



UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ

BEATRIZ ALBINO DIAS

GOLDEN SHARES: UM ESTUDO SOBRE O SURGIMENTO E UTILIZAÇÃO NO  
BRASIL

CURITIBA

2019

BEATRIZ ALBINO DIAS

*GOLDEN SHARES*: UM ESTUDO SOBRE O SURGIMENTO E UTILIZAÇÃO NO  
BRASIL

Monografia apresentada ao curso de Graduação em Direito, Setor de Ciências Jurídicas, Universidade Federal do Paraná, como requisito parcial à obtenção do título de Bacharel em Direito.

Orientador: Prof. Carlos Joaquim de Oliveira Franco

CURITIBA

2019

## **AGRADECIMENