mas não republicanos. O estatuto das estatais não incorpora integralmente essa diretriz da OCDE, já que se limita a exigir a elaboração da carta anual de governança e políticas públicas.

Tal documento, disciplinado no artigo 8º, inciso I, da Lei 13.303, de 30 de

⁵⁴⁴ MARRARA, Thiago. Defesa da concorrência x regulação setorial: o que mudou com a lei de 2011? **Revista de Direito Público da Economia – RDPE**, Belo Horizonte, ano 13, nº 50, p. 245-246, abr./jun. 2015

⁵⁴⁵ FARACO, Alexandre Ditzel. **Regulação e Direito Concorrencial** (as telecomunicações). São Paulo: Livraria Paulista, 2003, p. 144

⁵⁴⁶ OCDE. **Diretrizes da OCDE sobre Governança Corporativa de Empresas Estatais**, 2015, p. 22. Disponível em: <<https://doi.org/10.1787/9789264181106-pt>> Acesso em: 09 de dez. 2018

junho de 2016, e que deve ser subscrito pelos membros do Conselho de Administração, com a explicitação dos compromissos de consecução de objetivos de políticas públicas pela empresa estatal, tem como objetivo informar os investidores acerca da amplitude das políticas e dos respectivos impactos econômico-financeiros.

Porém, segundo André Guskow Cardoso, a exigência da carta é uma inovação relevante, pois os demais acionistas podem obter informações que antes eram tratadas de forma imprecisa e pouco transparente.⁵⁴⁷

É bem verdade que a recomendação para que o Estado arque exclusivamente com os custos das políticas públicas não possui uma aceitação unânime.

Na visão de Alexandre Di Miceli da Silveira a transferência dos custos para o Estado seria a estratégia mais vantajosa em termos de governança de uma sociedade de economia mista, vez que resolveria ao mesmo tempo o dilema da maximização do valor da companhia e a realização de políticas públicas.⁵⁴⁸ Todavia, como lembra Caio Tácito, o substrato das empresas estatais é público, logo, o interesse lucrativo dá margem para a realização de políticas governamentais,⁵⁴⁹ contudo, essa eventual compatibilização de propósitos não autoriza a sociedade de economia mista a atuar de maneira deficitária.⁵⁵⁰

Durante a chamada greve nacional dos caminhoneiros⁵⁵¹, ocorrida no final do mês de maio de 2018, a Petrobras viveu esse dilema envolvendo a implementação de políticas públicas às custas da companhia. Como medida extrema para solucionar a paralisação e desobstruir as rodovias, o Governo Federal atuou sobre a política de preços da companhia e determinou que a alta administração da empresa reduzisse o preço do óleo diesel, ficando acertado que a acionista controladora (União) arcaria com os custos do subsídio.

A interferência do Governo Federal acarretou no pedido de renúncia do

⁵⁴⁷ CARDOSO, André Guskow. Governança Corporativa, Transparência e *Compliance* nas Empresas Estatais: Regime Instituído pela Lei 13.303/2016 *In*: JUSTEN FILHO, Marçal. (org.). **Estatuto Jurídico das Empresas Estatais. Lei 13.303/2016 – Lei das Estatais**. São Paulo: RT, 2017, p. 102

⁵⁴⁸ SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. **Governança Corporativa. No Brasil e no Mundo**. 2. ed., Rio de Janeiro: Elsevier, 2015, p. 269

⁵⁴⁹ TÁCITO, Caio. Regime Jurídico das Empresas Estatais. **Revista de Direito Administrativo**, Rio de Janeiro, 1994. n 195, p. 1-8, jan./mar.

⁵⁵⁰ GRAU, Eros Roberto. Lucratividade e função social nas empresas sob controle do Estado. **Revista de Direito Mercantil**, São Paulo, v. 23, n. 55, p. 35-59, 1984.

⁵⁵¹ A referida greve foi uma paralisação nacional que se iniciou no dia 21 de maio de 2018 e se estendeu por pelo menos dez dias. Dentre as várias reivindicações da categoria estava a redução do preço do óleo diesel. CARDOSO, Jaqueline da Silva Torres. A construção da cenografia e do ethos em relação a greve dos caminhoneiros nas páginas da Revista Veja. **Revista Cambiassu**, São Luís/MA, v. 13, n. 22 – Jul./Dez. de 2018.

presidente da Petrobras, o economista Pedro Parente, o que também gerou reflexos na precificação das ações da companhia na bolsa de valores.⁵⁵²

E apesar de o Governo ter assumido o compromisso de reembolsar a companhia com os custos decorrentes da alteração forçada do preço do óleo diesel, a verdade é que tal medida não partiu de forma espontânea da acionista controladora.

Sim, em decorrência das estratégias de governança (transparência, equidade etc) adotadas a partir do ingresso da Petrobras no segmento especial do “Nível 2” da Bolsa de Valores (B3)⁵⁵³, e até como forma de transmitir uma mensagem de boa gestão aos investidores, ainda surpresos com os escândalos da Lava-Jato, a companhia havia previsto no seu estatuto social que a União compensaria a empresa,⁵⁵⁴ a cada exercício social, pela diferença entre as condições de mercado e o retorno econômico da obrigação assumida de forma desfavorável, vejamos:

Art. 3º- A Companhia tem como objeto a pesquisa, a lavra, a refinação, o processamento, o comércio e o transporte de petróleo proveniente de poço, de xisto ou de outras rochas, de seus derivados, de gás natural e de outros hidrocarbonetos fluidos, além das atividades vinculadas à energia, podendo promover a pesquisa, o desenvolvimento, a produção, o transporte, a distribuição e a comercialização de todas as formas de energia, bem como quaisquer outras atividades correlatas ou afins.

§1º- As atividades econômicas vinculadas ao seu objeto social serão desenvolvidas pela Companhia em caráter de livre competição com outras empresas, segundo as condições de mercado, observados os demais princípios e diretrizes da Lei nº 9.478, de 6 de agosto de 1997 e da Lei nº 10.438, de 26 de abril de 2002.

§2º- [...]

§3º- A Petrobras poderá ter suas atividades, desde que consentâneas com seu objeto social, orientadas pela União de modo a contribuir para o interesse público que justificou a sua criação, visando ao atendimento do objetivo da política energética nacional previsto no art. 1º, inciso V, da Lei nº 9.478, de 6 de agosto de 1997.

§4º- No exercício da prerrogativa de que trata o §3º acima, a União somente poderá orientar a Companhia a assumir obrigações ou

⁵⁵² AGÊNCIA BRASIL. **Saída de Parente derruba ações da Petrobras e eleva dólar**. 2018. Disponível em: <<http://agenciabrasil.ebc.com.br/economia/noticia/2018-06/saida-de-parente-causa-queda-das-acoes-da-petrobras-e-alta-do-dolar>> Acesso em: 14 de jan. 2019

⁵⁵³ Em razão da Lei 9.478/97 (Lei do Petróleo), que assegura o controle da estatal nas mãos da União e impede o voto dos acionistas preferencialistas (art. 62, parágrafo único), o “Nível 2” da B3 é o segmento de listagem máximo que a Petrobras pode acessar, uma vez que o Novo Mercado tem como um dos seus requisitos a garantia de voto para todos os acionistas, independente de serem titulares de ações ordinárias ou preferenciais. **BRASIL. Lei nº 9.478, de 6 de agosto de 1997**. Dispõe sobre a política energética nacional, as atividades relativas ao monopólio do petróleo, institui o Conselho Nacional de Política Energética e a Agência Nacional do Petróleo e dá outras providências. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L9478.htm> Acesso em: 15 de jan. 2019.

⁵⁵⁴ FOLHA DE S. PAULO. Petrobras cria blindagem contra o governo. Estatal incluiu regras que obrigam União a cobrir prejuízo de políticas intervencionistas. **Folha de São Paulo**. 2018. Disponível em: <<https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2018/02/petrobras-cria-blindagem-contra-o-governo.shtml>> Acesso em: 15 de jan. 2019

responsabilidades, incluindo a realização de projetos de investimento e assunção de custos/resultados operacionais específicos, como aqueles relativos à comercialização de combustíveis, bem como outras atividades correlatas, em condições diversas às de qualquer outra sociedade do setor privado que atue no mesmo mercado, quando:

I– estiver definida em lei ou regulamento, bem como prevista em contrato, convênio ou ajuste celebrado com o ente público competente para estabelecê-la, observada a ampla publicidade desses instrumentos; e

II– tiver seu custo e receitas discriminados e divulgados de forma transparente, inclusive no plano contábil.

§5º- Na hipótese dos §§3º e 4º acima, o Comitê Financeiro e o Comitê de Minoritários, em suas atribuições de assessoramento ao Conselho de Administração, avaliarão e mensurarão, com base nos critérios de avaliação técnico-econômica para projetos de investimentos e para custos/resultados operacionais específicos praticados pela administração da Companhia, se as obrigações e responsabilidades a serem assumidas são diversas às de qualquer outra sociedade do setor privado que atue no mesmo mercado.

§6º- Quando orientada pela União a contribuir para o interesse público, a Companhia somente assumirá obrigações ou responsabilidades:

I – que respeitem as condições de mercado definidas conforme §5º acima; ou

II – que se adequem ao disposto nos incisos I e II do §4º acima, observados os critérios de que trata o §5º acima, sendo que, nesta hipótese, a União compensará, a cada exercício social, a Companhia pela diferença entre as condições de mercado definidas conforme o §5º acima e o resultado operacional ou retorno econômico da obrigação assumida.

§7º [...].⁵⁵⁵

O descumprimento desta regra estatutária poderia desencadear a instauração de um processo arbitral⁵⁵⁶ entre acionistas minoritários e a companhia.

4.3.4 Tratamento Equitativo dos Acionistas e Outros Investidores

Os códigos de governança corporativa, de um modo geral, prescrevem que todos os acionistas devem ser tratados com equidade. Em verdade, a justeza no relacionamento com os acionistas é princípio fundante (*fairness*) da própria ideia de

⁵⁵⁵ PETROBRAS. **Estatuto Social**. Disponível em: <<http://www.investidorpetrobras.com.br/pt/governanca-corporativa/instrumentos-de-governanca/estatuto-social>> Acesso em: 14 de jan. de 2019

⁵⁵⁶ A Câmara de Arbitragem do Mercado é de adesão obrigatória para todas as companhias que integram os segmentos de listagem do Novo Mercado, do Nível 2 das Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa e do Bovespa Mais. Além disso, os respectivos controladores, administradores e membros do conselho fiscal das companhias que tenham ingressado nesses segmentos também aderir obrigatoriamente à Câmara de Arbitragem do Mercado. (B3. **Câmara de Arbitragem do Mercado. Perguntas Frequentes**. [s.d] Disponível em: <http://www.b3.com.br/pt_br/b3/qualificacao-e-governanca/camara-de-arbitragem-do-mercado-cam/perguntas-frequentes/> Acesso em: 15 de jan. 2019)

governança corporativa. Frank Easterbrook e Daniel Fischel argumentam que quando uma pessoa exerce uma autoridade que afeta a riqueza de outra, seus interesses podem divergir.⁵⁵⁷ Logo, umas das finalidades do sistema de governança, se não a principal, é evitar a expropriação dos acionistas, indistintamente, e facilitar o controle deles sobre a empresa investida.

A frase-síntese da quarta diretriz⁵⁵⁸ da OCDE para as empresas estatais tem como objetivo assegurar que as companhias listadas, de economia mista, reservarão a todos os acionistas e equidade de tratamento e igualdade de acesso às informações corporativas.⁵⁵⁹

É obrigação da sociedade de economia mista listada em bolsa tratar todos os acionistas de forma justa, sem qualquer privilégio, e garantir um alto grau de transparência, com a divulgação simultânea das informações relacionadas aos negócios da companhia.⁵⁶⁰ Além disso, orienta a OCDE que a empresa estatal deve assegurar a participação dos acionistas minoritários nas assembleias de acionistas, possibilitando a eleição de conselheiros, bem como garantir que as transações entre partes relacionadas sejam realizadas em condições de mercado.⁵⁶¹

O dever de transparência será abordado com maior profundidade mais

⁵⁵⁷ EASTERBROOK, Frank H.; FISCHEL, Daniel R.. The economic structure of corporate law. Harvard University Press, 1996, p. 91 *apud* MESSINA, Gabriel. Teoria da Agência e Política de Dividendos. In: POMPEU, Ivan Guimarães; et. al. **Estudos sobre negócios e contratos**. Uma perspectiva internacional a partir da Análise Econômica do Direito. São Paulo: Almedina, 2017, p. 166

⁵⁵⁸ IV: TRATAMENTO EQUITATIVO DOS ACIONISTAS E OUTROS INVESTIDORES

Nos casos das EEs listadas, ou que incluam entre seus proprietários investidores não-estatais, o Estado e as empresas devem reconhecer os direitos de todos os acionistas e assegurar-lhes equidade de tratamento e igualdade de acesso às informações corporativas.

A. Quando não for o único proprietário de EEs, o Estado deve se empenhar pela plena aplicação dos Princípios de Governança Corporativa da OCDE, e quando for o único proprietário, aplicar todos os itens relevantes das Diretrizes. No que diz respeito à proteção dos acionistas isso inclui:

1. O Estado e as EEs devem assegurar que todos os acionistas terão equidade de tratamento.
2. As EEs deverão obedecer a um alto grau de transparência, inclusive, como regra geral, promover a igual e simultânea divulgação de informações para todos os acionistas.
3. As EEs devem formular uma política ativa de comunicação e de consulta com todos os acionistas.
4. A participação dos acionistas minoritários nas assembleias de acionistas deve ser facilitada, para que eles possam participar nas decisões corporativas fundamentais, tais como a eleição dos conselheiros.
5. As transações entre o Estado e as EEs, e entre EEs, deverão ocorrer em termos consistentes de mercado.

B. Os códigos nacionais de governança corporativa devem ser obedecidos por todas as EEs listadas e, no que couber, pelas EEs não cotadas em bolsas.

C. Nos casos em que as EEs perseguem objetivos de política pública, sempre deverão ser disponibilizadas informações adequadas sobre estes objetivos aos acionistas não estatais.

D. Quando as EEs se envolverem em projetos cooperativos, como *joint ventures* e parcerias público-privadas, o contratante deve assegurar que os direitos contratuais serão mantidos e que os conflitos serão sanados de forma objetiva e oportuna.

⁵⁵⁹ OCDE. **Diretrizes da OCDE sobre Governança Corporativa de Empresas Estatais**, 2015, p. 24. Disponível em: <<https://doi.org/10.1787/9789264181106-pt>> Acesso em: 09 dez. de 2018

⁵⁶⁰ OCDE. **Diretrizes da OCDE sobre Governança Corporativa de Empresas Estatais**, 2015, p. 24. Disponível em: <<https://doi.org/10.1787/9789264181106-pt>> Acesso em: 09 dez. de 2018

⁵⁶¹ OCDE. **Diretrizes da OCDE sobre Governança Corporativa de Empresas Estatais**, 2015, p. 24. Disponível em: <<https://doi.org/10.1787/9789264181106-pt>> Acesso em: 09 dez. de 2018

adiante, quando for analisada a sexta diretriz, que trata especificamente da política de *disclosure* e transparência. Desse modo, o presente tópico manterá o foco mais voltado para a equidade de tratamento e na participação dos acionistas minoritários nas decisões da companhia, sem sonegar obviamente questões que digam respeito à transparência das informações, mas de forma interconectada ao princípio da igualdade.

Em que pese a imediata ressalva, não se pode perder de vista que, para poderem monitorar a empresa, os acionistas minoritários precisam incorrer em significativos custos de informação⁵⁶² que, no caso da sociedade de economia mista, para o acionista controlador, são bem menores, em razão do seu poder de influência na administração da companhia.

É bem verdade que, para garantir um tratamento justo, a companhia necessita lançar mão de algumas estratégias de governança que possam equilibrar as forças, com o objetivo de reduzir o conflito de agência entre o controlador e os acionistas minoritários. Nesse sentido, verifica-se que o artigo 6º do estatuto das estatais prevê que o estatuto social da sociedade de economia mista deverá observar mecanismos para a proteção dos acionistas minoritários⁵⁶³, sem arrolar expressamente quais seriam estes mecanismos.

Mais adiante, porém, ao avançar na leitura do estatuto, o legislador estabelece algumas práticas que podem de fato fortalecer as demais classes de acionistas e garantir, na medida do possível, que eles tenham alguma influência sobre as decisões da companhia.

As três principais práticas que podem cumprir este papel são (i) a garantia de assento para os acionistas minoritários no conselho de administração, previsto no artigo 19, parágrafo 1º; (ii) o exercício do voto múltiplo, previsto no artigo 19, parágrafo 2º; e (iii) a garantia de, no mínimo, 25% de membros independentes no conselho de administração, previsto artigo 22.

Luca Enriques, Henry Hansmann, Reinier Kraakman e Mariana Pargendler argumentam que a possibilidade de eleger pequena fração do conselho de administração já lhes garante maior acesso às informações relevantes da companhia,

⁵⁶² ARMOUR, John; *et. al.* A estrutura de governança básica: Os interesses dos acionistas como classe. *In*: KRAAKMAN, Reinier; *et. al.* **A Anatomia do Direito Societário**. Uma abordagem comparada e funcional. Tradução: Mariana Pargendler. 3. ed., São Paulo: Singular, 2018, p. 111-162

⁵⁶³ BRASIL. **Lei nº 13.303, de 30 de junho de 2016**. Dispõe sobre o estatuto jurídico da empresa pública, da sociedade de economia mista e de suas subsidiárias, no âmbito da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2016/lei/113303.htm>. Acesso em: 17 set. de 2018.

bem como pode possibilitar uma aproximação aos conselheiros independentes.⁵⁶⁴

Afora isso, a simples presença dos acionistas minoritários no conselho de administração permite um melhor monitoramento das empresas. Conforme demonstra a pesquisa de Marcos Galileu Lorena Dutra e Richard Saito, em empresas com a propriedade acionária concentrada como a sociedade de economia de mista, a independência dos conselheiros pode ficar comprometida a depender do poder de influência do acionista controlador,⁵⁶⁵ o que também justifica a importância da presença de representantes dos acionistas minoritários no conselho de administração.

O artigo 19, parágrafo 2º, do estatuto das estatais, assegura aos acionistas minoritários o direito de eleger pelo menos 1 (um) membro para o conselho de administração, se maior número não lhes couber pela adoção do voto múltiplo.⁵⁶⁶

O processo de voto múltiplo, por sua vez, é técnica disciplinada pelo artigo 141 da Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976⁵⁶⁷, incorporada do direito norte-americano⁵⁶⁸, que também tem por finalidade dar maior atenção aos interesses dos acionistas minoritários e aumentar a influência deles no conselho de administração. Trata-se de direito potestativo dos acionistas minoritários. Uma vez pleiteada a adoção do voto múltiplo e, desde que atendidos os requisitos legais⁵⁶⁹, a companhia é

⁵⁶⁴ ENRIQUES, Luca; *et. al.* A estrutura de governança básica: acionistas minoritários e grupos não acionistas. *In: KRAAKMAN, Reinier; et. al. A Anatomia do Direito Societário.* Uma abordagem comparada e funcional. Tradução: Mariana Pargendler. 3. ed., São Paulo: Singular, 2018, p. 111-162

⁵⁶⁵ DUTRA, Marcos Galileu Lorena; SAITO, Richard. Conselhos de administração: análise de sua composição em um conjunto de companhias abertas brasileiras. **Revista de Administração Contemporânea**, vol.6, nº 2, Curitiba, Mai./Ago. 2002.

⁵⁶⁶ BRASIL. **Lei nº 13.303, de 30 de junho de 2016.** Dispõe sobre o estatuto jurídico da empresa pública, da sociedade de economia mista e de suas subsidiárias, no âmbito da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2016/lei/l13303.htm>. Acesso em: 17 set. de 2018.

⁵⁶⁷ BRASIL, **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976.** Dispõe sobre as sociedades por ações. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6404consol.htm>. Acesso em: 13 nov. de 2018.

⁵⁶⁸ O voto múltiplo foi introduzido no ordenamento jurídico norte americano em 1870, por meio de um dispositivo inserido na constituição do Estado de Illinois. STEPHAN, Edmund. Cumulative voting and classified boards: some reflections on Wolfson v. Avery. **Notre Dame Law Review**. Vol. 31, nº 3, may/1956.

⁵⁶⁹ Art. 141. Na eleição dos conselheiros, é facultado aos acionistas que representem, no mínimo, 0,1 (um décimo) do capital social com direito a voto, esteja ou não previsto no estatuto, requerer a adoção do processo de voto múltiplo, atribuindo-se a cada ação tantos votos quantos sejam os membros do conselho, e reconhecido ao acionista o direito de cumular os votos num só candidato ou distribuí-los entre vários.

§ 1º A faculdade prevista neste artigo deverá ser exercida pelos acionistas até 48 (quarenta e oito) horas antes da assembleia-geral, cabendo à mesa que dirigir os trabalhos da assembleia informar previamente aos acionistas, à vista do "Livro de Presença", o número de votos necessários para a eleição de cada membro do conselho.

§ 2º Os cargos que, em virtude de empate, não forem preenchidos, serão objeto de nova votação, pelo mesmo processo, observado o disposto no § 1º, in fine.

§ 3º Sempre que a eleição tiver sido realizada por esse processo, a destituição de qualquer membro do conselho de administração pela assembleia-geral importará destituição dos demais membros,

obrigada a adotar o mecanismo, que repita-se, é direcionado para a eleição dos membros do conselho de administração.

Pela tecnologia do voto múltiplo serão atribuídos a cada ação tantos votos quanto forem o número de cadeiras no conselho de administração da companhia. Dessa forma, a eleição pelo sistema de chapa não teria grande eficácia frente ao bloco de controle⁵⁷⁰, ao menos que os acionistas dispersos conseguissem somar mais votos que aquele grupo, o que, na realidade brasileira, é bastante raro e, no casos das sociedades de economia mista, é impossível, pois o controle estatal é da essência destas companhias.

Assim, a grande vantagem do voto múltiplo é justamente permitir que os acionistas minoritários direcionem os votos nos seus candidatos, de forma cumulativa ou não, devendo ser observada um sistema de votação individual, onde serão eleitos os conselheiros mais bem votados, afastando-se a escolha em chapas fechadas.

Finalmente, cabe tratar de um último ponto que integra a quarta diretriz da OCDE, que diz respeito aos contratos entre partes relacionadas. Pois bem, já se disse anteriormente que, atualmente, muitas empresas estatais são verdadeiros conglomerados que agrupam estruturas societárias horizontais e verticais, mas que na verdade estão subordinadas a uma única direção econômica, que traça a estratégia

procedendo-se a nova eleição; nos demais casos de vaga, não havendo suplente, a primeira assembléia-geral procederá à nova eleição de todo o conselho.

§ 4o Terão direito de eleger e destituir um membro e seu suplente do conselho de administração, em votação em separado na assembleia-geral, excluído o acionista controlador, a maioria dos titulares, respectivamente:

I - de ações de emissão de companhia aberta com direito a voto, que representem, pelo menos, 15% (quinze por cento) do total das ações com direito a voto; e

II - de ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito de emissão de companhia aberta, que representem, no mínimo, 10% (dez por cento) do capital social, que não houverem exercido o direito previsto no estatuto, em conformidade com o art. 18.

§ 5o Verificando-se que nem os titulares de ações com direito a voto e nem os titulares de ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito perfizeram, respectivamente, o quorum exigido nos incisos I e II do § 4o, ser-lhes-á facultado agregar suas ações para elegerem em conjunto um membro e seu suplente para o conselho de administração, observando-se, nessa hipótese, o quorum exigido pelo inciso II do § 4o.

§ 6o Somente poderão exercer o direito previsto no § 4o os acionistas que comprovarem a titularidade ininterrupta da participação acionária ali exigida durante o período de 3 (três) meses, no mínimo, imediatamente anterior à realização da assembleia-geral.

§ 7o Sempre que, cumulativamente, a eleição do conselho de administração se der pelo sistema do voto múltiplo e os titulares de ações ordinárias ou preferenciais exercerem a prerrogativa de eleger conselheiro, será assegurado a acionista ou grupo de acionistas vinculados por acordo de votos que detenham mais do que 50% (cinquenta por cento) das ações com direito de voto o direito de eleger conselheiros em número igual ao dos eleitos pelos demais acionistas, mais um, independentemente do número de conselheiros que, segundo o estatuto, compoem o órgão.

§ 8o A companhia deverá manter registro com a identificação dos acionistas que exercerem a prerrogativa a que se refere o § 4o.

⁵⁷⁰ COYLE, John F. Altering Rules, Cumulative Voting and Venture Capital. *Utah Law Review*. Vol. 2016, nº 04, article 02.

do grupo empresarial.⁵⁷¹

Tal característica, ao mesmo tempo que acarreta aumento da capacidade produtiva e diminuição de despesas pode facilitar fraudes e condutas abusivas perante terceiros, como por exemplo, acionistas minoritários e credores.⁵⁷² Por essa razão, a debatida diretriz orienta que toda transação entre partes relacionadas deverá observar condições de mercado.

O estatuto das estatais demonstrou preocupação com essa questão, tanto é que estabeleceu no artigo 8º, inciso VII, a obrigação para que as empresas estatais divulguem a sua política de transações com partes relacionadas, levando em conta critérios de competitividade, conformidade, transparência, equidade e comutatividade.⁵⁷³ Portanto, trata-se de prática aderente às diretrizes da OCDE.

4.3.5 Responsabilidade Empresarial

A quinta diretriz da OCDE⁵⁷⁴ é dedicada a um dos temas de governança corporativa que está mais em voga atualmente, que diz respeito à política de

⁵⁷¹ CAMARGO, André Antunes Soares de. **Transações entre partes relacionadas: um desafio regulatório complexo e multidisciplinar**. 259 f. Tese (Doutorado em Direito). Programa de Pós-graduação em Direito da Universidade de São Paulo, 2012, p. 31

⁵⁷² CAMARGO, André Antunes Soares de. **Transações entre partes relacionadas: um desafio regulatório complexo e multidisciplinar**. 259 f. Tese (Doutorado em Direito). Programa de Pós-graduação em Direito da Universidade de São Paulo, 2012, p. 31

⁵⁷³ BRASIL. **Lei nº 13.303, de 30 de junho de 2016**. Dispõe sobre o estatuto jurídico da empresa pública, da sociedade de economia mista e de suas subsidiárias, no âmbito da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2016/lei/113303.htm>. Acesso em: 17 set. de 2018.

⁵⁷⁴ V: RELAÇÕES COM PARTES INTERESSADAS E RESPONSABILIDADE EMPRESARIAL

A política de propriedade estatal deve reconhecer plenamente as responsabilidades das EEs junto às partes interessadas e solicitar que as EEs reportem sobre suas relações com as partes interessadas. Ela deve deixar claras todas as expectativas que o Estado tem com respeito à conduta empresarial responsável das EEs.

A. Os governos, as entidades proprietárias estatais ou de coordenação e as próprias EEs devem reconhecer e respeitar os direitos das partes interessadas, estabelecidos por lei ou por meio de acordos mútuos.

B. As EEs listadas ou de grande porte devem produzir relatórios sobre as relações com as partes interessadas, inclusive, sempre que relevante e viável, no que diz respeito aos funcionários, aos credores e às comunidades afetadas.

C. Os conselhos das EEs devem desenvolver, implementar, monitorar e comunicar programas e medidas de controle interno, ética e conformidade, inclusive aqueles que contribuem para a prevenção de fraude e corrupção. Eles devem se basear nas normas do país, em conformidade com os compromissos internacionais, e se aplicam às EEs e suas filiais.

D. As EEs devem observar elevados padrões de conduta empresarial responsável. As expectativas estabelecidas pelo governo a este respeito devem ser divulgadas ao público e os mecanismos para a sua aplicação devem ser claramente estabelecidos.

E. As EEs não devem ser usadas como veículos para financiar atividades políticas. As EEs não devem fazer contribuições para campanhas políticas. (OCDE. **Diretrizes da OCDE sobre Governança Corporativa de Empresas Estatais**, 2015, p. 26. Disponível em: <<https://doi.org/10.1787/9789264181106-pt>> Acesso em: 09 dez. de 2018)

compliance e à responsabilidade empresarial. Para a OCDE, as empresas estatais devem reconhecer a sua responsabilidade junto às partes interessadas, com quem mantenha relacionamento. Além disso, os conselhos de administração das empresas carregam a obrigação de implementar e monitorar os programas de *compliance*, ética e controle interno, especialmente para evitar fraudes e atos de corrupção.⁵⁷⁵

É possível extrair da quinta diretriz duas orientações bastante importantes que, com efeito, se tocam em alguns pontos, mas que precisam ser tratadas de forma separada para que a compreensão das recomendações acerca da responsabilidade empresarial e do *compliance* torne-se mais didática.

Pois bem, a OCDE reconhece que as empresas estatais possuem uma responsabilidade empresarial perante os atores e a comunidade com quem se relaciona, razão pela qual orienta que as companhias devem se preocupar com a construção de empreendimentos sustentáveis, pois, em alguns setores, é inegável o impacto macroeconômico na região.⁵⁷⁶

Na seara jurídica os termos “responsabilidade empresarial” e “função social da empresa” podem até estar ligados à mesma raiz, no entanto, possuem significados distintos.

Mayara Gasparoto Tonin explica que a funcionalização dos institutos jurídicos passou a ocorrer após o surgimento do Estado Social. Neste momento, diz a autora, há uma virada de paradigma; a propriedade privada deixa de ter uma concepção individualista e passa a realizar objetivos coletivos.⁵⁷⁷ Posteriormente, esta funcionalização atingiu também os contratos, a empresa e outros institutos jurídicos de direito privado.⁵⁷⁸

A junção da estrutura jurídica com a realidade social torna-se então instrumento de promoção de valores constitucionais como o trabalho, o bem-estar e o meio ambiente sadio.⁵⁷⁹ Doravante, ao superar a perspectiva individual-patrimonialista que marcava o Estado Liberal, o direito passa a perseguir os interesses da própria

⁵⁷⁵ OCDE. **Diretrizes da OCDE sobre Governança Corporativa de Empresas Estatais**, 2015, p. 26. Disponível em: <<https://doi.org/10.1787/9789264181106-pt>> Acesso em: 09 dez. de 2018

⁵⁷⁶ OCDE. **Diretrizes da OCDE sobre Governança Corporativa de Empresas Estatais**, 2015, p. 59. Disponível em: <<https://doi.org/10.1787/9789264181106-pt>> Acesso em: 09 dez. de 2018

⁵⁷⁷ TONIN, Mayara Gasparoto. Função Social da Empresa Estatal In: JUSTEN FILHO, Marçal. (org.). **Estatuto Jurídico das Empresas Estatais. Lei 13.303/2016 – Lei das Estatais**. São Paulo: RT, 2017, p. 266-267

⁵⁷⁸ TONIN, Mayara Gasparoto. Função Social da Empresa Estatal In: JUSTEN FILHO, Marçal. (org.). **Estatuto Jurídico das Empresas Estatais. Lei 13.303/2016 – Lei das Estatais**. São Paulo: RT, 2017, p. 266-267

⁵⁷⁹ TONIN, Mayara Gasparoto. Função Social da Empresa Estatal In: JUSTEN FILHO, Marçal. (org.). **Estatuto Jurídico das Empresas Estatais. Lei 13.303/2016 – Lei das Estatais**. São Paulo: RT, 2017, p. 269

sociedade, revelando um caráter solidarista.⁵⁸⁰

Ana Frazão discorre que a função social da empresa recai sobre os bens de produção, cuja estrutura, além de servir os interesses dos sócios, deve também assumir compromissos com os empregados, consumidores e a comunidade onde estiver instalada.⁵⁸¹

Portanto, para Ana Frazão, o alcance da função social da empresa está relacionado com o interesse que deve ser perseguido pela sociedade empresária. Na visão da autora, trata-se de princípio que rege a atividade empresarial, que deve estar voltada para a promoção da justiça social, abarcando também neste contexto os interesses dos *stakeholders*, como por exemplo, os trabalhadores e consumidores.⁵⁸²

Ao comentar tal princípio, Gladston Mamede reconhece que a função social impõe freios ao egoísmo individual. Todavia, ressalva o autor que o respeito aos interesses sociais não pode servir como salvo-conduto para todo tipo de abusos e tiranias sobre o empresário,⁵⁸³ pois não se pode esquecer que o exercício da atividade empresarial também é de interesse da sociedade, e que, em grande parte, é ele que propulsiona o desenvolvimento econômico.⁵⁸⁴

A responsabilidade empresarial, por sua vez, estaria mais ligada a uma característica ética e solidária da empresa.⁵⁸⁵ Seriam obrigações sociais arraigadas à noção jurídica de desenvolvimento sustentável, mas que são perseguidas de forma espontânea pela empresa, independentemente de comandos normativos.⁵⁸⁶ Tais ações são decorrentes de uma mudança voluntária de comportamento da companhia,

⁵⁸⁰ BIZELLI, Rafael Ferreira. Contratos existenciais: contextualização, conceito e interesses extrapatrimoniais. **Revista Brasileira de Direito Civil**. Vol. 6, out./dez. 2015.

⁵⁸¹ FRAZÃO, Ana. **Função Social da Empresa**. In: COELHO, Fábio Ulhoa; ALMEIDA, Marcus Elidius Michelli de. (Coord) Enciclopédia Jurídica da PUCSP. Direito Comercial. Tomo 4. São Paulo, 2018. Disponível em: <<https://enciclopediajuridica.pucsp.br/verbete/222/edicao-1/funcao-social-da-empresa>> Acesso em: 12 nov. de 2018

⁵⁸² FRAZÃO, Ana. **Função Social da Empresa**. In: COELHO, Fábio Ulhoa; ALMEIDA, Marcus Elidius Michelli de. (Coord) Enciclopédia Jurídica da PUCSP. Direito Comercial. Tomo 4. São Paulo, 2018. Disponível em: <<https://enciclopediajuridica.pucsp.br/verbete/222/edicao-1/funcao-social-da-empresa>> Acesso em: 12 nov. de 2018

⁵⁸³ MAMEDE, Gladston. **Direito Empresarial Brasileiro. Empresa e Atuação Empresarial**. 10. ed. rev. e atual., São Paulo: Atlas, 2018, p. 51

⁵⁸⁴ SCHROEDER, Jocimari Tres; SCHROEDER, Ivanir. Responsabilidade social corporativa: limites e possibilidades. **RAE – Eletrônica**, v. 3, n.º 1, art. 1, jan./jun. 2004.

⁵⁸⁵ ADAMS, Fernanda; OLIVEIRA, Marcella Gomes de. Responsabilidade social e função social da empresa. In: Ética, ciência e cultura jurídica: **IV Congresso Nacional da FEPODI: Organização FEPODI/ CONPEDI/ANPG/PUC-SP/UNINOVE**, São Paulo, 2015. Disponível em: <<https://www.conpedi.org.br/publicacoes/z3071234/gei62151/8hYF25asipu16YE7.pdf>> Acesso em: 25 de jan. 2019

⁵⁸⁶ BARACHO, Hertha Urquiza. Função social e responsabilidade social à luz da Constituição Federal de 1988. **Revista do Direito da UNISC**, Santa Cruz do Sul, v. 1, n.º 45, p. 45-60, jan./abr. 2015.

que passa a assumir uma postura mais ética e transparente perante a comunidade.⁵⁸⁷

Além disso, deve-se ter bem claro que a noção de responsabilidade empresarial é indissociável do conceito de sustentabilidade, seja no viés econômico-financeiro, seja no viés socioambiental. Destarte, ao assumir a sua responsabilidade social corporativa, “as empresas desenvolvem diversos programas, dentre eles: relações com os empregados, serviço ao público e à comunidade, proteção ambiental, defesa do consumidor, assistência médica e educacional, desenvolvimento e renovação urbana, cultura, arte e recreação”.⁵⁸⁸

A ONU – Organização das Nações Unidas desenvolve um importante trabalho com relação à responsabilidade corporativa, por meio do pacto global⁵⁸⁹, que estabelece uma dezena de princípios com o intuito de promover a sustentabilidade socioambiental, a justiça e os direitos humanos e, dessa forma, engajar as empresas na causa social.⁵⁹⁰

Semelhantemente, na União Europeia, o Livro Verde da Comissão Europeia também foi editado com o objetivo de disseminar a aplicação das diretrizes básicas de responsabilidade socioambiental das empresas.⁵⁹¹ A Comissão busca contar com os esforços das empresas no combate contra a exclusão social, e acredita que ao integrarem esta aliança, elas estarão melhorando a sua imagem perante o público, o que poderá ser revertido em renda no futuro, por conta de um reconhecimento do bom trabalho desenvolvido em prol da sociedade.⁵⁹²

O estatuto das estatais não trata da responsabilidade empresarial de forma expressa. Entretanto, o artigo 8º, IX, ao tratar dos requisitos mínimos de transparência, exige que as empresas estatais divulguem anualmente o relatório integrado ou de

⁵⁸⁷ BAGGIO, Daniel Knebel. Responsabilidade Social e a Governança Corporativa: perspectivas de gestão socioambiental nas organizações. **Revista de Gestão e Organizações Cooperativas – RGC**, Santa Maria, RS, v. 4, n. 8, jul./dez. 2017.

⁵⁸⁸ MEGGINSON, L; *et. al.* Administração: conceitos e aplicações. 4.ed. São Paulo: Harbra, 1998 *apud* SCHROEDER, Jocimari Tres; SCHROEDER, Ivanir. Responsabilidade social corporativa: limites e possibilidades. **RAE – Eletrônica**, v. 3, n.º 1, art. 1, jan./jun. 2004.

⁵⁸⁹ ONU – ORGANIZAÇÃO DAS NAÇÕES UNIDAS. **Pacto Global**. Disponível em: <<http://www.pactoglobal.org.br/>> Acesso em: 25 de jan. 2019

⁵⁹⁰ BENITES, Lira Luz Lazaro; POLO, Edison Fernandes. A sustentabilidade como ferramenta estratégica empresarial: governança corporativa e aplicação do triple bottom line na Masisa. **Revista de Administração da UFSM**, Santa Maria, v. 6, Edição Especial, p. 195-210, Mai./2013.

⁵⁹¹ COMISSÃO DAS COMUNIDADES EUROPEIAS. **Livro Verde. Promover um quadro europeu para a responsabilidade social das empresas**. Disponível em: <http://www.europarl.europa.eu/meetdocs/committees/empl/20020416/doc05a_pt.pdf> Acesso em: 25 de jan. 2019

⁵⁹² COMISSÃO DAS COMUNIDADES EUROPEIAS. **Livro Verde. Promover um quadro europeu para a responsabilidade social das empresas**. Disponível em: <http://www.europarl.europa.eu/meetdocs/committees/empl/20020416/doc05a_pt.pdf> Acesso em: 25 de jan. 2019

sustentabilidade.⁵⁹³ Tal prática já vinha sendo adotado pela BM&FBovespa (atual B3) desde 2012, quando ela passou a exigir que as empresas listadas divulgassem tal relatório ou explicassem o motivo para de não o fazê-lo.⁵⁹⁴

O relatório integrado ou de sustentabilidade é um documento dirigido aos investidores e servem para demonstrar a capacidade de geração de valor em longo prazo da empresa.⁵⁹⁵ Dito documento deve englobar informações quantitativa e qualitativa de todo tipo de capital, tais como financeiro, intelectual, humano, social, de relacionamento e natural⁵⁹⁶. Por fim, cabe destacar que a estrutura deste documento está amparado no conceito *triple bottom line* (ou tripé da sustentabilidade), que procura reconhecer os resultados sociais, ambientais e econômicos de uma organização.⁵⁹⁷

Superado o ponto da responsabilidade empresarial, avança-se de imediato para a política de *compliance*.

Para Ana Cláudia Santano, a corrupção segue a evolução da sociedade e pode nascer tanto na esfera pública quanto privada.⁵⁹⁸ Com efeito, embora o principal enfoque da corrupção recaia nos espaços públicos, onde ela retira recursos do Estado e afeta a realização de políticas públicas⁵⁹⁹, os espaços privados também não estão livres de tais práticas.

Inclusive, é esta condição que levou as legislações e convenções nacionais e internacionais⁶⁰⁰ a obrigarem as empresas a adotar programas

⁵⁹³ BRASIL. **Lei nº 13.303, de 30 de junho de 2016**. Dispõe sobre o estatuto jurídico da empresa pública, da sociedade de economia mista e de suas subsidiárias, no âmbito da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2016/lei/13303.htm>. Acesso em: 17 set. de 2018.

⁵⁹⁴ BORTOLON, Patrícia Maria; et. al. Relatório de sustentabilidade ou relato integrado das empresas listadas na BM&FBovespa: fatores determinantes de divulgação. **Revista de Gestão Social e Ambiental**, v. 11, nº 1, p. 90-104, jan./abr. 2017.

⁵⁹⁵ BORTOLON, Patrícia Maria; et. al. Relatório de sustentabilidade ou relato integrado das empresas listadas na BM&FBovespa: fatores determinantes de divulgação. **Revista de Gestão Social e Ambiental**, v. 11, nº 1, p. 90-104, jan./abr. 2017.

⁵⁹⁶ BORTOLON, Patrícia Maria; et. al. Relatório de sustentabilidade ou relato integrado das empresas listadas na BM&FBovespa: fatores determinantes de divulgação. **Revista de Gestão Social e Ambiental**, v. 11, nº 1, p. 90-104, jan./abr. 2017.

⁵⁹⁷ HAMMER, Janet; PIVO, Gary. The Triple Bottom Line and Sustainable Economic Development Theory and Practice. **Economic Development Quartely**, v. 1, nº 12, Arizona, 2016.

⁵⁹⁸ SANTANO, Ana Cláudia. A medição da corrupção como avaliação do desenvolvimento e eficácia das políticas públicas: alguns métodos disponíveis. In: GONÇALVES, Oksandro Osdival; et. al. (Coord.) **Desenvolvimento & Sustentabilidade: desafios e perspectivas**. Curitiba: Íthala, 2015, p. 355

⁵⁹⁹ ANGÉLICO, Fabiano. et. al. Os desafios da implementação de reformas anticorrupção no Brasil. **Revista Interesse Nacional**, ano 11, nº 43, out./dez. 2018. Disponível em: <<https://goo.gl/tUV17h>> Acesso em: 25 de jan. 2019

⁶⁰⁰ A Convenção Interamericana da OEA contra a Corrupção, é uma das principais convenções internacionais que tratam do tema. Ela foi firmada na Venezuela, na cidade de Caracas, no dia 29 de março de 1996 e, posteriormente, veio a ser ratificada pelo Brasil, por meio do Decreto Legislativo nº 152/2002. O instrumento lista 12 (doze) medidas preventivas que visam combater as práticas corruptas. MIRANDA, Patrícia Curci de Moura. A participação social como medida preventiva contra corrupção

anticorrupção, com o intuito de fiscalizar e combater os ilícitos e irregularidades corporativos.⁶⁰¹

Patrícia Curci de Moura Miranda destaca que até pouco tempo atrás os Estados não demonstravam uma preocupação extraterritorial, o que passou a mudar com o advento da globalização e da interdependência econômica. Segundo a autora, esta nova realidade exigiu que os Estados também passassem a observar os problemas dos parceiros comerciais.⁶⁰²

É bem verdade que o Brasil não detém o monopólio da corrupção, que se diga, é fenômeno que atinge todo tipo de nação.^{603 604}“Tal qual o câncer, é um mal universal. Combatida com empenho e aparentemente controlada, não tarda em infectar outro órgão.”⁶⁰⁵ De todo modo, a corrupção é um dos principais “temas da agenda política brasileira”⁶⁰⁶, que incorpora um leque de reformas para promover a reconstrução do Estado.⁶⁰⁷

Não se pode perder de vista que a própria Lei das Estatais foi promulgada justamente em um momento que o país atravessava uma grave crise moral, diante dos escândalos de corrupção revelados pela operação Lava Jato, e que envolviam a Petrobras.

Esta circunstância representou uma resposta do Estado aos diversos crimes de “colarinho branco” que destruíram a maior estatal brasileira e, que, em última análise, traduz-se como um compromisso público de combate à corrupção, compromisso este que se iniciou 3 (três) anos antes, com a edição da Lei 12.846, de 1º de agosto de 2013, que dispõe sobre a responsabilização administrativa e civil de

prevista na Convenção da OEA. **Revista Brasileira de Estudos da Função Pública – RBEFP**, Belo Horizonte, ano 6, n. 16, jan./abr. 2017.

⁶⁰¹ VERÍSSIMO, Carla. **Compliance. Incentivo à adoção de medidas anticorrupção**. São Paulo: Saraiva, 2017, p.13

⁶⁰² MIRANDA, Patrícia Curci de Moura. A participação social como medida preventiva contra corrupção prevista na Convenção da OEA. **Revista Brasileira de Estudos da Função Pública – RBEFP**, Belo Horizonte, ano 6, n. 16, jan./abr. 2017.

⁶⁰³ OLIVEIRA, Gesner. O triângulo perverso da corrupção: corrupção razoável, monopólio e corrupção necessária. In: FERRAZ JR., Tercio Sampaio; et. al. (Orgs.) **Poder Econômico: direito, pobreza, violência e corrupção**. Barueri, SP: Manole, 2009, p.165

⁶⁰⁴ A Islândia foi considerada por várias vezes o país menos corrupto do mundo. Entretanto, descobertas recentes revelaram que aquela nação também este envolvida com práticas de corrupção, que tiveram reflexos no colapso do sistema financeiro do país no ano de 2008. LOPES JÚNIOR, Elias Pereira. Influência da corrupção nos gastos das empresas estatais. **Revista de Administração Pública**. Rio de Janeiro 52(4):695-711, jul./ago. 2018.

⁶⁰⁵ GARCIA, Emerson. A corrupção. Uma visão jurídico-sociológica. **Revista Fórum Administrativo – Direito Público - FA**, Belo Horizonte, ano 3, nº 30, ago./2003. Disponível em: <<http://www.bidforum.com.br/PDI0006.aspx?pdiCntd=3820>>. Acesso em: 25 jan. 2019

⁶⁰⁶ CHIARA, José Tadeu de. **O combate à corrupção: a contribuição do direito econômico**. 2010. 207 f. Tese (Doutorado em Direito). Programa de Pós-graduação em Direito da Universidade de São Paulo, 2010.

⁶⁰⁷ PEREIRA, José Matias. Reforma do Estado e Controle da Corrupção no Brasil. **Caderno de Pesquisas em Administração**, São Paulo, v. 12, n. 2, p. 1-17, abril/junho 2005.

peças jurídicas pela prática de atos de corrupção contra a Administração Pública, nacional ou estrangeira,⁶⁰⁸ e que vem sendo chamada de Lei Anticorrupção.

É preciso destacar que as empresas estatais sempre foram alvos de atos de corrupção. Esta situação, de certo modo, é reflexo de um círculo vicioso. Segundo Elias Pereira Lopes Júnior *et. al.*, as nações mais corruptas tendem a afastar o empreendedorismo privado, especialmente nos setores de infraestrutura, obrigando o Estado a assumir os serviços por meio de empresas estatais.⁶⁰⁹ Ocorre que, não raras vezes, o alegado interesse público que justificou o empreendedorismo estatal é apenas uma desculpa para manter as práticas irregulares.⁶¹⁰

Afora isso, a corrupção pode se traduzir em ônus para as empresas estatais, que acabam perdendo o seu caráter competitivo perante as demais empresas do mercado. E no caso das sociedades de economia mista, que contam com investimentos privados, os demais acionistas acabam tendo o patrimônio expropriado em razão das práticas ímprobas.

Nessa esteira, a política de *compliance* apresenta-se como uma estratégia para tentar frear os atos ilícitos e antiéticos e, conseqüentemente, evitar prejuízos para a companhia. E aqui deve-se aproveitar a oportunidade para fazer um breve esclarecimento. Muito embora a noção de *compliance* esteja largamente associada ao fenômeno da corrupção, tal mecanismo possui outras esferas de atuação. Tanto é assim que é bastante comum se ouvir falar em *compliance* fiscal, *compliance* ambiental, *compliance* trabalhista, entre outros.

O termo *compliance* deriva do verbo inglês “*to comply*”, que significa obedecer, acatar. No âmbito corporativo, a finalidade prática do *compliance* é garantir que as empresas mantenham-se em conformidade com as normas regentes da atividade empresarial, sejam elas jurídicas, estatutárias, organizacionais ou éticas.⁶¹¹ A adoção desta prática de governança pode reduzir o número de demandas judiciais,

⁶⁰⁸ BRASIL. **Lei nº 12.846, de 01º de agosto de 2013.** Dispõe sobre o estatuto jurídico da empresa pública, da sociedade de economia mista e de suas subsidiárias, no âmbito da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/CCIVIL_03/_Ato2011-2014/2013/Lei/L12846.htm> Acesso em: 25 de jan. 2019

⁶⁰⁹ LOPES JÚNIOR, Elias Pereira. Influência da corrupção nos gastos das empresas estatais. **Revista de Administração Pública.** Rio de Janeiro 52(4):695-711, jul./ago. 2018. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/rap/v52n4/1982-3134-rap-52-04-695.pdf>> Acesso em: 25 de jan. 2019

⁶¹⁰ LOPES JÚNIOR, Elias Pereira. Influência da corrupção nos gastos das empresas estatais. **Revista de Administração Pública.** Rio de Janeiro 52(4):695-711, jul./ago. 2018. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/rap/v52n4/1982-3134-rap-52-04-695.pdf>> Acesso em: 25 de jan. 2019

⁶¹¹ LEONHARDT, Roberta Danelon; MOTA, Guilherme de D’Almeida. Compliance Ambiental: Um Importante Instrumento para a Consolidação da Sustentabilidade Ambiental Corporativa. **Cadernos FGV Projetos, Compliance, Gestão e Cultura Corporativa**, ano 11, n. 28, nov/2016.

amenizar conflito de interesses, garantir o sigilo de dados comerciais, evitar riscos socioambientais etc.⁶¹²

De origem norte-americana, o instituto nasceu no âmbito do sistema financeiro na década de 60, após a *Securities and Exchange Commission* exigir que as instituições financeiras passassem a contar com a figura dos *compliance officers*, profissionais encarregados da área de conformidade e controle interno.⁶¹³

É bem verdade, porém, que o instituto passou por uma evolução lenta e gradual, que teve início na década de 30, com a criação do *banking act* de 1933.⁶¹⁴ Posteriormente, outros movimentos acabaram fortalecendo a disseminação do *compliance*, como por exemplo, a Convenção Relativa à Obrigação de Diligência dos Bancos no Marco da Associação de Bancos Suíços, que inaugura um código de condutas, e o ato patriótico dos Estados Unidos de 2001, que obriga as instituições financeiras a adotarem mecanismos de controle com o intuito de coibir atos de lavagem de dinheiro.⁶¹⁵

No Brasil, a adoção do *compliance* também iniciou pelo sistema financeiro, após a adesão em 1994 ao Acordo de Basiléia de 1988, que estabeleceu algumas práticas de conformidade⁶¹⁶. Contudo, o instituto só passou a ser tornar conhecido após a edição da já citada Lei nº 12.846/13, que responsabiliza as empresas envolvidas em atos de corrupção contra a administração pública.

Com relação a esta prática de governança, o estatuto das estatais mostra-se aderente às diretrizes da OCDE. Conforme já narrado anteriormente, por conta dos escândalos de imoralidade nas estatais, o legislador previu diversos mecanismos para tentar coibir atos de corrupção, danos reputacionais e prejuízos financeiros, como por exemplo, a área de gestão de riscos e de controle interno (artigo 6º); a área de conformidade ou *compliance* (artigo 9º, II); a auditoria interna e o comitê de auditoria estatutário (artigo 9º, III); a elaboração e divulgação do código de conduta e integridade (artigo 9º, §1º), e o canal de denúncias (artigo 9º, §1º, III).

⁶¹² CANDELORO, Ana Paula Pinho; RIZZO, Maria Balbina Martins de; PINHO, Vinícius. **Compliance 360º: riscos, estratégias, conflitos e vaidades no mundo corporativo**. São Paulo: Trevisan, 2012, p. 38

⁶¹³ GRUPO DE TRABALHO DA ABBI – FEBRABAN. Documento Consultivo. **Função de Compliance**. Disponível em: < <https://bit.ly/2HBxDXT>>. Acesso em: 29 de dez. 2017

⁶¹⁴ MILLER, Geoffrey P. The compliance function: an overview. **New York University Law and Economics Working Papers**. Paper 393. PP. 1-19. 2014

⁶¹⁵ GABARDO, Emerson; CASTELA, Gabriel Morettini. A nova lei anticorrupção e a importância do *compliance* para as empresas que se relacionam com a Administração Pública. **Revista de Direito Administrativo e Constitucional**. Belo Horizonte-MG, ano 15, n. 60, p. 129-174, abr./jun. 2015

⁶¹⁶ REGO, Elba Cristina Lima. As regras de prudência bancária do Acordo de Basiléia. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v. 2, n. 3, P. 255-266, jun/1995

4.3.6 Divulgação e Transparência

Os estudos a respeito da governança corporativa estão assentados no problema de assimetria de informações. Em tópicos anteriores demonstrou-se que os principais conflitos de agência têm como pano de fundo um problema informacional.

Ciente desta situação, a OCDE recomenda na sua sexta diretriz⁶¹⁷ que as empresas estatais observem elevados padrões de transparência e se sujeitem aos mesmos altos padrões de qualidade para a contabilidade, divulgação, conformidade e normas de auditoria das empresas listadas em bolsas de valores.⁶¹⁸

As subcláusulas que estruturam esta diretriz estabelecem que as empresas estatais devem relatar as informações materiais financeiras e não financeiras da empresa, em consonância com os padrões internacionais de divulgação, bem como devem repassar aos investidores informações completas acerca da política de governança (direitos de propriedade, voto, remuneração e processo de escolha dos administradores), dos relatórios financeiro e de risco, e ainda encaminhar os demonstrativos financeiros para avaliação de auditoria externa

⁶¹⁷ As empresas estatais devem observar elevados padrões de transparência e estar sujeitas aos mesmos altos padrões de qualidade para a contabilidade, divulgação, conformidade e normas de auditoria das empresas listadas.

A. As EEs devem relatar as informações materiais financeiras e não financeiras sobre a empresa, em conformidade com padrões de alta qualidade, internacionalmente reconhecidos, de divulgação corporativa, inclusive as áreas de especial preocupação do Estado, como proprietário, e do público em geral. Isto inclui, em particular, as atividades estatais que são realizadas a bem do interesse público. Levando em conta a capacidade e o tamanho da empresa, tais informações incluem:

1. Uma declaração clara ao público, dos objetivos da empresa e do seu cumprimento (para as EEs inteiramente controladas pelo Estado, isto inclui qualquer mandato elaborado pela entidade proprietária estatal);
2. Resultados financeiros e operacionais das empresas, inclusive, se relevante, os custos dos arranjos de financiamento relativos aos objetivos de política pública;
3. A estrutura de governança, propriedade e voto da empresa, inclusive o conteúdo de quaisquer códigos de governança corporativa e políticas e processos de implementação;
4. A remuneração dos conselheiros e executivos-chave;
5. As qualificações dos conselheiros, o processo de seleção, incluindo as políticas de diversidade do conselho, o papel nos conselhos de outras empresas e se eles são considerados independentes pelo conselho da EE;
6. Quaisquer fatores de risco materiais previsíveis e as medidas tomadas para gerenciar tais riscos;
7. Qualquer ajuda financeira, inclusive garantias, provenientes do Estado, e compromissos assumidos em nome da EE, inclusive compromissos contratuais e passivos resultantes de parcerias público-privadas;
8. Todas as transações materiais com o Estado e com outras entidades relacionadas;
9. Todas as questões relevantes relacionadas aos funcionários e outras partes interessadas envolvidas.

B. Os demonstrativos financeiros anuais das EEs estarão sujeitos a uma auditoria externa independente, com base em padrões de alta qualidade. Os procedimentos específicos de controle estatal não substituem a auditoria externa independente.

C. A entidade proprietária ou de coordenação deverá reportar-se de forma consistente sobre as EEs e anualmente publicar um relatório agregado sobre as mesmas. As boas práticas incluem a utilização de comunicações via internet para facilitar o acesso do público em geral.

⁶¹⁸ OCDE. **Diretrizes da OCDE sobre Governança Corporativa de Empresas Estatais**, 2015, p. 27. Disponível em: <<https://doi.org/10.1787/9789264181106-pt>> Acesso em: 09 dez. de 2018

independente.⁶¹⁹

A diretriz sob análise busca a consagração do princípio de governança do *full disclosure*, que nas palavras de Marcia Carla Pereira Ribeiro e Karin Bergit Jakobi, tem por objetivo aumentar a eficiência do funcionamento do mercado de capitais, mediante uma maior transparência no fornecimento de informações aos potenciais investidores.⁶²⁰

André Grünspun Pitta, em monografia sobre o regime de informações das companhias abertas, argumenta que o mecanismo de *disclosure* é o principal instrumento de regulação do mercado de capitais, já que ele municia os investidores com informações adequadas acerca dos emissores e dos valores mobiliários ofertados.⁶²¹

De um modo geral, o regime de *disclosure* é uma tecnologia que procura amenizar uma falha de mercado, que não era reconhecida pela concepção econômica neoclássica, que acreditava que o sistema de preços poderia garantir a alocação eficiente dos recursos. Deve-se ter em mente que, no modelo liberal-individualista que sustentava a teoria microeconômica, o sistema de preços era o instrumento ideal para coordenar as relações comerciais entre produtores e compradores.⁶²²

Basicamente, a lei da oferta e da procura informaria o sistema de preços para ele encontrar um ponto de equilíbrio. Ato contínuo, o preço de um bem ou serviço seria suficiente para repassar ao consumidor todas as informações necessárias para ele realizar uma transação comercial.⁶²³

Entretanto os economistas que sucederam os teóricos neoclássicos verificaram que as forças da oferta e da procura, que em tese são opostas, só estariam em equilíbrio em um mercado dito perfeito, o que não ocorre na realidade, já que as imperfeições dominam os mercados.⁶²⁴ E é justamente destas imperfeições que se retira o conceito de falhas de mercado, que são situações que correspondem ao desequilíbrio de mercado e que levarão os agentes a tomarem decisões com resultados socialmente indesejados.

Se o mercado ficar completamente livre, aguardando a atuação da “mão

⁶¹⁹ OCDE. **Diretrizes da OCDE sobre Governança Corporativa de Empresas Estatais**, 2015, p. 27. Disponível em: <<https://doi.org/10.1787/9789264181106-pt>> Acesso em: 09 dez. de 2018

⁶²⁰ RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; JAKOBI, Karin Bergit. **A Análise Econômica do Direito e a Regulação do Mercado de Capitais**. São Paulo: Atlas, 2014, p. 111

⁶²¹ PITTA, André Grünspun Pitta. **O regime de informações das companhias abertas**. São Paulo: Quartier Latin, 2013, p. 67

⁶²² ROSSETTI, José Paschoal. **Introdução à Economia**. 21. ed., São Paulo: Atlas, 2016, p. 40

⁶²³ PITTA, André Grünspun Pitta. **O regime de informações das companhias abertas**. São Paulo: Quartier Latin, 2013, p. 69

⁶²⁴ ROSSETTI, José Paschoal. **Introdução à Economia**. 21. ed., São Paulo: Atlas, 2016, p. 412

invisível”, os indivíduos não conseguirão realizar uma alocação ótima de recursos. Portanto, a ideia do *disclosure*, enquanto estratégia de regulação⁶²⁵, é tentar corrigir ou amenizar a falha da assimetria informacional.

Mas além de subsidiar a tomada de decisões dos investidores, incluem-se nas funções do regime de *disclosure* (i) a viabilização do adequado monitoramento dos controladores e administradores; (ii) a manutenção da confiança dos investidores; (iii) o controle da seleção adversa dos emissores; (iv) o auxílio na fiscalização por parte dos reguladores e autorreguladores; (v) propiciar o regime de responsabilidade dos emissores de valores mobiliários.⁶²⁶

Ao pesquisarem sobre o impacto do regime de *disclosure* em empresas brasileiras listadas na Bolsa de Nova Iorque (NYSE), Leandro Dias Guia et. al. confirmaram que quanto maior o nível de transparência, melhor é o desempenho financeiro da empresa na bolsa.⁶²⁷ Mara Jane Contrera Malacrida e Marina Mitiyo Yamamoto também encontraram que o maior nível de evidenciação das informações impacta positivamente na volatilidade das ações do Ibovespa⁶²⁸⁶²⁹.

Devido a relevância do tema, mostra-se oportuno destacar que a Lei 1.521, de 26 de dezembro de 1951, prevê no seu artigo 3º, VI e X, que comete crime contra a economia popular aquele que manipular o mercado de capitais com a sonegação de informações, a divulgação incompleta ou inverídica de dados relevantes, ou por meio operações fraudulentas:

Art. 3º. São também crimes desta natureza:

[...]

VI - provocar a alta ou baixa de preços de mercadorias, títulos públicos, valores ou salários por meio de notícias falsas, operações fictícias ou qualquer outro artifício;

[...]

X - fraudar de qualquer modo escriturações, lançamentos, registros,

⁶²⁵ “Segundo as teorias normativas da regulamentação, o Estado deve intervir quando o sistema de transações impessoais de mercado, mediado somente pelos preços, falha em proporcionar uma alocação eficiente de recursos.” FARINA, Elizabeth Maria Mercier Querido; et. al. **Competitividade: Mercado, Estado e Organizações**. São Paulo: Singular Editora, 1997, p. 115.

⁶²⁶ PITTA, André Grünspun Pitta. **O regime de informações das companhias abertas**. São Paulo: Quartier Latin, 2013, p. 68

⁶²⁷ GUIA, Leandro Dias; et. al. O impacto de *disclosure* sobre o desempenho das empresas brasileiras listadas na NYSE. **REUNA**, Belo Horizonte - MG, Brasil, v.22, n.3, Jul. – Set. 2017, P. 74-91.

⁶²⁸ MALACRIDA, Mara Jane Contrera; YAMAMOTO, Marina Mitiyo. Governança corporativa: nível de evidenciação das informações e sua relação com a volatilidade das ações do Ibovespa . **Revista Contabilidade & Finanças**, 17(spe), 65-79.

⁶²⁹ Extrai-se do site da BM&FBovespa que o objetivo do Ibovespa é ser o indicador do desempenho médio das cotações dos ativos de maior negociabilidade e representatividade do mercado de ações brasileiro. BM&FBOVESPA. Ibovespa. **Índices**. [S.d]. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/indices/indices-amplos/indice-bovespa-ibovespa.htm> Acesso em: 27 de jan. de 2019

relatórios, pareceres e outras informações devidas a sócios de sociedades civis ou comerciais, em que o capital seja fracionado em ações ou quotas de valor nominativo igual ou inferior a um mil cruzeiros com o fim de sonegar lucros, dividendos, percentagens, rateios ou bonificações, ou de desfalcas ou de desviar fundos de reserva ou reservas técnicas.

[...] ⁶³⁰

Por sua vez, a Lei 7.913 de 07 de dezembro de 1989, estabelece no seu artigo 1º, inciso III, que a companhia emissora de valores mobiliários poderá ser responsabilizada civilmente pelos prejuízos causados aos investidores, em razão da manipulação dos preços ou condições da oferta, compra ou venda de valores mobiliários com o uso indevido de informações relevantes, ou pela própria omissão de informações relevantes:

Art. 1º Sem prejuízo da ação de indenização do prejudicado, o Ministério Público, de ofício ou por solicitação da Comissão de Valores Mobiliários — CVM, adotará as medidas judiciais necessárias para evitar prejuízos ou obter ressarcimento de danos causados aos titulares de valores mobiliários e aos investidores do mercado, especialmente quando decorrerem de:

I — operação fraudulenta, prática não eqüitativa, manipulação de preços ou criação de condições artificiais de procura, oferta ou preço de valores mobiliários;⁶³¹

II — compra ou venda de valores mobiliários, por parte dos administradores e acionistas controladores de companhia aberta, utilizando-se de informação relevante, ainda não divulgada para conhecimento do mercado ou a mesma operação realizada por quem a detenha em razão de sua profissão ou função, ou por quem quer que a tenha obtido por intermédio dessas pessoas;

III — omissão de informação relevante por parte de quem estava obrigado a divulgá-la, bem como sua prestação de forma incompleta, falsa ou tendenciosa.

Finalmente, também merece ser trazido à colação o artigo 27-D, da Lei 6.385, de 07 de dezembro de 1976, que trata do crime de *insider trading*, cuja conduta típica é a utilização indevida de informação relevante, ainda não divulgada ao mercado, e da qual o agente infrator deveria guardar sigilo em razão da posição privilegiada que ocupa perante a companhia emissora:

Art. 27-D. Utilizar informação relevante de que tenha conhecimento, ainda não divulgada ao mercado, que seja capaz de propiciar, para si

⁶³⁰ BRASIL, **Lei nº 1.521, de 26 de dezembro de 1951**. Altera dispositivos da legislação vigente sobre crimes contra a economia popular. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L1521.htm>. Acesso em: 26 jan. de 2019

operadores do mercado se valem de “robôs” para criar condições artificiais de oferta e demanda, com o intuito de alterar (maquiar) a liquidez dos valores mobiliários. No segundo caso, a irregularidade consiste na colocação de inúmeras ofertas ilegítimas visando induzir outros investidores a fazerem o mesmo.

ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiros, de valores mobiliários: (Redação dada pela Lei nº 13.506, de 2017)

Pena – reclusão, de 1 (um) a 5 (cinco) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime.⁶³²

A prática de *insider trading* começou a ser estudada nos Estados Unidos, a partir do surgimento da teoria da agência, quando os pesquisadores passaram verificar que os administradores tinham retornos financeiros maiores que os demais investidores.⁶³³

Apesar de o problema da assimetria de informações ser mais grave nas sociedades de economia mista listadas em bolsa, com o capital acionário disperso, não se pode negar que esse problema também afeta as companhias fechadas, até porque estas também negociam títulos no mercado de valores mobiliários, como por exemplo, as debêntures e as notas promissórias comerciais (*commercial papers*), que são negociadas junto a investidores profissionais⁶³⁴.

O estatuto das estatais previu uma série de instrumentos visando garantir a maior transparência possível das empresas do estado. Conforme explicado alhures, em razão da complexidade e características das operações em bolsa de valores, as sociedades de economia mista de capital aberto já se sujeitam a diversas regras de *disclosure* da CVM (regulador) e da Bolsa de Valores (autorregulador).

Pode-se citar como exemplo (i) a instrução CVM 358, que trata da divulgação de fato relevante⁶³⁵; (ii) a instrução CVM 480, que trata da divulgação de

⁶³² BRASIL, **Lei nº 6.385, de 07 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6385.htm>. Acesso em: 26 de jan. 2019

⁶³³ FAMA, Eugene F; *et. al.* The Adjustment of Stock Prices to New Information (February 15, 1969). **International Economic Review**, Vol. 10, February 1969.

⁶³⁴ De acordo com o artigo 9º, da instrução CVM 554, são considerados investidores profissionais: (i) instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil; (ii) companhias seguradoras e sociedades de capitalização; (iii) entidades abertas e fechadas de previdência complementar; (iv) pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 10.000.000,00 e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor profissional mediante termo próprio; (v) fundos de investimento; (vi) clubes de investimento, cuja carteira seja gerida por administrador de carteira autorizado pela CVM; (vii) agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, em relação a seus recursos próprios; e (viii) investidores não residentes. (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução Normativa nº 554, de 17 de dezembro de 2014**. Inclui e altera dispositivos na instrução CVM 539, entre outras. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst554.html>> Acesso em: 26 de jan. 2019)

⁶³⁵ De acordo com o artigo 2º, da instrução CVM 358, considera-se fato relevante qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da assembleia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, comercial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios que possa influir de modo ponderável: I – na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados; II – na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários; III – na decisão dos

diversas classes de informações, especialmente da aderência da companhia às boas práticas do Código Brasileiro de Governança Corporativa (“princípio pratique ou explique”), e (iii) as regras especiais de listagem da B3 (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado), que tratam das reuniões periódicas com analistas e investidores; divulgação de informações na internet, no site da companhia; divulgação das demonstrações financeiras e do formulário de referência, etc.

Portanto, as práticas de governança adotadas pelo estatuto das estatais, com relação ao regime de *disclosure*, vêm para complementar os mecanismos arrolados acima, naquilo que for aplicável⁶³⁶, e, principalmente, melhorar a política de transparência e divulgação de informações das companhias mista de capital fechado e das empresas públicas.

Nesse sentido, prevê o artigo 8^a, do estatuto das estatais, os requisitos mínimos de transparência que deverão ser observados pelas sociedades de economia mista e as empresas públicas, vejamos:

Art. 8º As empresas públicas e as sociedades de economia mista deverão observar, no mínimo, os seguintes requisitos de transparência:

I - elaboração de carta anual, subscrita pelos membros do Conselho de Administração, com a explicitação dos compromissos de consecução de objetivos de políticas públicas pela empresa pública, pela sociedade de economia mista e por suas subsidiárias, em atendimento ao interesse coletivo ou ao imperativo de segurança nacional que justificou a autorização para suas respectivas criações, com definição clara dos recursos a serem empregados para esse fim, bem como dos impactos econômico-financeiros da consecução desses objetivos, mensuráveis por meio de indicadores objetivos;

II - adequação de seu estatuto social à autorização legislativa de sua criação;

III - divulgação tempestiva e atualizada de informações relevantes, em especial as relativas a atividades desenvolvidas, estrutura de controle, fatores de risco, dados econômico-financeiros, comentários

investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados. (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução Normativa nº 358, de 03 de janeiro de 2002**. Dispõe sobre a divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas, disciplina a divulgação de informações na negociação de valores mobiliários e na aquisição de lote significativo de ações de emissão de companhia aberta, estabelece vedações e condições para a negociação de ações de companhia aberta na pendência de fato relevante não divulgado ao mercado. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst358.html>> Acesso em: 26 de jan. 2019)

⁶³⁶ Inclusive, tal perspectiva está expressa no artigo 8º, §3º, do estatuto das estatais: [...] § 3º Além das obrigações contidas neste artigo, as sociedades de economia mista com registro na Comissão de Valores Mobiliários sujeitam-se ao regime informacional estabelecido por essa autarquia e devem divulgar as informações previstas neste artigo na forma fixada em suas normas. (BRASIL. **Lei nº 13.303, de 30 de junho de 2016**. Dispõe sobre o estatuto jurídico da empresa pública, da sociedade de economia mista e de suas subsidiárias, no âmbito da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2016/lei/l13303.htm>. Acesso em: 17 set. de 2018)

dos administradores sobre o desempenho, políticas e práticas de governança corporativa e descrição da composição e da remuneração da administração;

IV - elaboração e divulgação de política de divulgação de informações, em conformidade com a legislação em vigor e com as melhores práticas;

V - elaboração de política de distribuição de dividendos, à luz do interesse público que justificou a criação da empresa pública ou da sociedade de economia mista;

VI - divulgação, em nota explicativa às demonstrações financeiras, dos dados operacionais e financeiros das atividades relacionadas à consecução dos fins de interesse coletivo ou de segurança nacional;

VII - elaboração e divulgação da política de transações com partes relacionadas, em conformidade com os requisitos de competitividade, conformidade, transparência, equidade e comutatividade, que deverá ser revista, no mínimo, anualmente e aprovada pelo Conselho de Administração;

VIII - ampla divulgação, ao público em geral, de carta anual de governança corporativa, que consolide em um único documento escrito, em linguagem clara e direta, as informações de que trata o inciso III;

IX - divulgação anual de relatório integrado ou de sustentabilidade.

[...]

Como pode se verificar, trata-se de um conjunto de práticas bastante amplo e, que, se devidamente aplicado, pode transferir maior segurança no processo de tomada de decisões dos acionistas e investidores. Além disso, tais práticas revelam um elevado grau de aderência às diretrizes da OCDE.

4.3.7 Responsabilidade do Conselho de Administração

A sétima e última Diretriz da OCDE⁶³⁷ para as estatais é integralmente

⁶³⁷ VII: AS RESPONSABILIDADES DOS CONSELHOS DE EMPRESAS ESTATAIS

Os Conselhos das Empresas Estatais devem ter a autoridade, competência e objetividade necessárias para realizar as suas funções de orientação estratégica e monitoramento da gestão. Eles devem atuar com integridade e ser responsáveis por suas ações.

A. Os conselhos das EEs devem deter um mandato claro e a responsabilidade final pelo desempenho da empresa. O papel dos conselhos das EEs deve ser claramente definido pela legislação, de preferência pela lei societária. O conselho deverá ser totalmente responsável pela prestação de contas aos proprietários, atuar no melhor interesse da empresa e tratar todos os acionistas com equidade.

B. Os conselhos das EEs deverão efetivamente levar a cabo as suas funções de definir a estratégia e fiscalizar a gestão, com base em mandatos e objetivos gerais fixados pelo governo. Eles deverão ter o poder de indicar e destituir o Diretor-Presidente. Eles devem estabelecer os níveis de remuneração dos executivos, que sejam alinhados com o interesse de longo prazo da empresa.

C. A composição do conselho da empresa estatal deve permitir o exercício do julgamento objetivo e independente. Todos os conselheiros, inclusive quaisquer agentes ou funcionários públicos, devem ser indicados com base em qualificações e ter responsabilidades legais equivalentes.

D. Os conselheiros independentes, quando for o caso, devem estar livres de quaisquer interesses ou relações materiais com a empresa, seus gestores, outros grandes acionistas e a entidade proprietária que possam pôr em risco o seu exercício de julgamento objetivo.

voltada para as responsabilidades do conselho de administração. A frase-síntese da diretriz diz que: “os Conselhos das Empresas Estatais devem ter a autoridade, competência e objetividade necessárias para realizar as suas funções de orientação estratégica e monitoramento da gestão. Eles devem atuar com integridade e ser responsáveis por suas ações.”⁶³⁸

Entre as orientações mais importantes das subcláusulas que informam a sétima diretriz, extrai-se também que: (i) o conselho deve ser responsável pelos resultados da empresa, prestar das contas da sua gestão, agir no melhor interesse da companhia e tratar todos os acionistas com equidade; (ii) o conselho deve ter o poder de indicar e destituir o Diretor-Presidente da companhia, e também de fixar os níveis de remuneração dos executivos, e (iii) os conselheiros devem ser indicados por suas qualificações.⁶³⁹

Pois bem, a questão das responsabilidades do conselho de administração é um tema bastante fértil para ser explorado e de grande importância para o direito societário. Por se tratar de um assunto amplo, não se pretende (e seria impossível fazê-lo) esgotar todo o seu conteúdo nos próximos parágrafos. Destaca-se, também, que a frase-título da sétima diretriz não está voltada para a responsabilidade civil dos conselheiros, mas sim às responsabilidades funcionais (atribuições), muito embora haja alguma relação, conforme será demonstrado na sequência.

Verifica-se a partir da leitura do artigo 138, da Lei das Sociedades

E. Devem ser implementados mecanismos para evitar que conflitos de interesse impeçam os conselheiros de exercer objetivamente as suas funções no conselho, e para limitar a interferência política nos processos do conselho.

F. O Presidente do conselho deve assumir a responsabilidade pela eficiência do conselho de administração e, quando necessário, em coordenação com outros membros do conselho, atuar como elo de comunicação com a entidade proprietária estatal ou de coordenação. As boas práticas indicam que o Presidente do conselho deve ser diferente do Diretor-Presidente.

G. Se a representação dos trabalhadores no conselho for obrigatória, devem ser desenvolvidos mecanismos para garantir que esta representação seja exercida de forma efetiva e que contribua para o aperfeiçoamento das competências, informações e independência do conselho.

H. Os conselhos das empresas estatais devem considerar a criação de comitês especializados, compostos por membros independentes e qualificados, para oferecer-lhes suporte no desempenho de suas funções, particularmente em relação à auditoria, gestão de riscos e remuneração. A criação de comitês especializados deve melhorar a eficiência do órgão e não deve desvirtuar a responsabilidade do conselho.

I. Os conselhos das empresas estatais, sob supervisão do Presidente do conselho, devem realizar uma avaliação anual bem estruturada, para avaliar seu desempenho e eficiência.

J. As empresas estatais devem desenvolver procedimentos eficientes e estabelecer uma função de auditoria interna, que seja monitorada pelo conselho, a quem se reportam diretamente, e ao comitê de auditoria ou ao órgão corporativo equivalente. (OCDE. **Diretrizes da OCDE sobre Governança Corporativa de Empresas Estatais**, 2015, p. 29. Disponível em: <<https://doi.org/10.1787/9789264181106-pt>> Acesso em: 09 dez. de 2018)

⁶³⁸ OCDE. **Diretrizes da OCDE sobre Governança Corporativa de Empresas Estatais**, 2015, p. 29. Disponível em: <<https://doi.org/10.1787/9789264181106-pt>> Acesso em: 09 dez. de 2018

⁶³⁹ OCDE. **Diretrizes da OCDE sobre Governança Corporativa de Empresas Estatais**, 2015, p. 29-30. Disponível em: <<https://doi.org/10.1787/9789264181106-pt>> Acesso em: 09 dez. de 2018

Anônimas⁶⁴⁰, que o conselho de administração é um órgão de deliberação colegiada⁶⁴¹ e integra, ao lado da diretoria, a administração da companhia. Ressalta-se, contudo, que, nos termos da lei acionária, a sua existência só será obrigatória nas companhias de capital aberto, de capital autorizado⁶⁴² e de economia mista.⁶⁴³ Portanto, o conselho de administração é facultativo para a companhia de capital fechado (sem capital autorizado) e para a subsidiária integral.⁶⁴⁴⁶⁴⁵

De acordo com Modesto Carvalhosa, a Lei das Sociedades Anônimas inaugurou o sistema de duplicidade de órgãos de administração e diretoria, modelo este que já era adotado por vários países europeus.⁶⁴⁶ Diz ainda o autor que, apesar da influência das legislações estrangeiras, a nossa lei acionária adotou um sistema de bicameralidade, confirmando o caráter institucional das sociedades anônimas.⁶⁴⁷

O conselho de administração é a principal força de controle, sendo

⁶⁴⁰ BRASIL, **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as sociedades por ações. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6404consol.htm>. Acesso em: 13 nov. de 2018

⁶⁴¹ “A lei previa a obrigatoriedade de os membros do conselho de administração serem acionistas. Isso se dava em função do entendimento do singular papel desempenhado por esse órgão na estrutura social, consideravelmente diverso e distinto daquele de competência da diretoria, a qual sempre se revelou como órgão técnico a quem cabe, fundamentalmente, realizar os atos necessários ao regular e eficiente funcionamento da empresa exercida pela sociedade. A regra pretérita se inspirava na divisão entre propriedade e gestão. Daí exigir que os conselheiros de administração fossem pessoas naturais que participassem do quadro social da companhia, acreditando-se, assim, que, ao menos em tese, estivessem comprometidas com o seu destino. Mas essa exigência foi afastada do Direito positivo com a nova redação determinada pela Lei n. 12.431/2011 ao caput do art. 146 da Lei n. 6.404/76. No sistema em vigor, os membros do conselho de administração podem ser acionistas ou não.” CAMPINHO, Sérgio. **Curso de Direito Comercial: sociedade Anônima**. 2. ed., São Paulo: Saraiva, 2018, p. 297

⁶⁴² Art. 138. A administração da companhia competirá, conforme dispuser o estatuto, ao conselho de administração e à diretoria, ou somente à diretoria.

[...]

§ 2º As companhias abertas e as de capital autorizado terão, obrigatoriamente, conselho de administração. (BRASIL, **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as sociedades por ações. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6404consol.htm>. Acesso em: 13 nov. de 2018)

⁶⁴³ Art. 239. As companhias de economia mista terão obrigatoriamente Conselho de Administração, assegurado à minoria o direito de eleger um dos conselheiros, se maior número não lhes couber pelo processo de voto múltiplo. [...] (BRASIL, **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as sociedades por ações. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6404consol.htm>. Acesso em: 13 nov. de 2018)

⁶⁴⁴ Nota do autor: Esta sentença não é válida para as subsidiárias integrais de capital aberto, já que nesta situação, a Lei 6.404/76, torna obrigatória a existência do conselho de administração (art. 138, §2º). É preciso ter em mente que, nos termos do art. 4º, da Lei 6.404/76, é considerada companhia aberta aquela que tenha os seus valores mobiliários admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários. Portanto, uma subsidiária integral pode perfeitamente pedir o seu registro de companhia aberta, na “categoria B” da CVM, para negociar outros títulos com investidores especiais, exceto ações.

⁶⁴⁵ Na doutrina, Calixto Salomão Filho sustenta, inclusive, que o conselho de administração não teria utilidade para as subsidiárias integrais, já que esta conta com apenas um acionista. SALOMÃO FILHO, Calixto. **Sociedade Unipessoal**. São Paulo: Malheiros, 1995, p. 222.

⁶⁴⁶ CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas, 3º Volume**: arts. 138 a 205: Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações da Lei nº 12.431, de 24 de junho de 2011. 6. ed., rev. e atual., São Paulo: Saraiva, 2014, p. 51

⁶⁴⁷ CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas, 3º Volume**: arts. 138 a 205: Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações da Lei nº 12.431, de 24 de junho de 2011. 6. ed., rev. e atual., São Paulo: Saraiva, 2014, p. 51

considerado peça fundamental em um sistema de governança.⁶⁴⁸ Apesar de não exercer atividade executiva, tem papel chave na tomada de decisões da companhia.⁶⁴⁹ Ele também possui a função central de atuar no controle estratégico e financeiro da companhia.⁶⁵⁰ O conselho de administração é o nexo crítico que sustenta o destino da companhia.⁶⁵¹ Em síntese, é o órgão que garante a estabilidade das relações societárias e monitora, em favor da companhia, os atos dos gestores.

Segundo Arnold Wald, o governo da empresa traz a conotação de democratização da empresa, e é moldado pelo contexto econômico e social no qual está inserido.⁶⁵² De qualquer forma, o objetivo desse governo não pode ser outro senão a perseguição do interesse social da companhia⁶⁵³ e, dentro deste cenário, o conselho de administração emerge como órgão conciliador dos diversos interesses que agem sobre a companhia.

Para realizar tal mister, o artigo 142, da Lei das Sociedades Anônimas, atribui ao conselho de administração as competências relacionadas abaixo, cujo rol não é taxativo, pois o estatuto social pode atribuir outras funções:

Art. 142. Compete ao conselho de administração:

- I - fixar a orientação geral dos negócios da companhia;
- II - eleger e destituir os diretores da companhia e fixar-lhes as atribuições, observado o que a respeito dispuser o estatuto;
- III - fiscalizar a gestão dos diretores, examinar, a qualquer tempo, os livros e papéis da companhia, solicitar informações sobre contratos celebrados ou em via de celebração, e quaisquer outros atos;
- IV - convocar a assembleia-geral quando julgar conveniente, ou no caso do artigo 132;
- V - manifestar-se sobre o relatório da administração e as contas da diretoria;
- VI - manifestar-se previamente sobre atos ou contratos, quando o estatuto assim o exigir;
- VII - deliberar, quando autorizado pelo estatuto, sobre a emissão de

⁶⁴⁸ CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas, 3º Volume**: arts. 138 a 205: Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações da Lei nº 12.431, de 24 de junho de 2011. 6. ed., rev. e atual., São Paulo: Saraiva, 2014, p. 55

⁶⁴⁹ WALD, Arnold. A evolução do regime legal do conselho de administração, os acordos de acionistas e os impedimentos dos conselheiros decorrentes de conflitos de interesses. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, vol. 11, p. 13-30, Jan./Mar. 2001

⁶⁵⁰ HENDRY, Kevin; KIEL, Geoffrey C., The Role of the Board in Firm Strategy: Integrating Agency and Organisational Control Perspectives. **Corporate Governance: An International Review**, Vol. 12, No. 4, pp. 500-520, October 2004.

⁶⁵¹ CLARKE, Thomas. International Corporate Governance. A comparative approach. New York: Routledge, 2007, 518.p *apud* GUERRA, Sandra. **Os papéis do Conselho de Administração em empresas listadas no Brasil**. São Paulo, 2009, 214 p., Dissertação (Mestrado em Administração), Universidade de São Paulo, 2009.

⁶⁵² WALD, Arnold. O governo das empresas. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, vol. 15, p. 53-78, Jan./Mar. 2002

⁶⁵³ WALD, Arnold. O governo das empresas. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, vol. 15, p. 53-78, Jan./Mar. 2002

ações ou de bônus de subscrição;
 VIII – autorizar, se o estatuto não dispuser em contrário, a alienação de bens do ativo não circulante, a constituição de ônus reais e a prestação de garantias a obrigações de terceiros;
 IX - escolher e destituir os auditores independentes, se houver.⁶⁵⁴

O artigo 142, da Lei das Sociedades Anônimas, que se repita, é integralmente aplicável aos conselhos de administração das sociedades de economia mista, de forma semelhante às recomendações da OCDE, assegura ao conselho de administração a competência para fixar a orientação geral dos negócios⁶⁵⁵; eleger e destituir os diretores; fiscalizar a gestão dos diretores e ter ampla liberdade para examinar documentos; convocar a assembleia de acionistas etc.

Entretanto, as prescrições da OCDE para as empresas estatais vão um pouco além. Ou seja, a lei acionária brasileira possui uma consonância parcial com a sétima diretriz. Nesse sentido, lendo-se atentamente o estatuto das estatais, extrai-se do artigo 18 que:

Art. 18. Sem prejuízo das competências previstas no art. 142 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e das demais atribuições previstas nesta Lei, compete ao Conselho de Administração:
 I - discutir, aprovar e monitorar decisões envolvendo práticas de governança corporativa, relacionamento com partes interessadas, política de gestão de pessoas e código de conduta dos agentes;
 II - implementar e supervisionar os sistemas de gestão de riscos e de controle interno estabelecidos para a prevenção e mitigação dos principais riscos a que está exposta a empresa pública ou a sociedade de economia mista, inclusive os riscos relacionados à integridade das informações contábeis e financeiras e os relacionados à ocorrência de corrupção e fraude;
 III - estabelecer política de porta-vozes visando a eliminar risco de contradição entre informações de diversas áreas e as dos executivos da empresa pública ou da sociedade de economia mista;
 IV - avaliar os diretores da empresa pública ou da sociedade de economia mista, nos termos do inciso III do art. 13, podendo contar com apoio metodológico e procedimental do comitê estatutário referido no art. 10.⁶⁵⁶

⁶⁵⁴ BRASIL, **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as sociedades por ações. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6404consol.htm>. Acesso em: 13 nov. de 2018

⁶⁵⁵ Ao estabelecer que é de responsabilidade do conselho de administração fixar a orientação geral dos negócios da companhia, a lei acionária está autorizando que os conselheiros determinem a política empresarial da companhia, e aqui inclui-se a aprovação de orçamentos e planos de negócios; formação de reservas de lucros e de capital e, eventualmente, manifestar-se sobre o nível de produção e a entrada ou saída de algum mercado específica. CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas, 3º Volume**: arts. 138 a 205: Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações da Lei nº 12.431, de 24 de junho de 2011. 6. ed., rev. e atual., São Paulo: Saraiva, 2014, p. 213.

⁶⁵⁶ BRASIL. **Lei nº 13.303, de 30 de junho de 2016**. Dispõe sobre o estatuto jurídico da empresa pública, da sociedade de economia mista e de suas subsidiárias, no âmbito da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2016/lei/113303.htm>. Acesso em: 17 set. de 2018

Com efeito, o artigo 18 do estatuto das estatais, quando lido em conjunto com os demais dispositivos do estatuto e da própria lei acionária, eleva o grau de aderência da legislação brasileira às recomendações da OCDE. Isto porque, quando amparado pelo conjunto dessas regras, o conselho de administração da sociedade de economia mista passa a atender uma boa parte das orientações da OCDE.

A lei das sociedades anônimas prevê no seu artigo 116⁶⁵⁷ a figura do controlador de direito, portanto, ao contrário do direito norte-americano, na realidade brasileira o conselho de administração não possui autonomia tão ampla.⁶⁵⁸ Além disso, nas sociedades de economia mista, em razão da sua natureza, parte de sua atuação é definida por uma política macro do Estado, que se diga, é o controlador. Portanto, a responsabilidade pelos resultados da companhia, reclamada pela OCDE, deve ser lida com alguma cautela.

A principal função do conselho de administração é a de “fiscalizar, de forma permanente e efetiva, a gestão dos diretores.”⁶⁵⁹ Corolário, tendo a responsabilidade de monitorar as atividades da companhia e dos gestores, inclusive com o poder de destituí-los, o conselho de administração atrai para si, sob este ângulo de análise, a responsabilidade pelos resultados da companhia, caso se demonstre que não exerceu as suas funções de maneira adequada. Ou seja, a obrigação é de meio e não de resultado.

E agora chega-se a um ponto bastante relevante com relação aos deveres e responsabilidades dos administradores da sociedade anônima. É que no exercício das suas funções e competências, os administradores carregam a obrigação legal de observar os deveres fiduciários estabelecidos pela Lei das Sociedades Anônimas, deveres estes que têm forte conotação ético-jurídica e que estão voltados para a proteção do interesse social da companhia.⁶⁶⁰

Tais deveres estão dispostos entre os artigos 153 a 157 da lei acionária e são classificados como a) dever de diligência – *duty of care* (art. 153); b) dever de

⁶⁵⁷ BRASIL, **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as sociedades por ações. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6404consol.htm>. Acesso em: 13 nov. de 2018

⁶⁵⁸ CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas, 3º Volume**: arts. 138 a 205: Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações da Lei nº 12.431, de 24 de junho de 2011. 6. ed., rev. e atual., São Paulo: Saraiva, 2014, p. 371

⁶⁵⁹ CAMARGO, João Laudo de. O conselho de administração nas sociedades anônimas. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, São Paulo: RT, vol. 1, p. 167 – 168, Jan. - Abr./1998, DTR/1998/30

⁶⁶⁰ SPINELLI, Luis Felipe. **Conflito de Interesses na administração da sociedade anônima**. São Paulo: Malheiros, 2012, p. 70

obediência – *duty of obey* (art. 154); c) dever de lealdade – *duty of loyalty* (arts. 155 e 156) e d) dever de informar – *duty of disclosure* (art. 157).

Segundo Osmar Brina Corrêa Lima, a obediência significa o respeito à lei e ao estatuto social (atuação *intra vires*); a diligência é o cuidado ativo e zeloso que o homem probo emprega nos seus negócios; a lealdade significa a honestidade para com a companhia, e o dever de informar é um desdobramento da lealdade, que mostra franqueza e transparência para com os acionistas e investidores.⁶⁶¹

Luis Felipe Spinelli diz que, assim como ocorre no sistema norte-americano, no Brasil, as atenções da jurisprudência administrativa e judicial, e mesmo da academia, acaba se voltando mais para o dever de diligência, já que este seria o principal dever dos administradores.⁶⁶² Ocorre que, como a lei acionária não deixa claro o que é um “administrador diligente”, faz-se necessário socorrer-se de um padrão de conduta para comparar se o administrador agiu do mesmo modo que agiriam os seus pares em situação semelhante.⁶⁶³

Por influência norte-americana, a este padrão comportamental que preenche o dever de diligência dá-se o nome de *business judgment rule*,⁶⁶⁴ ou regra de decisão negocial, que protege o mérito da decisão, desde que reste demonstrado que o administrador não violou o dever de diligência.

O teste da *business judgment rule* consiste em verificar (i) se o administrador agiu de maneira informada, ou seja, se ele analisou os pareceres das áreas técnicas, memorandos, relatórios etc; (ii) se o administrador refletiu antes de tomar a decisão, fazendo a ponderação dos riscos e das alternativas, e (iii) se o administrador agiu sem conflito de interesses, ou seja, sem perseguir benefícios

⁶⁶¹ LIMA, Osmar Brina Corrêa. **Sociedade Anônima**. 3. ed., rev. e atual., Belo Horizonte: Del Rey, 2005, p. 181-182

⁶⁶² SPINELLI, Luis Felipe. **Conflito de Interesses na administração da sociedade anônima**. São Paulo: Malheiros, 2012, p. 103

⁶⁶³ SPINELLI, Luis Felipe. **Conflito de Interesses na administração da sociedade anônima**. São Paulo: Malheiros, 2012, p. 104

⁶⁶⁴ “Embora a *business judgment rule* seja comumente tida como um instituto criado nos Estados Unidos, tem-se notícia de que a primeira vez em que o seu espírito mostrou-se presente em uma decisão judicial foi na Inglaterra, em 1742. Foi no julgamento do caso *Charitable Corporation v. Sutton*, em que o *Lord Chancellor* responsável pela decisão analisou o cumprimento dos deveres de diligência e lealdade de conselheiros de uma companhia de caridade. No entendimento daqueles que ajuizaram a ação contra os administradores, estes deveriam ser responsabilizados pela falta de supervisão adequada das atividades de um depositário, cuja função era conceder empréstimos a pessoas de baixa renda. Naquilo que se relaciona à *business judgment rule*, o *Lord Chancellor* salientou a dificuldade em se determinar a quebra de confiança de conselheiros em atos malsucedidos praticados dentro de suas atribuições.” (BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. A *business judgment rule* no direito brasileiro: a problemática da recepção da regra pela lei das S.A. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, vol. 74, p. 95 – 115, out - dez/2016)

pessoais ou em favor de interesses.⁶⁶⁵

Constata-se, assim, que a análise do julgador recairá sobre o processo de tomada de decisão, respeitando-se a discricionariedade da escolha dos administradores ainda que o resultado econômico-financeiro do ato não tenha sido favorável para a companhia.

Por fim, cabe tratar das outras duas orientações da OCDE que foram destacadas no início do tópico. A primeira diz respeito ao poder do conselho de indicar e destituir o Diretor-Presidente da companhia, e também de fixar os níveis de remuneração dos executivos.

Pois bem, o estatuto das estatais não assegura tal atribuição ao conselho de administração das sociedades de economia mista. Por força do artigo 142, da Lei das Sociedades Anônimas⁶⁶⁶, o conselho de administração possui apenas a competência para eleger e destituir os diretores da companhia e fixar-lhes as atribuições, mas a indicação dos diretores, especialmente do presidente, em razão da relevância do cargo, ainda ocorre no âmbito do governo.

E no que diz respeito à outra orientação da OCDE, que estabelece que os conselheiros devem ser indicados por suas qualificações, reitera-se que o estatuto das estatais previu, no artigo 17, uma série de requisitos tanto para os membros do conselho de administração quanto para a diretoria, vejamos:

Art. 17. Os membros do Conselho de Administração e os indicados para os cargos de diretor, inclusive presidente, diretor-geral e diretor-presidente, serão escolhidos entre cidadãos de reputação ilibada e de notório conhecimento, devendo ser atendidos, alternativamente, um dos requisitos das alíneas “a”, “b” e “c” do inciso I e, cumulativamente, os requisitos dos incisos II e III:

I - ter experiência profissional de, no mínimo:

a) 10 (dez) anos, no setor público ou privado, na área de atuação da empresa pública ou da sociedade de economia mista ou em área conexa àquela para a qual forem indicados em função de direção superior; ou

b) 4 (quatro) anos ocupando pelo menos um dos seguintes cargos:

1. cargo de direção ou de chefia superior em empresa de porte ou objeto social semelhante ao da empresa pública ou da sociedade de economia mista, entendendo-se como cargo de chefia superior aquele situado nos 2 (dois) níveis hierárquicos não estatutários mais altos da empresa;

2. cargo em comissão ou função de confiança equivalente a DAS-4 ou superior, no setor público;

⁶⁶⁵ PARGENDLER, Mariana. Responsabilidade Civil dos Administradores e Business Judgement Rule no Direito Brasileiro. **Revista dos Tribunais**, vol. 953, p. 51-74, mar./2015

⁶⁶⁶ BRASIL, **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as sociedades por ações. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6404consol.htm>. Acesso em: 13 nov. de 2018

3. cargo de docente ou de pesquisador em áreas de atuação da empresa pública ou da sociedade de economia mista;

c) 4 (quatro) anos de experiência como profissional liberal em atividade direta ou indiretamente vinculada à área de atuação da empresa pública ou sociedade de economia mista;

II - ter formação acadêmica compatível com o cargo para o qual foi indicado; e

III - não se enquadrar nas hipóteses de inelegibilidade previstas nas alíneas do inciso I do caput do art. 1º da Lei Complementar nº 64, de 18 de maio de 1990, com as alterações introduzidas pela Lei Complementar nº 135, de 4 de junho de 2010.

§ 1º O estatuto da empresa pública, da sociedade de economia mista e de suas subsidiárias poderá dispor sobre a contratação de seguro de responsabilidade civil pelos administradores.

§ 2º É vedada a indicação, para o Conselho de Administração e para a diretoria:

I - de representante do órgão regulador ao qual a empresa pública ou a sociedade de economia mista está sujeita, de Ministro de Estado, de Secretário de Estado, de Secretário Municipal, de titular de cargo, sem vínculo permanente com o serviço público, de natureza especial ou de direção e assessoramento superior na administração pública, de dirigente estatutário de partido político e de titular de mandato no Poder Legislativo de qualquer ente da federação, ainda que licenciados do cargo;

II - de pessoa que atuou, nos últimos 36 (trinta e seis) meses, como participante de estrutura decisória de partido político ou em trabalho vinculado a organização, estruturação e realização de campanha eleitoral;

III - de pessoa que exerça cargo em organização sindical;

IV - de pessoa que tenha firmado contrato ou parceria, como fornecedor ou comprador, demandante ou ofertante, de bens ou serviços de qualquer natureza, com a pessoa político-administrativa controladora da empresa pública ou da sociedade de economia mista ou com a própria empresa ou sociedade em período inferior a 3 (três) anos antes da data de nomeação;

V - de pessoa que tenha ou possa ter qualquer forma de conflito de interesse com a pessoa político-administrativa controladora da empresa pública ou da sociedade de economia mista ou com a própria empresa ou sociedade.

§ 3º A vedação prevista no inciso I do § 2º estende-se também aos parentes consanguíneos ou afins até o terceiro grau das pessoas nele mencionadas.

§ 4º Os administradores eleitos devem participar, na posse e anualmente, de treinamentos específicos sobre legislação societária e de mercado de capitais, divulgação de informações, controle interno, código de conduta, a Lei nº 12.846, de 1º de agosto de 2013 (Lei Anticorrupção), e demais temas relacionados às atividades da empresa pública ou da sociedade de economia mista.

§ 5º Os requisitos previstos no inciso I do caput poderão ser dispensados no caso de indicação de empregado da empresa pública ou da sociedade de economia mista para cargo de administrador ou como membro de comitê, desde que atendidos os seguintes quesitos mínimos:

I - o empregado tenha ingressado na empresa pública ou na sociedade de economia mista por meio de concurso público de provas ou de provas e títulos;

II - o empregado tenha mais de 10 (dez) anos de trabalho efetivo na empresa pública ou na sociedade de economia mista;

III - o empregado tenha ocupado cargo na gestão superior da empresa pública ou da sociedade de economia mista, comprovando sua capacidade para assumir as responsabilidades dos cargos de que trata o caput.

Tais requisitos, além de tentarem frear as indicações políticas ou em grau de nepotismo, tem como objetivo tornar o conselho de administração da empresa estatal mais ativo, efetivo e com consciência profissional.⁶⁶⁷ Esta inovação do estatuto das estatais é deveras relevante, pois a lei das sociedades anônimas só exige pré-requisitos para a escolha de membro do Conselho Fiscal, que deve ostentar grau universitário ou experiência prévia de 3 anos em cargo de administrador de empresa ou de conselheiro fiscal.⁶⁶⁸

Antes de concluir o tópico, cabe noticiar que a CVM, ao julgar o processo administrativo nº 19957.008923/2016-12, que tratava da indicação de um ex-assessor da Presidência da República para o conselho de administração de uma coligada de uma sociedade de economia mista de capital aberto, entendeu que a regra do artigo 17, do estatuto das estatais, em razão do seu caráter moralizante, aplica-se tanto para a estatal controladora quanto para as subsidiárias, controladas e coligadas, ainda que de capital fechado.⁶⁶⁹

⁶⁶⁷ PARENTE, Norma Jonssen. Governança Corporativa. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, São Paulo: RT, vol. 15, p. 81, Jan./2002, DTR/545

⁶⁶⁸ PARENTE, Norma Jonssen. Governança Corporativa. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, São Paulo: RT, vol. 15, p. 81, Jan./2002, DTR/545

⁶⁶⁹ CVM. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo: 19957008923/2016-12**. Relator: Pablo Renteria. Julg: 08 de ago. 2017. Disponível em: <<https://bit.ly/2GYRCxO>> Acesso em: 30 de jan. 2019

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

A Constituição da República de 1988 reserva à iniciativa privada o direito de explorar atividades econômicas, como uma relação natural de mercado. Frente a esse cenário, o Estado só atuará de forma excepcional, nos casos expressamente autorizados pelo próprio texto constitucional.

Verificou-se neste trabalho, porém, que a exploração diretamente da atividade econômica, em concomitância com a iniciativa privada, só poderá ser realizada pelo Estado quando necessária aos imperativos da segurança nacional ou a relevante interesse coletivo. Como irá concorrer com agentes privados, o Estado deverá se valer de uma pessoa jurídica de direito privado, sem poder gozar de privilégios que não sejam extensíveis aos seus concorrentes.

Diante desse contexto, a sociedade de economia mista, enquanto estrutura de natureza comercial, que reúne investimentos público e privado, é um instrumento que auxilia o Estado a desenvolver as suas políticas governamentais, uma vez que, além de ser mais eficiente que os demais entes da administração pública, ela oferece uma possibilidade maior de captação de recursos financeiros.

Ocorre que, pelo fato de perseguir objetivos empresariais antagônicos, vivencia conflitos societários de difícil solução. Além do tradicional embate entre o acionista controlador e os acionistas privados, a baixa eficiência, somada à falta de transparência e aos recorrentes casos de corrupção, torna esta relação ainda mais tensa.

Esses problemas ficaram ainda mais evidentes durante a Operação Lava-Jato, que revelou um dos maiores esquemas de corrupção do mundo. Preocupado com a sorte das estatais brasileiras, no ano de 2016, na esteira desta operação policial, o Congresso Nacional aprovou a Lei 13.303, de 30 junho de 2016, que dispõe sobre o Estatuto Jurídico das Estatais e que introduz nestas companhias boas práticas de governança.

Constatou-se neste trabalho que dito estatuto está alinhado com os princípios universais da governança corporativa, e que ele prevê diversos mecanismos para aumentar a transparência, monitorar a prática de atos ilícitos e melhorar o relacionamento entre os acionistas e a companhia, e também entre o Estado-controlador e os investidores privados.

Para cumprir o objetivo do trabalho, realizou-se uma comparação das estratégias de governança do estatuto das estatais com as diretrizes da OCDE e,

nesta fase, verificou-se que as práticas dos estatutos apresentam um bom nível de aderência ao padrão OCDE e, se bem aplicadas, podem mostrar-se efetivas, o que contraria a hipótese central do trabalho.

É preciso registrar também que, no caso das sociedades de economia mista, não se pode fazer uma leitura isolada do estatuto. É que por ser também uma sociedade anônima, há outros mecanismos que estão previstos na lei acionária e que servem para complementar as práticas do estatuto. Nesse sentido, quando analisada como uma espécie de microsistema, essa legislação societária revela-se de fato funcional.

Não obstante esta constatação, isso não significa que não haja espaço para melhorias. Conforme visto anteriormente, a lei brasileira não aborda a questão da justificativa da manutenção da propriedade estatal, a independência dos administradores ainda é frágil, o conselho de administração não pode indicar os diretores, e muito menos o diretor-presidente e, afora esses assuntos, o custeio das políticas públicas, ponto extremamente sensível na ótica da governança corporativa, ainda é um assunto que precisa ser melhor disciplinado.

As sociedades de economia mista de capital aberto apresentam um nível de governança ainda melhor. Por estarem sujeitas à regulação da Comissão de Valores Mobiliários e os segmentos diferenciados de governança da bolsa de valores, as suas práticas são ainda mais abrangentes e efetivas.

É bem verdade que ainda é cedo para avaliar todos os efeitos do sistema de governança do estatuto das estatais. Entretanto, diversos estudos evidenciam que a adoção de boas práticas de governança impacta positivamente no desempenho econômico e financeiro das empresas, valorizando o preço das ações, aumentando a liquidez dos papéis e facilitando o acesso ao capital.

REFERÊNCIAS

ABRANCHES, Sérgio Henrique. Questão da empresa estatal – economia, política e interesse público. **Revista de Administração de Empresas**. São Paulo, 1979. vol.19. nº 04. Disponível em: <http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0034-75901979000400009>. Acesso em: 04 jul. de 2018

ADAMEK, Marcelo Vieira Von. **Abuso de Minoria em Direito Societário**. São Paulos: Malheiros, 2014.

ADAMS, Fernanda; OLIVEIRA, Marcella Gomes de. Responsabilidade social e função social da empresa. *In: Ética, ciência e cultura jurídica: IV Congresso Nacional da FEPODI: Organização FEPODI/ CONPEDI/ANPG/PUC-SP/UNINOVE*, São Paulo, 2015. Disponível em: <<https://www.conpedi.org.br/publicacoes/z3071234/gei62151/8hYF25asipu16YE7.pdf>> Acesso em: 25 de jan. 2019

AGÊNCIA BRASIL. **Saída de Parente derruba ações da Petrobras e eleva dólar**. 2018. Disponível em: <<http://agenciabrasil.ebc.com.br/economia/noticia/2018-06/saida-de-parente-causa-queda-das-acoes-da-petrobras-e-alta-do-dolar>> Acesso em: 14 de jan. 2019

AGUSTINHO, Eduardo de Oliveira. **O Ativismo Acionário dos Investidores Institucionais e a Governança Corporativa nas Companhias Abertas Brasileiras – a análise jurídica da economia do Mercado de Capitais**. 261 f. Tese (Doutorado em Direito). Programa de Pós-graduação em Direito da Pontifícia Universidade do Paraná, 2011

AKERLOF, George A. The market for lemons: Quality uncertainty and the market mechanism. **The Quarterly Journal of Economics**, n. 3, v. 84, pp. 488-500, 1970

ALBERTI, Helena Garbarino. **Marco de Gobernanza de TI para empresas PyMEs – SMEsITGF**. Tesis (Doctorado en Informática). Universidad Politécnica de Madrid. Facultad de Informática, 2014. Disponível em: <http://oa.upm.es/31002/1/HELENA_GARBARINO_ALBERTI.pdf> acesso em: 27 jan. de 2018

ALCHIAN, Armen A; DEMSETZ, Harold. Production, Information Costs and Economic Organization. **The American Economic Review**, v. 62, n. 5, p. 777-795, 1972. Disponível em: <<https://goo.gl/mQCYdJ>> Acesso em: 28 nov. de 2018

ALVES, Rosângela do Socorro. **Produção de Mercado: Os Contornos da Atuação Empresarial dos Agentes Econômicos Público e Privado e as Privatizações**. 169f. Dissertação (Mestrado em Direito). Programa de Pós-graduação em Direito da Universidade Federal do Paraná, Curitiba, 2004.

AMARAL NETO, Francisco dos Santos. **Direito Civil: introdução**. 5 ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2003.

AMARAL, Paulo Osternack. A Lei 13.303/2016, A criação das empresas estatais e a participação minoritária em empresas privadas. *In*: JUSTEN FILHO, Marçal. (org.). **Estatuto Jurídico das Empresas Estatais. Lei 13.303/2016 – Lei das Estatais**. São Paulo: RT, 2017.

ANEEL. **Serviço Público de Distribuição de Energia Elétrica**. [s.d] Disponível em: <<http://www.aneel.gov.br/distribuicao2>> Acesso em: 18 de jan. 2019)

ANGÉLICO, Fabiano. et. al. Os desafios da implementação de reformas anticorrupção no Brasil. **Revista Interesse Nacional**, ano 11, nº 43, out./dez. 2018. Disponível em: <<https://goo.gl/tUV17h>> Acesso em: 25 de jan. 2019

ANTUNES, Gustavo Amorim. **Estatuto Jurídico das Empresas Estatais. Lei nº 13.303/2016 comentada**. Belo Horizonte: Fórum, 2017.

ANTUNES, Maria Thereza Pompa. A adoção no Brasil das normas internacionais de contabilidade IFRS: o processo e seus impactos na qualidade da informação contábil. **Revista de Economia & Relações Internacionais**, v. 10 (20), 2012. Disponível em: <<http://estacio.webaula.com.br/cursos/cmtcc9/galeria/aula6/docs/a01.pdf>> Acesso em: 18 dez. de 2018

ARAGÃO, Alexandre Santos de. Considerações sobre as relações do Estado e do Direito na Economia. **REDE - Revista Eletrônica de Direito do Estado**. Salvador, 2017. nº 49, Jan./Fev./Mar/ p. 1-19. Disponível em: <<http://www.direitodoestado.com.br/codrevista.asp?cod=742>>. Acesso em: 20 set. de 2018

ARAGÃO, Alexandre Santos de. **Empresas Estatais. O Regime Jurídico das Empresas Públicas e Sociedades de Economia Mista**. Rio de Janeiro: Forense, 2017..

ARANHA, Márcio Iório. O objeto do Estatuto Jurídico das Estatais e os Regimes Jurídicos da Empresas Pública e da Sociedade de Economia Mista. *In*: NORONHA, João Otávio de; et. al. (Coord.) **Estatuto Jurídico das Estatais**. Análise da Lei nº 13.303/2016. Belo Horizonte: Fórum, 2017.

ARCAYA, Francisco Gómez. Principios de Gobierno Corporativo. **Revista de Derecho Público**, n. 102, PP. 37-42, 2005 Disponível em: <<https://goo.gl/73zaUW>> Acesso em: 27 jan. de 2018

ARMOUR, John; et. al. A estrutura de governança básica: Os interesses dos acionistas como classe. *In*: KRAAKMAN, Reinier; et. al. **A Anatomia do Direito Societário**. Uma abordagem comparada e funcional. Tradução: Mariana Pargendler. 3. ed., São Paulo: Singular, 2018, p. 111-162

AZEVEDO, Paulo Furquim de. Nova Economia Institucional: referencial geral e aplicações para a agricultura. **Revista de Agricultura**, São Paulo-SP, nº 47, p. 33-52, 2000. Disponível em: <http://www.gepai.dep.ufscar.br/pdfs/1085082759_ASP-REFERENCIAL.pdf> Acesso em: 09 de dez. 2018

B3. Câmara de Arbitragem do Mercado. **Perguntas Frequentes**. [s.d] Disponível em: <http://www.b3.com.br/pt_br/b3/qualificacao-e-governanca/camara-de-arbitragem-do-mercado-cam/perguntas-frequentes/> Acesso em: 15 de jan. 2019)

BAGGIO, Daniel Knebel. Responsabilidade Social e a Governança Corporativa: perspectivas de gestão socioambiental nas organizações. **Revista de Gestão e Organizações Cooperativas – RGC**, Santa Maria, RS, v. 4, n. 8, jul./dez. 2017. .

BAIOCO, Vitor Gomes; ALMEIDA, José Elias Feres de. Efeitos do comitê de auditoria e do conselho fiscal na qualidade da informação contábil no Brasil. **Revista de Contabilidade e Finanças da USP**, São Paulo, v. 28, n. 74, p. 229-248, 2017. Disponível em: <<http://www.revistas.usp.br/rcf/article/view/131273/127670>> Acesso em: 19 dez. de 2018

BANCO MUNDIAL. **Tendencias del Gobierno Corporativo de las Empresas Públicas em America Latina**. Tendencias y Casos de Países, p. 01-169, 2014. Disponível em: <<file:///C:/Users/c802494/Downloads/894680WP00P1260erno0Corporativo0LAC.pdf>> Acesso em: 26 jan. de 2018

BARACHO, Hertha Urquiza. Função social e responsabilidade social à luz da Constituição Federal de 1988. **Revista do Direito da UNISC**, Santa Cruz do Sul, v. 1, nº 45, p. 45-60, jan./abr. 2015.

BARROS NETO, João Pinheiro de. **Administração Pública no Brasil**. Uma breve história dos Correios. São Paulo: Annablume, 2004.

BARROSO, Luís Roberto. Agências Reguladoras. Constituição, Transformações do Estado e Legitimidade Democrática. **Revista de Direito Administrativo**. Rio de Janeiro, 2002. nº 229, p. 285-311, jul./set. Disponível em: <<file:///C:/Users/c802494/Downloads/46445-93243-1-PB.pdf>>. Acesso em: 11 jul. de 2018.

BASSO, Maristela. Integração econômica e institucionalização: as experiências do Mercosul e da União Europeia. **Revista CEJ**, v. 2, n. 4, 1998. Disponível em: <<http://www.cjf.jus.br/ojs2/index.php/revcej/article/viewArticle/135>> Acesso em: 16 jan. de 2018

BATISTA, Paulo Nogueira. **O consenso de Washington: A visão neoliberal dos problemas latino-americanos**. Trabalho publicado originalmente em Barbosa Lima Sobrinho e outros autores, Em Defesa do Interesse Nacional: Desinformação e Alienação do Patrimônio Público, São Paulo: Paz e Terra, 1994. Disponível em: <<https://bit.ly/2PFg87U>> Acesso em: 15 dez. de 2018.

BEBCZUK, Ricardo. Corporate Governance, ownership and dividend policies in Argentina. In: CHONG, Alberto; LÓPEZ-DE-SILANES, Florencio (Eds.). **Investor protection and corporate governance: Firm-level evidence across Latin America**, The Inter-American Development Bank y Stanford University Press, Washington DC (2007), pp. 157-211.

BEDICKS, Heloisa. **Governança corporativa e dispersão de capital: múltiplos casos no Brasil**. 1ª ed. São Paulo: Saint Paul Editora, 2009.

BENITES, Lira Luz Lazaro; POLO, Edison Fernandes. A sustentabilidade como ferramenta estratégica empresarial: governança corporativa e aplicação do triple bottom line na Masisa. **Revista de Administração da UFSM**, Santa Maria, v. 6, Edição Especial, p. 195-210, Mai./2013.

BERTOLDI, Marcelo Marco. O Poder de Controle na Sociedade Anônima – Alguns Aspectos. **Revista Scientia Juris**. Londrina, 2003/2004. v. 7/8, p. 51-74. Disponível em: <<http://www.uel.br/revistas/uel/index.php/iuris/article/view/11102/9815>>. Acesso em: 19 out. de 2018.

BERTOLDI, Marcelo Marco. RIBEIRO, Marcia Carla Pereira. **Curso Avançado de Direito Comercial**. 4. ed., rev. ampl. e atual., São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2008.

BIZELLI, Rafael Ferreira. Contratos existenciais: contextualização, conceito e interesses extrapatrimoniais. **Revista Brasileira de Direito Civil**. Vol. 6, out./dez. 2015.

BLANCHET, Luiz Alberto. Ineficiência, Corrupção e seus Efeitos sobre o Empreendedorismo e sobre o Desenvolvimento. *In*: BLANCHET, Luiz Alberto; HACHEM, Daniel Wunder; SANTANO, Ana Claudio. (coord.). **Eficiência e Ética na Administração Pública: Anais do Seminário Internacional realizado no Programa de Pós-Graduação em Direito da Pontifícia Universidade Católica do Paraná**. Curitiba: Íthala, 2015.

BLANCHET, Luiz Alberto. O capitalismo e o socialismo na Constituição. **Revista da Academia Brasileira de Direito Constitucional**. Curitiba, 2004. n. 5.

BLANCHET, Luiz Alberto; SCHIER, Adriana da Costa Ricardo. A Atividade de Fomento como mecanismo de intervenção do Estado na Economia e a Efetivação dos Direitos Fundamentais. **Revista de Direito Público Contemporâneo**. Instituto de Estudios Constitucionales da Venezuela e Universidade Federal Rural do Rio de Janeiro do Brasil, 2018. a. 2, v. 1, n. 1, p. 8, janeiro/junho. Disponível em: <<http://www.rdpc.com.br/index.php/rdpc/article/view/23/24>> acesso em: 22 jul. de 2018.

BM&FBOVESPA. Ibovespa. **Índices**. [S.d]. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/indices/indices-amplos/indice-bovespa-ibovespa.htm> Acesso em: 27 de jan. de 2019

BM&FBOVESPA. **Segmentos de listagem**. Disponível em <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/> Acesso em: 22 nov. de 2018

BNDES. **Edital do Lei nº 02/2018-PPI/PND**. Concessão de serviço público de distribuição de energia elétrica associada à alienação de ações das Distribuidoras de Energia Elétrica. Disponível em: <<https://goo.gl/gPYXWE>> Acesso em: 18 de jan. 2019

BOAVENTURA, João Maurício Gama. et. al. **Teoria dos Stakeholders e Teoria da Firma: um Estudo sobre a Hierarquização das Funções-Objetivo em Empresas Brasileiras**. XXXII Encontro da ANPAD, Rio de Janeiro, RJ, 06 a 10 de setembro de 2008. Disponível em: <<http://www.anpad.org.br/admin/pdf/FIN-B1387.pdf>> Acesso em: 16 nov. de 2018

BONE, Rosemarie Bröker. O Brasil no caminho do *Project Finance*. **Revista FEE Indicadores Econômicos**, Porto Alegre, 2001. v. 29, n. 2, p. 156-179, ago. Disponível em: <<https://revistas.fee.tche.br/index.php/indicadores/article/viewFile/1312/1679>>. Acesso em: 18 jan. de 2018.

BORBA, José Edwaldo Tavares. **Direito Societário**. 14. ed., São Paulo: Atlas, 2015.

BORGES, Luiz Ferreira Xavier. Covenants: Instrumento de Garantia em Project Finance. **Revista do BNDES**. Rio de Janeiro, 1999. v. 6, n. 11, p. 117-136, jun. Disponível em: <<https://goo.gl/8fT2Ez>>. Acesso em: 18 jan. de 2018.

BORGES, Luiz Ferreira Xavier; SERRÃO, Carlos Fernando de Barros. Aspectos de governança corporativa moderna no Brasil. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v. 12, n. 24, p. 111-148, 2005. Disponível em: <<http://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/9643>> Acesso em: 20 nov. de 2018

BORTOLON, Patrícia Maria; *et. al.* Relatório de sustentabilidade ou relato integrado das empresas listadas na BM&F Bovespa: fatores determinantes de divulgação. **Revista de Gestão Social e Ambiental**, v. 11, nº 1, p. 90-104, jan./abr. 2017.

BRASIL, Comissão de Valores Mobiliários. **Acórdão no Processo Administrativo Sancionador CVM Nº RJ 2015/10677**. Relator: Diretor Henrique Balduino Machado Moreira, julgado em: 07/02/2017. Disponível em: <<https://bit.ly/2GDMTSZ>> Acesso em: 25 de dez. 2018

BRASIL, **Constituição da República Federativa do Brasil de 5 de outubro de 1988**. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Constituicao/Constituicao.htm> acesso em: 09 jul. de 2018

BRASIL, **Lei nº 1.521, de 26 de dezembro de 1951**. Altera dispositivos da legislação vigente sobre crimes contra a economia popular. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L1521.htm>. Acesso em: 26 jan. de 2019

BRASIL, **Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001**. Altera e acrescenta dispositivos na Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/LEIS_2001/L10303.htm#art2>. Acesso em: 13 nov. de 2018.

BRASIL, **Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002**. Institui o Código Civil. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/L10406compilada.htm>. Acesso em: 27 nov. de 2018

BRASIL. **Lei nº 11.107, de 06 de abril de 2005**. Dispõe sobre normas gerais de contratação de consórcios públicos e dá outras providências. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2004-2006/2005/Lei/L11107.htm> acesso em: 16 set. de 2018.

BRASIL, **Lei nº 12.353, de 28 de dezembro de 2010**. Dispõe sobre a participação de empregados nos conselhos de administração das empresas públicas e sociedades de economia mista, suas subsidiárias e controladas e demais empresas em que a União, direta ou indiretamente, detenha a maioria do capital social com direito a voto e dá

outras providências. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2007-2010/2010/Lei/L12353.htm> Acesso em: 17 nov. de 2018

BRASIL, Lei nº 12.527, de 18 de novembro de 2011. Regula o acesso a informações previsto no inciso XXXIII do art. 5º, no inciso II do § 3º do art. 37 e no § 2º do art. 216 da Constituição Federal; altera a Lei nº 8.112, de 11 de dezembro de 1990; revoga a Lei nº 11.111, de 5 de maio de 2005, e dispositivos da Lei nº 8.159, de 8 de janeiro de 1991; e dá outras providências. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2011-2014/2011/lei/l12527.htm> Acesso em: 19 de dez. de 2018

BRASIL, Lei nº 12.527, de 18 de novembro de 2011. Regula o acesso a informações previsto no inciso XXXIII do art. 5º, no inciso II do § 3º do art. 37 e no § 2º do art. 216 da Constituição Federal; altera a Lei nº 8.112, de 11 de dezembro de 1990; revoga a Lei nº 11.111, de 5 de maio de 2005, e dispositivos da Lei nº 8.159, de 8 de janeiro de 1991; e dá outras providências. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2011-2014/2011/lei/l12527.htm> Acesso em: 19 de dez. de 2018

BRASIL, Lei nº 13.303, de 30 de junho de 2016. Dispõe sobre o estatuto jurídico da empresa pública, da sociedade de economia mista e de suas subsidiárias, no âmbito da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2016/lei/l13303.htm>. Acesso em: 17 set. de 2018.

BRASIL, Lei nº 6.385, de 07 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6385.htm>. Acesso em: 26 de jan. 2019

BRASIL, Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as sociedades por ações. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6404consol.htm>. Acesso em: 13 nov. de 2018.

BRASIL, Ministério Público Federal. MPF. A Lava Jato em números no Paraná. Disponível em: <<https://goo.gl/FDRPT1>> Acesso em: 14 dez. de 2018

BRASIL, Paraná. Lei 18.875, de 27 de Setembro de 2016. Institui o Conselho de Controle das Empresas Estaduais e adota outras providências. Disponível em: <<https://www.legislacao.pr.gov.br/legislacao/pesquisarAto.do?action=exibir&codAto=162810&indice=1&totalRegistros=1>> Acesso em: 18 dez. de 2018.

BRASIL, Parecer nº 1.188, de 2015. Gabinete do Senador Tasso Jereissati. Sobre as emendas apresentadas ao Projeto de Lei do Senado (PLS) nº 555, de 2015, da Comissão Mista instituída pelo ATN nº 3, de 2015 – Responsabilidade das Estatais (CN), que dispõe sobre a responsabilidade das sociedades de economia mista e empresas públicas que especifica, no âmbito da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, e sobre seu estatuto jurídico. Disponível em: <<http://legis.senado.leg.br/sdleg-getter/documento?dm=4159126&disposition=inline>>. Acesso em: 17 nov. de 2017.

BRASIL, Secretaria De Coordenação E Governança Das Empresas Estatais - SEST. A SEST. Revista das Estatais. Ministério do Planejamento, Desenvolvimento e Gestão, v. 1, 2017. Brasília: MP, - 2017. Disponível em:

<file:///C:/Users/felip/Desktop/Revista%20das%20Estatais%205%20-%20Interativa.pdf> Acesso em: 15 dez. de 2018

BRASIL, Supremo Tribunal Federal. **Acórdão na Ação Direta de Inconstitucionalidade nº 1642**. Relator: Ministro Eros Roberto Grau. Julgado em 03/04/2008. Publicado no DJ de 18-09-2008, p.194.

BRASIL, Supremo Tribunal Federal. **Acórdão na Arguição de Descumprimento de Preceito Fundamental nº 46-7/DF**. Relator: Marco Aurélio de Mello. Publicado no DJe nº 35, no dia 26.02.2010. Disponível em: <<http://redir.stf.jus.br/paginadorpub/paginador.jsp?docTP=AC&docID=608504>>. Acesso em: 31 ago. de 2018.

BRASIL, Supremo Tribunal Federal. **Mandado de Segurança nº 26.117**. Relator: Ministro Eros Roberto Grau. Julgamento: 20.05.2009. Publicado no DJ de 06.11.2009.

BRASIL, Supremo Tribunal Federal. **Recurso Extraordinário nº 95.554**. 1ª. Turma. Relator: Ministro Rafael Mayer. Publicado no DJ de 02 abril de 1982.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução Normativa nº 358, de 03 de janeiro de 2002**. Dispõe sobre a divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas, disciplina a divulgação de informações na negociação de valores mobiliários e na aquisição de lote significativo de ações de emissão de companhia aberta, estabelece vedações e condições para a negociação de ações de companhia aberta na pendência de fato relevante não divulgado ao mercado. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst358.html>> Acesso em: 26 de jan. 2019

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução Normativa nº 480, de 07 de dezembro de 2009**. Dispõe sobre o registro de emissoras de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/400/inst480consolid.pdf>> Acesso em: 13 de out. 2018

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução Normativa nº 554, de 17 de dezembro de 2014**. Inclui e altera dispositivos na instrução CVM 539, entre outras. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst554.html>> Acesso em: 26 de jan. 2019.

BRASIL. **Decreto 6.021, de 22 de janeiro de 2007**. Cria a Comissão Interministerial de Governança Corporativa e de Administração de Participações Societárias da União - CGPAR, e dá outras providências. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2007-2010/2007/Decreto/D6021.htm> Acesso em: 03 de jan. de 2019

BRASIL. **Lei nº 12.846, de 01º de agosto de 2013**. Dispõe sobre o estatuto jurídico da empresa pública, da sociedade de economia mista e de suas subsidiárias, no âmbito da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/CCIVIL_03/_Ato2011-2014/2013/Lei/L12846.htm> Acesso em: 25 de jan. 2019

BRASIL. **Lei nº 13.303, de 30 de junho de 2016.** Dispõe sobre o estatuto jurídico da empresa pública, da sociedade de economia mista e de suas subsidiárias, no âmbito da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2016/lei/l13303.htm>. Acesso em: 17 set. de 2018.

BRASIL. **Lei nº 9.478, de 6 de agosto de 1997.** Dispõe sobre a política energética nacional, as atividades relativas ao monopólio do petróleo, institui o Conselho Nacional de Política Energética e a Agência Nacional do Petróleo e dá outras providências. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L9478.htm> Acesso em: 15 de jan. 2019

BRASIL. Ministério da Fazenda. **Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico – OCDE. Aproximação gradual do Brasil com a OCDE.** Disponível em: <<http://www.fazenda.gov.br/assuntos/atuacao-internacional/cooperacao-internacional/ocde>>. Acesso em: 09 dez. de 2018.

BRASIL. **Parecer nº 1.188, de 2015.** Gabinete do Senador Tasso Jereissati. Sobre as emendas apresentadas ao Projeto de Lei do Senado (PLS) nº 555, de 2015, da Comissão Mista instituída pelo ATN nº 3, de 2015 – Responsabilidade das Estatais (CN), que dispõe sobre a responsabilidade das sociedades de economia mista e empresas públicas que especifica, no âmbito da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, e sobre seu estatuto jurídico. Disponível em: <<http://legis.senado.leg.br/sdleg-getter/documento?dm=4159126&disposition=inline>> acesso em: 17 de nov. 2017.

BREGMAN, Daniel. Algumas questões sobre a captura regulatória. *In: Seminário Internacional de Reestruturação e regulação do setor de energia elétrica e gás natural do GESEL-UFRJ.* Rio de Janeiro: UFRJ, 2006. Disponível em: <<https://goo.gl/aveHCV>>. Acesso em: 21 set. de 2018.

BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. A business judgment rule no direito brasileiro: a problemática da recepção da regra pela lei das S.A. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, vol. 74, p. 95 – 115, out - dez/2016

BRITO, Giovani Antonio Silva; *et. al.* Fatores determinantes da estrutura de capital das maiores empresas que atuam no brasil. **Revista de Contabilidade e Finanças da USP**, São Paulo, 2007. nº 43, p. 9-19, Jan./Abr. Disponível em: <<https://www.revistas.usp.br/rcf/article/view/34211/36943>> acesso em: 13 out. de 2018

BRUE, Stanley L.; GRANT, Randy R. **História do Pensamento Econômico.** Tradução da 8. ed. norte-americana, São Paulo: Cengage Learning, 2017.

CALABRESI, Guido. **The cost of accidents** – A legal and economic analysis. New Haven: Yale University Press, 1970.

CAMARGO, André Antunes Soares de. **Transações entre partes relacionadas:** um desafio regulatório complexo e multidisciplinar. 259 f. Tese (Doutorado em Direito). Programa de Pós-graduação em Direito da Universidade de São Paulo, 2012

CAMARGO, João Laudo de. O conselho de administração nas sociedades anônimas. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, São Paulo: RT, vol. 1, p. 167 – 168, Jan. - Abr./1998, DTR/1998/30

CAMPINHO, Sérgio. **Curso de Direito Comercial: sociedade Anônima**. 2. ed., São Paulo: Saraiva, 2018.

CANDELORO, Ana Paula Pinho; RIZZO, Maria Balbina Martins de; PINHO, Vinícius. **Compliance 360º: riscos, estratégias, conflitos e vaidades no mundo corporativo**. São Paulo: Trevisan, 2012.

CARDOSO, André Guskow. Governança Corporativa, Transparência e *Compliance* nas Empresas Estatais: Regime Instituído pela Lei 13.303/2016 *In*: JUSTEN FILHO, Marçal. (org.). **Estatuto Jurídico das Empresas Estatais. Lei 13.303/2016 – Lei das Estatais**. São Paulo: RT, 2017.

CARDOSO, Jaqueline da Silva Torres. A construção da cenografia e do ethos em relação a greve dos caminhoneiros nas páginas da Revista Veja. **Revista Cambiassu**, São Luís/MA, v. 13, n. 22 – Jul./Dez. de 2018.

CARVALHO FILHO, José dos Santos. **Manual de Direito Administrativo**. 27. ed. rev., ampl. e atual. São Paulo: Atlas, 2013.

CARVALHOSA, Modesto. **Acordo de Acionistas**. Homenagem a Celso Barbi Filho. 2. ed., São Paulo: Saraiva, 2015.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas, 2º Volume: arts. 75 a 137: Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações da Lei nº 12.431, de 24 de junho de 2011**. 6. ed., rev. e atual., São Paulo: Saraiva, 2014.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas, 3º Volume: arts. 138 a 205: Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações da Lei nº 12.431, de 24 de junho de 2011**. 6. ed., rev. e atual., São Paulo: Saraiva, 2014.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas, 4º Volume, tomo I: arts. 206 a 242: Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações da Lei nº 11.941, de 27 de maio de 2009, e da Lei nº 12.810, de 15 de maio de 2013**. 6. ed. São Paulo: Saraiva, 2014.

CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de. Abertura e Fechamento de Capital. *In*: CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de. (Coord.) **Sociedade Anônima. 30 anos da Lei 6.404/76**. São Paulo: Quartier Latin, 2007.

CAVALI, Cassio. **O Direito e a Economia da Empresa**. *In*: TIMM, Luciano Beneti (Org.). **Direito e Economia no Brasil**, 2. ed., São Paulo: Atlas, 2014.

CAVALI, Cavalli. **Empresa, Direito e Economia**. Rio de Janeiro: Forense, 2013.

CELLI JUNIOR, Umberto. Teoria Geral da Integração: Em busca de um modelo alternativo. *In*: MERCADANTE, Araminta de Azevedo; *et. al* (Coord.). **Blocos Econômicos e Integração na América Latina, África e Ásia**. Curitiba: Juruá, 2006.

CHIARA, José Tadeu de. **O combate à corrupção: a contribuição do direito econômico**. 2010. 207 f. Tese (Doutorado em Direito). Programa de Pós-graduação em Direito da Universidade de São Paulo, 2010.

CLAUMANN, Ricardo BEZ. **OCDE e Governança Corporativa: construção e legitimação de um modelo**. 180 f. Dissertação (Mestrado em Sociologia Política). Programa de Pós-graduação em Sociologia Política da Universidade Federal de Santa Catarina, 2015.

COASE, Ronald H. The Problem of Social Cost. **Journal Of Law And Economics**, Chicago, v. 3, n. ?, p.1-44, out. 1960.

COASE, Ronald. H., **A Firma, o Mercado e o Direito**. 2. ed., Rio de Janeiro: Forense, 2017.

COASE, Ronald. H., The Nature of the Firm. **Economica** (new series), v. 4, Issue 16, p. 386-405, 1937.

COELHO, Fábio Ulhoa. Parecer Jurídico. *In*: CARVALHOSA, Modesto; *et. al* (Coord.). **A Responsabilidade civil da empresa perante os investidores**. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

COMISSÃO DAS COMUNIDADES EUROPEIAS. **Livro Verde. Promover um quadro europeu para a responsabilidade social das empresas**. Disponível em: <http://www.europarl.europa.eu/meetdocs/committees/empl/20020416/doc05a_pt.pdf> Acesso em: 25 de jan. 2019

COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. 4. ed., Rio de Janeiro: Forense, 2005.

COSTA, Fábio Moraes da; *et. al*. Níveis Diferenciados de Governança Corporativa e Grau de Conservadorismo: Estudo Empírico em Companhias Abertas listadas na BOVESPA. **RCO – Revista de Contabilidade e Organizações – FEARP/USP**, v. 2, n. 2, p. 118-131, 2008. Disponível em: <<https://www.revistas.usp.br/rco/article/view/34709/37447>> Acesso em: 21 nov. de 2018

COSTA, Frederico Lustosa da; MIANO, Vítor Yoshihara. Estatização e desestatização no Brasil: O papel das empresas estatais nos ciclos da intervenção governamental no domínio econômico. **Revista de Gestión Pública**. Chile, 2013. Volume II. Nº 1. Jan./Jun. Disponível em: <<https://goo.gl/36yRCK>>. Acesso em: 31 ago. de 2018.

COYLE, John F. Altering Rules, Cumulative Voting and Venture Capital. **Utah Law Review**. Vol. 2016, nº 04, article 02.

CRUZ, José Elenilson. A Teoria dos Stakeholders na perspectiva jurídica da Teoria da Agência: um ensaio teórico. **Revista FOCO**, v. 11, n. 2, p. 207-223, 2018. Disponível em: <<file:///C:/Users/c802494/Downloads/566-2292-1-PB.pdf>> Acesso em: 16 nov. de 2018

CRUZ, José Raimundo Gomes da. Sociedade de Economia Mista. **Revista de Direito Administrativo**. Rio de Janeiro: FGV, 1974. nº 116, p. 487-500, abr./jun.

CUNHA, Leonardo Carneiro da. **A Fazenda Pública em Juízo**. São Paulo: Dialética, 2012.

CUNHA, Rodrigo Ferraz Pimenta da. **Estrutura de Interesses nas Sociedades Anônimas**. Hierarquia e Conflitos. São Paulo: Quartier Latin, 2007.

CVM. Comissão de Valores Mobiliários. **Cartilha de recomendações da CVM sobre governança corporativa**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisooes/anexos/0001/3935.pdf>> Acesso em: 31 de jan. 2019

CVM. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo: 19957008923/2016-12**. Relator: Pablo Renteria. Julg: 08 de ago. 2017. Disponível em: <<https://bit.ly/2GYRCxO>> Acesso em: 30 de jan. 2019

DANTAS, Ivo. O Econômico e o Constitucional. **Revista de Direito Administrativo**. Rio de Janeiro, 1995. nº 200, p. 55-69, abr./jun. Disponível em: <<file:///C:/Users/felip/Downloads/46526-96346-1-PB.pdf>> acesso em: 11 jul. de 2018

DANTAS, Ivo. **Teoria do Estado Contemporâneo**. 2. ed. rev., atual. e ampl., São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2013.

DAROS JR, Armando. A presença da OCDE no Brasil no contexto da avaliação educacional. **Jornal de Políticas Educacionais**, n. 13, p. 13–20, 2013. Disponível em: <<https://revistas.ufpr.br/jpe/article/view/29148/22141>> Acesso em: 07 de dez. 2018

DEMETERCO NETO, Antenor de Figueiredo. STRUECKER, Fernando Almeida. Teoria da Captura. In: PEREIRA RIBEIRO *et. al.* (org). **Análise Econômica do Direito: justiça e desenvolvimento**. Curitiba: CRV, 2016, pp. 27-33.

DEPARTAMENTO INTERSINDICAL DE ESTATÍSTICA E ESTUDOS SOCIOECONÔMICOS. DIEESE. **Nota Técnica**, nº 189, jan./2018. Disponível em: <<https://goo.gl/cSna78>> Acesso em: 13 de dez. 2018

DERZI, Misabel Abreu Machado. **O princípio da preservação das empresas e o direito a economia de impostos**. In: ROCHA, Valdir de Oliveira. (Org.). **Grandes Questões atuais do Direito Tributário**. São Paulo: Dialética, 2006, v. 10, p. 336- 359

DI PIETRO, Maria Sylvia Zanella. **Direito Administrativo**. 21. ed., São Paulo: Atlas. 2008.

DI PIETRO, Maria Sylvia Zanella. **Parcerias na Administração Pública**. Concessão, Permissão, Franquia, Terceirização, Parceria Público-Privada e outras Formas. 9. ed., São Paulo: Atlas. 2012.

DIÉGUEZ, Gonzalo; VALSANGIACOMO, Agustina. El péndulo del mercado al Estado: ¿qué pasó con las empresas públicas en la última década en Argentina?. **Documento de Políticas Públicas/Análisis**, n. 178. Buenos Aires: CIPPEC. 2016. Disponível em: <<https://www.cippec.org/wp-content/uploads/2017/03/977.pdf>> Acesso em: 14 dez. de 2018

DONALDSON, Lex; DAVIS, James H. Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns. **Australian Journal of Management**, 16, 1, 1991. Disponível em:

<<https://pdfs.semanticscholar.org/b226/d681d20fb646b147ecb3f452fb5de2269cb7.pdf>
> Acesso em: 05 dez. de 2018

DUTRA, Marcos Galileu Lorena; SAITO, Richard. Conselhos de administração: análise de sua composição em um conjunto de companhias abertas brasileiras. **Revista de Administração Contemporânea**, vol.6, nº 2, Curitiba, Mai./Ago. 2002.

EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S.A. Comentada. Artigos 138 ao 205**. Vol. III, 2. ed., São Paulo: Quartier Latin. 2015.

ENRIQUES, Luca; *et. al.* A estrutura de governança básica: acionistas minoritários e grupos não acionistas. *In*: KRAAKMAN, Reinier; *et. al.* **A Anatomia do Direito Societário**. Uma abordagem comparada e funcional. Tradução: Mariana Pargendler. 3. ed., São Paulo: Singular, 2018, p. 111-162

FAMA, Eugene F.; JENSEN, Michael C. Separation of Ownership and Control. **Journal of Law & Economics**, vol. XXVI, nº 2, Corporations and Private Property: A conference sponsored by the Hoover Institution, pp. 301-325, jun./1983.

FAMA, Eugene F; *et. al.* The Adjustment of Stock Prices to New Information (February 15, 1969). **International Economic Review**, Vol. 10, February 1969.

FAMÁ, Rubens; *et al.* Governança Corporativa em empresas familiares: um estudo bibliométrico e análise de redes sociais. **Revista Eletrônica de Administração**, ISSN: 1679-9127, v. 12, n. 2, ed. 23, 2013.

FAMÁ, Rubens; GRAVA, João William. Teoria da Estrutura de Capital – As discussões persistem. **Caderno de Pesquisas em Administração**, São Paulo, v. 1, n. 11, 2000. Disponível em: <<http://www.regeusp.com.br/arquivos/C11-art04.pdf>> acesso em: 18 jan. de 2018.

FARACO, Alexandre Ditzel. **Regulação e Direito Concorrencial (as telecomunicações)**. São Paulo: Livraria Paulista, 2003.

FARINA, Elizabeth Maria Mercier Querido; *et. al.* **Competitividade: Mercado, Estado e Organizações**. São Paulo: Singular Editora, 1997.

FEIJÓ, Carmen Aparecida; VALENTE, Elvio. A Firma na teoria econômica e como unidade de investigação estatística. Evolução nas conceituações. **Revista de Economia Contemporânea**, Rio de Janeiro, n. 8 (2), p. 351-376, 2004. Disponível em: <http://www.ie.ufrj.br/images/pesquisa/publicacoes/rec/REC%208/REC_8.2_05_A_firma_na_teor%C3%ADa_econ%C3%B4mica_e_como_unidade_de_investigacao_estatistica.pdf> Acesso em: 26 nov. de 2018

FIANI, Ronaldo. Afinal, a quais interesses serve a regulação? **Revista Economia e Sociedade**. Campinas, 2004. v. 13, n. 2 (23), p. 81-105, jul./dez. Disponível em: <<file:///C:/Users/c802494/Downloads/Fiani.pdf>> acesso em: 20 set. de 2018

FIDALGO, Carolina Barros. **O estado empresário: regime jurídico das tradicionais e novas formas de atuação empresarial do estado na economia brasileira**. 347f. Dissertação (Mestrado em Direito). Programa de Pós-graduação em Direito da Universidade Federal do Rio de Janeiro, 2012.

FOLHA DE S. PAULO. Petrobras cria blindagem contra o governo. Estatal incluiu regras que obrigam União a cobrir prejuízo de políticas intervencionistas. **Folha de São Paulo**. 2018. Disponível em: <<https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2018/02/petrobras-cria-blindagem-contra-o-governo.shtml>> Acesso em: 15 de jan. 2019

FONTE, Felipe de Melo. Supervisão ministerial e controle societário de empresas estatais: três standards para um modelo de complementaridade e limitação. *In*: ARAGÃO, Alexandre Santos de (Coord.). **Empresas Públicas e Sociedades de Economia Mista**. Belo Horizonte: Fórum, 2015.

FONTES FILHO, Joaquim Rubens. **Estudo da Validação de Generalização das Práticas de Governança Corporativa ao Ambiente dos Fundos de Pensão: Uma análise segundo as teorias da agência e institucional**. 196 f. Tese (Doutorado em Administração). Fundação Getúlio Vargas do Rio de Janeiro – Escola Brasileira de Administração Pública e de Empresas. 2004.

FONTES FILHO, Joaquim Rubens; ALVES, Carlos Francisco. Mecanismos de controle na governança corporativa das empresas estatais: uma comparação entre Brasil e Portugal. **Cadernos EBAPE/FGV**, v. 16, nº 1, Rio de Janeiro, Jan./Mar. 2018 Disponível em: <http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S167939512018000100002&lng=pt&tlng=pt> Acesso em: 31 out. de 2018

FONTES FILHO, Joaquim Rubens; PICOLIN, Lidice Meireles. Governança Corporativa em Empresas Estatais: avanços, propostas e limitações. **Revista de Administração Pública**. Rio de Janeiro: FGV, p. 1165-1188, 2008. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/rap/v42n6/07.pdf>> Acesso em: 04 out. de 2018.

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo Novaes; **Conflito de Interesses nas Assembleias de S.A.** 2. ed. rev. e ampl., São Paulo: Malheiros, 2014.

FRANZOLIN, Claudio José. **Lições de Teoria Geral do Direito**. São Paulo: Atlas, 2013.

FRAZÃO, Ana. **Função Social da Empresa**. *In*: COELHO, Fábio Ulhoa; ALMEIDA, Marcus Elidius Michelli de. (Coord) Enciclopédia Jurídica da PUCSP. Direito Comercial. Tomo 4. São Paulo, 2018. Disponível em: <<https://enciclopediajuridica.pucsp.br/verbete/222/edicao-1/funcao-social-da-empresa>> Acesso em: 12 nov. de 2018

FRAZÃO, Ana. **O abuso de poder de controle na Lei das Estatais**. *In*: NORONHA, João Otávio de; et. al. (Coord.) Estatuto Jurídico das Estatais. Análise da Lei nº 13.303/2016. Belo Horizonte: Fórum, 2017.

FRAZÃO, Ana; CARVALHO, Angelo Gamba Prata de. Responsabilidade Social Empresarial. *In*: FRAZÃO, Ana (Org.). **Constituição, Empresa e Mercado**. Brasília: FD/UnB, 2017. Disponível em: <https://www.academia.edu/30978584/Responsabilidade_social_empresaial._In_FRAZAO_Ana_Org._.Constitui%C3%A7%C3%A3o_Empresa_e_Mercado._Bras%C3%ADlia_FD_UnB_2017> Acesso em: 16 nov. de 2018

FREIRE, André Luiz. **O regime de direito público na prestação de serviços públicos por pessoas privadas**. 431 f. Tese (Doutorado em Direito). Programa de Pós-graduação em Direito da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, 2013

FREITAS, Juarez. Teoria da Regulação Administrativa Sustentável. **RDA – Revista de Direito Administrativo**, Rio de Janeiro, 2015. v. 270, p. 117-145, set./dez. Disponível em: <file:///C:/Users/c802494/Downloads/58739-125103-1-PB.pdf> acesso em: 21 set. de 2018.

FURUTA, Fernanda; SANTOS, Arioaldo dos. **Comitê de Auditoria versus Conselho Fiscal Adaptado: a visão dos analistas de mercado e dos executivos das empresas que possuem ADRs**. Revista Contabilidade & Finanças, USP, São Paulo, v. 21, n. 53, maio/agosto 2010. Disponível em: <http://www.scielo.br/pdf/rcf/v21n53/05.pdf> Acesso em: 20 dez. de 2018

GABARDO, Emerson. **Interesse público e subsidiariedade**. Belo Horizonte: Fórum, 2009

GABARDO, Emerson; CASTELA, Gabriel Morettini. A nova lei anticorrupção e a importância do compliance para as empresas que se relacionam com a Administração Pública. **Revista de Direito Administrativo e Constitucional**. Belo Horizonte-MG, ano 15, n. 60, p. 129-174, abr./jun. 2015

GARCIA, Emerson. A corrupção. Uma visão jurídico-sociológica. Revista Fórum Administrativo – Direito Público - FA, Belo Horizonte, ano 3, nº 30, ago./2003. Disponível em: <http://www.bidforum.com.br/PDI0006.aspx?pdiCntd=3820>. Acesso em: 25 jan. 2019

GENNARI, Adilson Marques. Globalização, Neoliberalismo e Abertura Econômica no Brasil nos anos 90. **Revista Pesquisa & Debate**. São Paulo, v. 13, n. 1, p. 30-45, 2002. Disponível em: <file:///C:/Users/felip/Downloads/12029-28857-1-SM.pdf> Acesso em: 15 dez. de 2018

GICO JR, Ivo Teixeira. Introdução ao Direito e Economia. *In*: TIMM, Luciano Benetti (Org.). **Direito e Economia no Brasil**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2014.

GICO JR, Ivo Teixeira. Metodologia e Epistemologia da Análise Econômica do Direito. **Economic Analysis of Law Review**, v. 01, nº 01, p. 7-32, jan./jun. 2010.

GODINHO, Rodrigo de Oliveira. **A OCDE em rota de adaptação ao cenário internacional : perspectivas para o relacionamento do Brasil com a Organização**. Trabalho apresentado originalmente como tese no LXII Curso de Altos Estudos do Instituto Rio Branco, 319 p., 2017. Brasília: FUNAG, 2018. Disponível em: <http://funag.gov.br/loja/download/A-OCDE-EM-ROTA-DE-ADAPTACAO-AO-CENARIO.pdf> Acesso em: 08 dez. de 2018

GODOY, Arnaldo Sampaio Moraes. Direito e Economia: Introdução ao movimento law and economics. **Revista Jurídica da Presidência da República**, Brasília, v. 7, n. 73, p.01-10, jun./jul. 2005.

GOMES, Gustavo Maia; DOWELL, Maria Cristina Mac. **Descentralização Política, Federalismo Fiscal e Criação de Municípios: O que é mau para o Econômico nem sempre é bom para o Social**. Brasília: IPEA, 2000. Texto para discussão nº 706.

Disponível em: <http://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/2339/1/TD_706.pdf>
acesso em: 13 set. de 2018

GRAU, Eros Roberto. **A Ordem Econômica na Constituição de 1988**. Interpretação e Crítica. 13. ed., São Paulo: Malheiros, 2008.

GRAU, Eros Roberto. Lucratividade e função social nas empresas sob controle do Estado. **Revista de Direito Mercantil**, São Paulo, v. 23, n. 55, p. 35-59, 1984.

GROBOCOPATEL, Andrea M. ¿Por qué hablar de Gobierno Corporativo. **Revista de la Bolsa de Comercio de Rosario**, p. 22-26, 2011. Disponível em: <<https://goo.gl/wQky1u>> Acesso em: 18 jan. de 2018

GROTTI, Dinorá Adelaide Musetti. **O Serviço Público e a Constituição Brasileira de 1988**. São Paulo: Malheiros, 2003.

GRUPO DE TRABALHO DA ABBI – FEBRABAN. **Documento Consultivo**. Função de Compliance. Disponível em: <<https://bit.ly/2HBxDXT>>. Acesso em: 29 de dez. 2017

GUERRA, Sandra. **Os papéis do Conselho de Administração em empresas listadas no Brasil**. São Paulo, 2009, 214 p., Dissertação (Mestrado em Administração), Universidade de São Paulo, 2009.

GUIA, Leandro Dias; et. al. O impacto de disclosure sobre o desempenho das empresas brasileiras listadas na NYSE. **REUNA**, Belo Horizonte - MG, Brasil, v.22, n.3, Jul. – Set. 2017, P. 74-91.

GUTIERREZ V. Paola. **Gobierno Corporativo en Latinoamerica**. ¿Cómo vem los inversionistas las prácticas empresariales de los países latinoamericanos? p. 1-8
Disponível em: <http://www.fasecolda.com/files/7513/8427/1892/gobierno_corporativo_en_latinoamerica.pdf>. Acesso em: 19 jan. de 2018

HACHEM, Daniel Wunder. A noção constitucional de desenvolvimento para além do viés econômico – Reflexos sobre algumas tendências do direito Público brasileiro. **Revista de Direito Administrativo & Constitucional**. Belo Horizonte: Fórum, 2013. Ano 13, nº 53, p. 133-168, jul./set.

HAMMER, Janet; PIVO, Gary. The Triple Bottom Line and Sustainable Economic Development Theory and Practice. **Economic Development Quartely**, v. 1, nº 12, Arizona, 2016. Disponível em:

HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. **The end of history for corporate law**. Discussion Paper n. 280, Harvard Law School, Cambridge, p. 1-34, 2000. Disponível em: http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/papers/pdf/280.pdf> Acesso em: 16 nov. de 2018

HART, Oliver. An Economist's Perspective on the Theory of the Firm. **Columbia Law Review**, v. 89, n. 7, Contractual Freedom in Corporate Law, p. 1757-1774, 1989. Disponível em: <<http://www.jstor.org/stable/1122818>> Acesso em: 26 nov. de 2018

HENDRY, Kevin; KIEL, Geoffrey C., The Role of the Board in Firm Strategy: Integrating Agency and Organisational Control Perspectives. **Corporate Governance: An International Review**, Vol. 12, No. 4, pp. 500-520, October 2004.

IBGC, Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Governança Corporativa**. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/index.php/governanca/governanca-corporativa>>. Acesso em: 15 jan. de 2018.

IBGC, Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Histórico**. Disponível em: <<https://www.ibgc.org.br/ibgc/o-ibgc/historico>>. Acesso em: 21 nov. de 2018.

IBGC, Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Princípios básicos**. Disponível em: <<https://www.ibgc.org.br/governanca/governanca-corporativa/principios-basicos>>. Acesso em: 18 dez. de 2018.

IBGC, Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Sobre**. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/index.php/governanca/governanca-corporativa>>. Acesso em: 15 jan. de 2018.

IBGC. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. 5.ed., Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, São Paulo: IBGC, 2015.

IBGC. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Orientações sobre comitês de auditoria: melhores práticas no assessoramento ao conselho de administração**. São Paulo, SP: IBGC/IBRACON, 2017.

JENSEN, Michael Cole; MECKLING, William Henry. Teoria da firma: comportamento dos administradores, custos de agência e estrutura de propriedade. **Revista de Administração de Empresas – Clássicos**. V. 48, nº 2, abr./jun. 2008, p. 87-125 Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/rae/v48n2/v48n2a13.pdf>> acesso em: 03 nov. de 2018

JUSTEN FILHO, Marçal. A Lei 13.303/2016, A criação das empresas estatais e a participação minoritária em empresas privadas. *In*: JUSTEN FILHO, Marçal. (org.). **Estatuto Jurídico das Empresas Estatais. Lei 13.303/2016 – Lei das Estatais**. São Paulo: RT, 2017.

JUSTEN FILHO, Marçal. **Curso de Direito Administrativo**. 10. ed., rev. atual. e ampl., São Paulo: RT. 2014.

KLANN, Roberto Carlos. et. al. Influência do Risco Moral e da Accountability nas tomadas de decisões. **Revista Contabilidade Vista & Revista**, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, v. 25, n. 1, p. 99-118, jan./abr. 2014.

LA PORTA, R; SHLEIFER, A; *et. al.* Law and Finance. **Journal of Political Economy**, v. 106, p. 1113-1155, 1998.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei. Corporate Ownership Around the World. **The Journal of Finance**, Vol. LIV, nº 2, apr./1999.

LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **A lei das S.A**, Rio de Janeiro: Renovar, 1992, p. 155

LARRATE, Marco. **Governança Corporativa e Remuneração dos Gestores**. São Paulo: Atlas, 2013, p. 61

LEAL, Ricardo Pereira Câmara; SAITO, Richard. Finanças Corporativas no Brasil. **Revista de Administração de Empresas Eletrônica da FGV-EAESP**, v. 2, n. 2, jul-dez/2003 Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/raeel/v2n2/v2n2a05>>. Acesso em: 15 out. de 2018

LEAL, Ricardo Pereira Câmara; SAITO, Richard. Finanças Corporativas no Brasil. **Revista de Administração de Empresas Eletrônica da FGV-EAESP**, v. 2, n. 2, jul-dez/2003.

LEONHARDT, Roberta Danelon; MOTA, Guilherme de D'Almeida. Compliance Ambiental: Um Importante Instrumento para a Consolidação da Sustentabilidade Ambiental Corporativa. **Cadernos FGV Projetos, Compliance, Gestão e Cultura Corporativa**, ano 11, n. 28, nov/2016.

LIMA JUNIOR, Olavo Brasil. As administrativas no Brasil: modelos, sucessos e fracassos. **Revista do Serviço Público**. Brasília, 1998. Ano 49, nº 2, abr./jun. p. 5-32. Disponível em: <<http://repositorio.enap.gov.br/bitstream/1/1490/1/1998%20Vol.49%2cn.2%20J%C3%BAnior.pdf>>. Acesso em: 04 set. de 2018.

LIMA, Osmar Brina Corrêa. **Sociedade Anônima**. 3. ed., rev. e atual., Belo Horizonte: Del Rey, 2005.

LIMA, Romeu Eugênio de; *et. al.* Conflitos de Agência: Um estudo comparativo dos aspectos inerentes a empresas tradicionais e cooperativas de crédito. **RCO – Revista de Contabilidade e Organizações – FEARP/USP**, v. 2, n. 4, p. 148 - 157 set./dez. 2008.

LOPES JÚNIOR, Elias Pereira. Influência da corrupção nos gastos das empresas estatais. **Revista de Administração Pública**. Rio de Janeiro 52(4):695-711, jul./ago. 2018.

MACHADO, Rafael Bicca; DIAS, Jean Carlos. Análise Econômica do Processo. *In*: TIMM, Luciano Benetti (Org.). **Direito e Economia no Brasil**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2014.

MACKAAY, Ejan; ROUSSEAU, Stéphane. **Análise Econômica do Direito**. Tradução: Rachel Sztajn. 2. ed., São Paulo: Atlas, 2015.

MALACRIDA, Mara Jane Contrera; YAMAMOTO, Marina Mitiyo. Governança corporativa: nível de evidenciação das informações e sua relação com a volatilidade das ações do Ibovespa . **Revista Contabilidade & Finanças**, 17(spe), 65-79.

MAMEDE, Gladston. **Direito Empresarial Brasileiro**. Empresa e Atuação Empresarial. 10. ed. rev. e atual., São Paulo: Atlas, 2018.

MANKIW, Nicholas Gregory. **Princípios de Microeconomia**. Tradução da 6. ed. norte-americana: Allan Vidigal Hastings e Elisete Paes e Lima. São Paulo: Cengage Learning, 2013.

MARINO, Anthony M.; MATSUSAKA, John G. Decision Processes, Agency Problems, and Information: An Economic Analysis of Budget Procedures (August 2001). **USC Finance & Business Econ. Working Paper** No. 01-5.

MARRARA, Thiago. Defesa da concorrência x regulação setorial: o que mudou com a lei de 2011? **Revista de Direito Público da Economia – RDPE, Belo Horizonte**, ano 13, nº 50, p. 245-246, abr./jun. 2015

MARTINEZ, Soares. **Economia Política**. 11. ed. rev. e atual., Coimbra: Almedina, 2010.

MARTINS, Orleans Silva; PAULO, Edilson. Assimetria de Informação na Negociação de Ações, Características Econômico-Financeiras e Governança Corporativa no Mercado Acionário Brasileiro. **Revista de Contabilidade e Finanças – USP**, São Paulo, v. 25, n. 64, p. 33-45, jan./fev./mar./abr. 2014.

MASSO, Fabiano Del. **Direito Econômico**. São Paulo: Método, 2013.

MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. **Direito dos Valores Mobiliários**. Vol. I, Tomo I, São Paulo: FGV, 2015.

MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. **Direito dos Valores Mobiliários**. Vol. I, Tomo II, São Paulo: FGV, 2015.

MAZZUCATO, Mariana. **O Estado Empreendedor**. Desmascarando o mito do setor público vs. Setor privado. Tradução: Elvira Serapicos. São Paulo: Portfolio Penguin, 2014.

MEDAUAR, Odete. **Direito administrativo moderno**. 21. ed. Belo Horizonte: Fórum, 2018.

MEIRELLES, Hely Lopes. **Direito Administrativo Brasileiro**. 35. ed. São Paulo: Malheiros, 2009.

MELLO, Celso Antonio Bandeira de. **Curso de Direito Administrativo**. 25. ed. rev. e atual. São Paulo: Malheiros, 2008.

MENDES, Gilmar Ferreira. Aspectos constitucionais do regime jurídico das empresas estatais. *In*: NORONHA, João Otávio; et. al. (Coord.). **Estatuto Jurídico das Estatais**. Análise da Lei 13.303/2016. Belo Horizonte: Fórum, 2017.

MENDES, Gilmar Ferreira. **Curso de Direito Constitucional**. 2. ed. rev. e atual., São Paulo: Saraiva, 2008.

MESQUITA, Krislâne Maria Pereira; *et. al.* Impacto da reconfiguração dos passivos contingentes no desempenho financeiro: Uma análise nas empresas brasileiras do setor de energia elétrica. **Revista Reflexão Contábil da UEM**, Maringá, vol. 37, nº 1, 2018.

MESSINA, Gabriel. Teoria da Agência e Política de Dividendos. *In*: POMPEU, Ivan Guimarães; et. al. **Estudos sobre negócios e contratos**. Uma perspectiva internacional a partir da Análise Econômica do Direito. São Paulo: Almedina, 2017, p. 166

MILHAUPT, Curtis J.;PARGENDLER, Mariana, Governance Challenges of Listed State-Owned Enterprises Around the World: National Experiences and a Framework for Reform (April 1, 2017). **Cornell International Law Journal**, Vol. 50, No. 3 (2017 Forthcoming); **European Corporate Governance Institute (ECGI) - Law Working Paper** No. 352/2017; **FGV Direito SP Research Paper Series** No. 155; **NYU Law and Economics Research Paper** No. 17-12; **Columbia Law and Economics Working Paper** No. 566. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=2942193>> Acesso em 09 de jan. 2019

MILLER, Geoffrey P., The compliance function: an overview. **New York University Law and Economics Working Papers. Paper** 393. PP. 1-19. 2014.

MIRANDA, Patrícia Curci de Moura. A participação social como medida preventiva contra corrupção prevista na Convenção da OEA. **Revista Brasileira de Estudos da Função Pública – RBEFP**, Belo Horizonte, ano 6, n. 16, jan./abr. 2017.

MONCADA, Luís Solano Cabral de. **Direito Económico**. 4. ed. rev. e atual. Lisboa: Coimbra Editora, 2003.

MORAIS, Daniela Alves de; SOUZA, Romina Batista de Lucena de. **Análise da situação econômico-financeira nas demonstrações contábeis da Eletrobras entre 1998 e 2015**. 27p. (Trabalho de Conclusão de Graduação). Bacharel em Contabilidade. UFRGS, Porto Alegre, 2016.

MOREIRA NETO, Diogo de Figueiredo. **Curso de Direito Administrativo**. Parte Introdutória, Parte Geral e Parte Especial. 16. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Forense. 2014.

MOREIRA NETO, Diogo de Figueiredo. **Ordem Econômica e Desenvolvimento na Constituição de 1988**. Rio de Janeiro: Editora APEC, 1989.

MOREIRA, Egon Bockmann. O Direito Administrativo Contemporâneo e a Intervenção do Estado na Ordem Econômica. **REDAE – Revista Eletrônica de Direito Administrativo Econômico**. Salvador, 2005. nº 01, fevereiro/março/abril. Disponível em: <<https://direitoepoliticaeconomica.files.wordpress.com/2012/03/o-direito-administrativo-contemporaneo-e-a-intervencao-do-estado-na-ordem-economica.pdf>>. Acesso em: 09 de jul. 2018

MOREIRA, Vital Martins. **Economia e Constituição**. Coimbra Editora: Coimbra, 1974.

MUKAI, Toshio. **O Direito Administrativo e os Regimes Jurídicos das Empresas Estatais**. 2. ed., rev. e ampl. Belo Horizonte: Fórum, 2004.

NASSIF, Elaina; Crisomar Lobo de Souza. Conflitos de Agência e Governança Corporativa. **Caderno de Administração. Revista do Departamento de Administração da FEA/PUCSP**, v. 7, n. 01, p. 01-20, 2013. Disponível em: <[file:///C:/Users/felip/Downloads/9496-73555-1-PB%20\(1\).pdf](file:///C:/Users/felip/Downloads/9496-73555-1-PB%20(1).pdf)> acesso em: 03 de nov. 2018

NOHARA, Irene Patrícia. **Direito Administrativo**. 4. ed. atual. e rev. São Paulo: Atlas, 2014.

NOHARA, Irene. **Reforma Administrativa e Burocracia**. Impacto da Eficiência na Configuração do Direito Administrativo Brasileiro. São Paulo: Atlas, 2012.

NORTH, Douglass C. **Institutions, Institutional Change and Economic Performance**. Cambridge: Cambridge University Press, 1990.

OCDE. **Diretrizes da OCDE sobre Governança Corporativa de Empresas Estatais**, 2015. Disponível em: <<https://doi.org/10.1787/9789264181106-pt>> Acesso em: 09 de dez. 2018

OCDE. **Estudo Multidimensional do Paraguai. Análise detalhada e recomendações**. Cento de Desenvolvimento da OCDE. Vol. 2. Disponível em: <https://read.oecd-ilibrary.org/development/estudio-multidimensional-de-paraguay_9789264306226-es#page1> Acesso em: 26 jan. de 2018

OCDE. **Members and Partners**. Disponível em: <<http://www.oecd.org/about/membersandpartners/>> Acesso em: 09 dez. de 2018

OCDE. **Os Princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades**, 2004. Disponível em: <<https://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/33931148.pdf>>. Acesso em: 02 de nov. 2018

OLIVEIRA, Fernão Justen de. Os administradores das empresas estatais. *In*: JUSTEN FILHO, Marçal (org.). **Estatuto Jurídico das Empresas Estatais. Lei 13.303/2016 – Lei das Estatais**. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2017.

OLIVEIRA, Gesner. O triângulo perverso da corrupção: corrupção razoável, monopólio e corrupção necessária. *In*: FERRAZ JR., Tercio Sampaio; et. al. (Orgs.) **Poder Econômico: direito, pobreza, violência e corrupção**. Barueri, SP: Manole, 2009, p.165

OLIVEIRA, Regis Fernandes de. **Curso de Direito Financeiro**. 2. ed., rev. e atual. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2008.

ONU – ORGANIZAÇÃO DAS NAÇÕES UNIDAS. **Pacto Global**. Disponível em: <<http://www.pactoglobal.org.br/>> Acesso em: 25 de jan. 2019

PAIVA, Alfredo de Almeida. As Sociedades de Economia Mista e as Empresas Públicas como instrumentos jurídicos a serviço do Estado. **Revista de Direito Administrativo**. São Paulo, 1960 nº 60, p. 1-15, abr./jun.

PARAGUAY. Banco Central del Paraguay. **Reglamento que establece los estándares mínimos para un buen gobierno corporativo**. Disponível em: <<https://goo.gl/Qb78yF>> Acesso em: 26 jan. de 2018

PARAGUAY, Ministerio de Hacienda de la República del Paraguay. **Código Arandu**. Disponível em: <http://www.economia.gov.py/application/files/4414/8734/1145/Decreto_N_6381_16_Codigo_Arandu.pdf> Acesso em: 26 jan. de 2018

PARAGUAY. Ministerio de Hacienda de la República del Paraguay. **Gobierno Corporativo em Paraguay: desafío que busca empresas públicas más eficientes**. Disponível em: <<https://goo.gl/cNMvML>> acesso em: 26 jan. de 2018

PARAGUAY. Ministerio de Hacienda de la República del Paraguay. Seminario. **Marco institucional de la organización de propiedad y supervisión de las empresas públicas**, 2010, Asunción – PY Disponível em: <<http://www.hacienda.gov.py/web-hacienda/pub019.pdf>> Acesso em: 26 jan. de 2018

PARENTE, Norma Jonssen. Governança Corporativa. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, São Paulo: RT, vol. 15, p. 81, Jan./2002, DTR/545

PARGENDLER, Mariana. Responsabilidade Civil dos Administradores e Business Judgement Rule no Direito Brasileiro. **Revista dos Tribunais**, vol. 953, p. 51-74, mar./2015

PARGENDLER, Mariana; *et. al.* A Estrutura de Governança Básica: acionistas minoritários e grupos não acionistas. *In*: KRAAKMAN, Reinier; *et al.* **A Anatomia do Direito Societário**. Uma abordagem comparada e funcional. Tradução: Mariana Pargendler. 3. ed., São Paulo: Singular, 2018, p. 163

PELEIAS, Ivam Ricardo; *et. al.* Comitê de auditoria ou órgãos equivalentes no contexto da Lei Sarbanes-Oxley: estudo da percepção dos gestores de empresas brasileiras emitentes de American Depositary Receipts – ADRs. **Revista Contabilidade Vista & Revista**, ISSN 0103-734X, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, v. 20, n. 1, p. 41-65, 2009.

PEREIRA, José Matias. **Governança no Setor Público**. São Paulo: Atlas, 2010.

PEREIRA, José Matias. Reforma do Estado e Controle da Corrupção no Brasil. **Caderno de Pesquisas em Administração**, São Paulo, v. 12, n. 2, p. 1-17, abril/junho 2005.

PEREIRA, Luiz Carlos Bresser. Da administração pública burocrática à gerencial. **Revista do Serviço Público**. Brasília, 1996. Ano 47, vol. 120, nº 01, jan./abr. p. 7-40. Disponível em: <<https://bit.ly/2RLKBDp>>. Acesso em: 04 set. de 2018.

PEREIRA, Marcelo. A Escola do Serviço Público. **Revista Diálogo Jurídico**. Salvador, 2002. nº 11, fev. Disponível em: <<http://egov.ufsc.br/portal/sites/default/files/anexos/19884-19885-1-PB.pdf>>. Acesso em 30 set. de 2018.

PERTENCE, João Paulo Sepúlveda. **Voto-Vista no julgamento da Ação Direta de Inconstitucionalidade nº 234/RJ**. Relator: Néri da Silveira. Julgado em 22/06/1995. Publicado no DJ de 15/09/1995. Disponível em: <<http://redir.stf.jus.br/paginadorpub/paginador.jsp?docTP=AC&docID=266261>> Acesso em: 02 de out. 2018

PETROBRAS. **Estatuto Social**. Disponível em: <<http://www.investidorpetrobras.com.br/pt/governanca-corporativa/instrumentos-de-governanca/estatuto-social>> Acesso em: 14 de jan. de 2019

PINHEIRO, Armando Castelar; GIAMBIAGI, Fabio. **As Empresas Estatais e o Programa de Privatização do Governo Collor**. Brasília: IPEA, 1992, Texto para Discussão nº 261. Disponível em: <http://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/1540/1/td_0261.pdf> acesso em: 23 ago. de 2018.

PINHEIRO, Juliano Lima. **Mercado de Capitais. Fundamentos e Técnicas**. 7. ed., São Paulo: Atlas, 2014.

PINTO JUNIOR, Mario Engler. A Governança das Empresas Estatais: Balanço e Perspectivas. *In*: ROSSETI, Maristela Abla; PITTA, Andre Grunspun. (Coord.) **Governança Corporativa**. Avanços e Retrocessos. São Paulo: Quartier Latin, 2017, p. 695)

PINTO JUNIOR, Mario Engler. **Empresa Estatal – Função Econômica e Dilemas Societários**. São Paulo: Atlas, 2013.

PINTO JUNIOR, Mário Engler. **O Estado como acionista controlador**. 2009. 517 f. Tese (Doutorado em Direito). Programa de Pós-graduação em Direito da Universidade de São Paulo, 2009.

PINTO, Henrique Motta. A autarquização das empresas estatais na jurisprudência do Supremo Tribunal Federal: um obstáculo para as reformas na administração pública. **Cadernos Gestão Pública e Cidadania**, v. 15, nº 57, São Paulo, 2010.

PINTO, Henrique Motta. PINTO JUNIOR, Mário Engler. **Empresas estatais**. Coleção direito econômico. São Paulo : Saraiva, 2013

PITTA, André Grunspun Pitta. **O regime de informações das companhias abertas**. São Paulo: Quartier Latin, 2013, p. 67

PONDÉ, João Luiz Simas Pereira de Souza. **Processos de Seleção, Custos de Transação e a Evolução das Instituições Empresariais**. 162f. Tese. (Doutorado em Ciências Econômicas). Instituto de Economia da UNICAMP. 2000

PORTUGAL. **Decreto-lei 133, de 03 de outubro de 2013**. Institui o novo regime jurídico do sector público empresarial. Disponível em: <https://dre.pt/web/guest/legislacao-consolidada/-/c/107738401/20190111225/diploma?_LegislacaoConsolidada_WAR_drefrontofficep ortlet_rp=indice> Acesso em: 11 de jan. de 2019

PRADO, Luiz Carlos Delorme. Mercosul como opção estratégica de integração: notas sobre a teoria da integração e estratégias de desenvolvimento. **Ensaio FEE**, Porto Alegre, v. 18, n. 1, p. 276-299, 1997.

PROCIANOY, Jairo Laser; KWITKO, Leonardo Costa. Ações empresas brasileiras e suas ADR's: uma nota sobre datas ex-dividend. **Revista Brasileira de Economia**, vol.61, nº. 01, Rio de Janeiro, Jan./Mar. 2007.

RAMOS, Arthur Budri. Holding públicas de participações estatais na Itália: o caso IRI. **Revista de Administração de Empresas**. São Paulo, 1991. vol.31, nº 3, São Paulo, Jul./Set. Disponível em: <http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0034-75901991000300005> acesso em: 12 out. de 2018

REGO, Elba Cristina Lima. As regras de prudência bancária do Acordo de Basiléia. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v. 2, n. 3, P. 255-266, jun/1995

RIBEIRO, Marcia Carla Pereira. **Sociedade de Economia Mista e Empresa Privada**. Curitiba: Juruá, 1999.

RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; ALVES, Giovani Ribeiro Rodrigues. **Desenvolvimento e Reforma Institucional: Os exemplos do BNDES e das Sociedades Estatais no Brasil**. In: SILVEIRA, Vladimir Oliveira da; SANCHES, Samyra Napolini; COUTO, Monica Benetti. (Orgs.) *Direito e Desenvolvimento no Brasil do Século XXI*. Direito e desenvolvimento no Brasil do século XXI, Brasília: Ipea: CONPEDI, p. 151-166, 2013. Disponível em: <<https://bit.ly/2EwXFt0>> Acesso em: 15 dez. de 2018

RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; ALVES, Rosângela do Socorro. Sociedades Estatais, Controle e Lucro. **Revista Scientia Iuris**. Londrina, 2006. v. 10, p. 163-182.

RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; JAKOBI, Karin Bergit. **A Análise Econômica do Direito e a Regulação do Mercado de Capitais**. São Paulo: Atlas, 2014, p. 111

RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; PETHECHUST, Eloi. Perspectivas para as empresas estatais no Brasil: propostas para um estatuto jurídico. **Revista de Direito Administrativo & Constitucional**. Belo Horizonte: Fórum, ano 15, n. 62, p. 99-121, 2015.

ROCHA, Carmen Lucia Antunes. **Princípios constitucionais dos servidores públicos**. São Paulo: Saraiva, 1999.

ROSA, Christian Fernandes Gomes da. **Eficiência como axioma da Teoria Econômica do Direito**. 114f. Dissertação (Mestrado em Direito). Programa de Pós-graduação em Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2008.

ROSSETI, José Paschoal; ANDRADE, Adriana. **Governança Corporativa. Fundamentos, Desenvolvimento e Tendências**. 5. ed., São Paulo: Atlas, p. 26-27, 2011.

ROSSETO, Carlos Ricardo; ROSSETO, Adriana Marques. Teoria Institucional e Dependência de Recursos na Adaptação Organizacional: uma visão complementar. **RAE-eletrônica**, v. 4, n. 1, Art. 7, jan./jul. 2005. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/raeel/v4n1/v4n1a10>> Acesso em: 25 nov. de 2018

ROSSETTI, José Paschoal. **Introdução à Economia**. 21. ed., São Paulo: Atlas, 2016.

SAITO, Richard; SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. Governança Corporativa: Custos de Agência e Estrutura de Propriedade. **RAE**, v. 48, n. 02, p. 79-86, 2009. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/rae/v48n2/v48n2a07.pdf>> acesso em: 18 jan. de 2018.

SALAMA, Bruno Meyerhof. Capítulo de Introdução. In: POSNER, Eric. **Análise Econômica do Direito Contratual. Sucesso ou Fracasso?** Série Direito em Debate. São Paulo: Saraiva, 2010.

SALOMÃO FILHO, Calixto. **O novo Direito Societário**. 4. ed., rev. e ampl., São Paulo: Malheiros, p. 34-35, 2011.

SALOMÃO FILHO, Calixto. **Regulação da Atividade Econômica (Princípios e Fundamentos Jurídicos)**, 2. ed., rev. e ampl., São Paulo: Malheiros, 2008.

SALOMÃO FILHO, Calixto. **Sociedade Unipessoal**. São Paulo: Malheiros, 1995.

SANTANO, Ana Cláudia. A medição da corrupção como avaliação do desenvolvimento e eficácia das políticas públicas: alguns métodos disponíveis. *In*: GONÇALVES, Oksandro Osdival; et. al. (Coord.) **Desenvolvimento & Sustentabilidade: desafios e perspectivas**. Curitiba: Íthala, 2015, p. 355

SANTIAGO, Mariana Ribeiro; CAMPELLO, Livia Gaigher Bósio. Função Social e Solidária da Empresa na Dinâmica da Sociedade de Consumo. **REVISTA SCIENTIA IURIS**, Londrina, v. 20, n. 1, p.119-143, 2016. Disponível em: <file:///C:/Users/c802494/Downloads/19877-114646-1-PB.pdf> Acesso em: 16 nov. de 2018.

SANTOS, Ariovaldo dos; MACHADO, Itamar Miranda. Investimentos avaliados pelo método da equivalência patrimonial – erro na contabilização de dividendos quando existem lucros não realizados. **Revista Contabilidade & Finanças**. Vol. 16, nº 39, São Paulo, set./dez. 2005.

SARTO; Victor Hugo Rocha. ALMEIDA, Luciana Togeiro de. A Teoria de Custos de Transação: Uma análise a partir das críticas evolucionistas. **Revista Iniciativa Econômica**, v. 2, nº 1, 2015, Disponível em: <<https://periodicos.fclar.unesp.br/iniciativa/article/view/7301>> Acesso em: 09 de dez. 2018

SCALZILLI, João Pedro. **Mercado de Capitais. Ofertas Hostis e Técnicas de Defesa**. São Paulo: Quartier Latin do Brasil, 2015.

SCHAPIRO, Mario Gomes; MARINHO, Sarah Morganna Matos. Conflito de Interesses nas Empresas Estatais: Uma análise dos casos Eletrobrás e Sabesp. **Revista Direito e Práxis**, Rio de Janeiro, Vol. 9, nº 3, 2018, p. 1424-1461. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/rdp/v9n3/2179-8966-rdp-9-3-1424.pdf>> Acesso em: 30 out. de 2018

SCHIRATO, Vitor Rhein. **As empresas estatais no Direito Administrativo Econômico atual**. Série IDP. São Paulo: Saraiva, 2016.

SCHROEDER, Jocimari Tres; SCHROEDER, Ivanir. Responsabilidade social corporativa: limites e possibilidades. **RAE – Eletrônica**, v. 3, n.º 1, art. 1, jan./jun. 2004.

SCHWIND, Rafael Wallbach. **O estado acionista: empresas estatais privadas com participação estatal**. São Paulo: Almedina, 2017.

SCHWIND, Rafael Wallbach. A participação de empresas estatais no capital de empresas privadas que não integram a Administração Pública. *In*: JUSTEN FILHO, Marçal (org). **Estatuto Jurídico das Empresas Estatais**. Lei 13.303/2016 – Lei das Estatais. São Paulo: RT, 2016.

SEABRA, Fernanda. *et. al.* O Papel das Instituições no Desenvolvimento Econômico. *In*: BARRAL, Weber; PIMENTEL, Luiz Otávio (organizadores). **Teoria Jurídica e Desenvolvimento**. Florianópolis: Fundação Boiteux. 2006.

SECRETARIA DE COORDENAÇÃO E GOVERNANÇA DAS EMPRESAS ESTATAIS - SEST. A SEST. **Revista das Estatais**. Ministério do Planejamento, Desenvolvimento e Gestão. Vol. 1 (jan. 2017). Brasília: MP, - 2017.

SEITENFUS, Ricardo. **Considerações sobre o Mercosul. Estudos Avançados**, v. 6, n.16, São Paulo, 1992. Disponível em: <http://www.scielo.br/scielo.php?pid=S0103-40141992000300010&script=sci_arttext> Acesso em: 25 jan. de 2018.

SERRA, Catarina. O novo Direito das Sociedades: para uma governação socialmente responsável. **Revista Scientia Iuris**, Londrina, v. 14, p. 155-179, 2010. Disponível em: <<file:///C:/Users/felip/Downloads/7655-27658-1-PB.pdf>> Acesso em: 11 nov. de 2018

SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. A Survey of Corporate Governance. **The Journal of Finance**. v. LII, n. 2, 1997. Disponível em: <<https://scholar.harvard.edu/files/shleifer/files/surveycorpgov.pdf>> acesso em: 04 nov. de 2018

SILVA, Edson Cordeiro. **Governança Corporativa nas empresas: guia prático de orientação para acionistas, investidores, conselheiros de administração e fiscal, auditores, executivos, gestores, analistas de mercado e pesquisadores**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2016.

SILVA, José Afonso da. **Curso de Direito Constitucional Positivo**. 16. ed. rev. e atual. São Paulo: Malheiros, 2009.

SILVA, Mauro Santos. Governança Corporativa e Desempenho Econômico: análise das diretrizes propostas pela OCDE para empresas estatais. **Boletim de Análise Político-Institucional do IPEA**, n. 15, 2018. Disponível em: <http://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/8638/1/BAPI15_Cap5.pdf> Acesso em: 07 dez. de 2018

SILVA, Wilson Cedraz da. **Governança, Gestão de Riscos e Conformidade: Petrobras e Eletrobrás, Antes e Depois da Operação Lava Jato**. 170f. Dissertação (Mestrado em Administração). Programa de Pós-graduação em Administração da Universidade Federal da Bahia, 2016.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. **Governança Corporativa. No Brasil e no Mundo**. 2. ed., Rio de Janeiro: Elsevier, 2015.

SILVESTRE, Bruno dos Santos; et. al. Privatização: bom ou ruim? Lições do setor de distribuição de energia elétrica do nordeste brasileiro. **Revista de Administração de Empresas**, São Paulo, v. 50, n.º 1, jan./mar. 2010.

SLOBODA, Pedro Muniz Pinto. A legalidade da entrada da Venezuela no Mercosul. **Anuário Mexicano de Derecho Internacional**. v. 15, n. 1, 2015, p. 701-716 Disponível em: <<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1870465415000197>> Acesso em: 16 jan. de 2018

SOUZA NETO, Cláudio Pereira de. A política de preços da Petrobras. E o conflito de interesses no interior da sociedade de economia mista. **Jota**. 01 jun.2018. Disponível em: <<https://www.jota.info/opiniao-e-analise/artigos/a-politica-de-precos-da-petrobras-01062018>>. Acesso em: 05 out.de 2018

SPINELLI, Luis Felipe. **Conflito de Interesses na administração da sociedade anônima**. São Paulo: Malheiros, 2012.

SROUR, Gabriel. Práticas diferenciadas de governança corporativa: um estudo sobre a conduta e a performance das firmas brasileiras. **Revista Brasileira de Economia**, v. 59, n.4, Rio de Janeiro, 2005. Disponível em: <http://www.scielo.br/scielo.php?pid=S0034-71402005000400006&script=sci_arttext> Acesso em: 21 nov. de 2018

STEINBERG, Marissa Reichberg. **Estrutura General de la regulación y supervisión del Gobierno Corporativo**. In: El Gobierno Corporativo em Iberoamérica. Fundación Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores, p. 127-151, 2015. Disponível em: <https://www.iimv.org/iimv-wp-1-0/resources/uploads/2015/04/gobierno-corporativo_web.pdf> Acesso em: 27 jan. de 2018

STEPHAN, Edmund. Cumulative voting and classified boards: some reflections on *Wolfson v. Avery*. **Notre Dame Law Review**. Vol. 31, nº 3, may/1956.

SUNSTEIN, Cass R. Paradoxes of Regulatory State. **University of Chicago Law Review**. Chicago, 1990. Vol. 57, nº 02.

TÁCITO, Caio. Regime Jurídico das Empresas Estatais. **Revista de Direito Administrativo**, Rio de Janeiro, 1994. n 195, p. 1-8, jan./mar.

TÁCITO, Caio. **Temas de direito público: estudos e pareceres**. Vol. I, Rio de Janeiro: Renovar, 1997.

TAVARES, André Ramos. **Direito constitucional econômico**. 2. ed. rev. e atual. São Paulo: Método, 2006.

TEIXEIRA, Pedro Freitas. A Análise Econômica do Direito na axiologia constitucional. **Revista do BNDES**, nº 42, p. 181-222, dez./2014.

TESHEINER, José Maria Rosa. Situações Subjetivas e Processo. **Revista Direito e Democracia**, Canos, v. 2, jul-dez/2001, p. 449-456.

THOMAZINE, Jaqueline da Silva; BISPO, Fabiana Carvalho da Silva. **Dependência de Recursos e Custos de Transação: uma análise sobre os motivos da terceirização**. XI Simpósio de Excelência em Gestão e Tecnologia - SEGET, 22 a 24 de out. de 2014, Resende, RJ. Disponível em: <<https://www.aedb.br/seget/arquivos/artigos14/35920425.pdf>> Acesso em: 25 nov. de 2018

THOMPSON, Ryan P.; MCCURDY, Christopher C. The Power of Posner: A Study of Prestige and Influence in the Federal Judiciary. **Duke Law Student Papers Series**. 2010.

TOKARS, Fábio Leandro. Das falhas de Mercado às falhas de Estado. **Revista Jurídica da Unicuritiba**, nº 21, temática nº 05, p. 143-162, 2008.

TONIN, Mayara Gasparato. Função Social da Empresa Estatal *In*: JUSTEN FILHO, Marçal. (org.). **Estatuto Jurídico das Empresas Estatais**. Lei 13.303/2016 – Lei das Estatais. São Paulo: RT, 2017, p. 266-267

TURRENT, Guadalupe del Carmen Briano; GARCÍA, María Luísa Saavedra. La composición del consejo de administración y la estructura accionaria como factores explicativos de la transparencia en el gobierno corporativo en Latinoamérica: evidencia en empresas cotizadas de Argentina, Brasil, Chile y México. **Estudios Gerenciales**, v. 31, n. 136, p. 275-286, 2015. Disponível em: <<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S012359231500011X>> Acesso em: 19 jan. de 2018

URUGUAY. Banco Central del Uruguay. **Estándares Mínimos de Gestión para Instituciones de Intermediación Financeira**. Disponível em: <http://www.bcu.gub.uy/Servicios-Financieros-SSF/Documents/estandares_minimos.pdf> Acesso em: 27 jan. de 2018

VASCONCELOS, Rogéria de Freitas; et. al. Transações de insiders e impacto na rentabilidade e valor das empresas brasileiras. **Revista de Contabilidade e Organizações da USP**, nº 26, p. 33-48, 2016.

VAZ, Alcides Costa. **Cooperação, Integração e Processo negociador. A construção do Mercosul**. Brasília: Instituto Brasileiro de Relações Internacionais, 2002.

VEIGA, Fábio da Silva. O interesse social: dos interesses dos shareholders aos interesses dos stakeholders. **Revista Âmbito Jurídico**, n. 102, Ano XV, 2012, Disponível em: <https://eprints.ucm.es/17901/1/Interesso_Social_stakeholders_shareholders_ambitojuridico.pdf>. Acesso em: 16 nov. de 2018

VERÍSSIMO, Carla. **Compliance**. Incentivo à adoção de medidas anticorrupção. São Paulo: Saraiva, 2017, p.13

VIEIRA, Paulo Reis. Em busca de uma teoria de descentralização. **Revista de Administração Pública**. Rio de Janeiro, 2012. v. 46 n 5, set./out. Disponível em: <http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0034-76122012000500011>. Acesso em: 03 set. de 2018

VIEIRA, Solange Paiva; MENDES, Andre Gustavo Salcedo Teixeira. Governança corporativa: uma análise de sua evolução e impactos no mercado de capitais brasileiro. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v. 11, n. 22, p. 103-122, dez. 2004. Disponível em: <<http://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/8177>> Acesso em: 20 nov. de 2018

WALD, Arnold. A evolução do regime legal do conselho de administração, os acordos de acionistas e os impedimentos dos conselheiros decorrentes de conflitos de interesses. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, vol. 11, p. 13-30, Jan./Mar. 2001

WALD, Arnold. A Recente Evolução da Empresa e o Direito. **Revista Magister de Direito Empresarial**, Concorrencial e do Consumidor. Porto Alegre, RS, ano 4, n 24, p. 83-93, 2009.

WALD, Arnold. O governo das empresas. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, vol. 15, p. 53-78, Jan./Mar. 2002

WARDE JÚNIOR, Walfrido Jorge. Legislador Frankstein – **Não é possível transplantar governança das empresas privadas**. In: NORONHA, João Otávio; et. al. (Coord.). Estatuto Jurídico das Estatais. Análise da Lei 13.303/2016. Belo Horizonte: Fórum, 2017

WILLIAMSON, Oliver Eaton. Markets and hierarchies: some elementary considerations. **The American Economic Review**, Nashville, v. 62, p. 316-325, 1973. Disponível em: <<https://pdfs.semanticscholar.org/51e0/624399096cb1bbf76f358f1fc790b274d4cd.pdf>> Acesso em: 08 de dez. 2018

WONG, Simon C. Y., Improving Corporate Governance in Soes: An Integrated Approach. **Corporate Governance International**, Vol. 7, No. 2, June 2004. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=897121> Acesso em: 09 de jan. 2019

ZANELLA, Cleunice. Conhecendo o campo da economia dos custos de transação: uma análise epistemológica a partir dos trabalhos de Oliver Williamson. **Revista de Ciências da Administração**, v. 17, n 42, p. 64-77, 2015. Disponível em: <<https://periodicos.ufsc.br/index.php/adm/article/view/2175-8077.2015v17n42p64>> Acesso em: 27 nov. de 2018

ZEFF, Stephen A. A Evolução do IASC para o IASB e os desafios enfrentados. **Revista de Contabilidade e Finanças**, v. 25, São Paulo, 2014. Disponível em: <http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1519-70772014000500300> Acesso em: 19 de dez. 2018.

ZINGALES, Luigi. Corporate Governance. **The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law**, 1998. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=46906>> ou <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.46906>> Acesso em: 09 de dez. 2018

ZYLBERSZTAJN, Décio. **Estruturas de Governança e Coordenação do Agribusiness: Uma aplicação da nova economia das instituições**. 1995. 241 f. Tese (Livre Docência). Programa de Pós-graduação em Administração da Universidade de São Paulo, 1995.

ZYMLER, Benjamin. **Distribuição de Prejuízos. Como pessoa jurídica, Petrobras é autora e vítima dos mesmos atos ilícitos**. Entrevista concedida ao site Conjur no dia 25 de nov. 2017. Disponível em: <<https://www.conjur.com.br/2017-nov-25/entrevista-benjamin-zymler-conselheiro-tcu>> Acesso em: 16 dez. de 2018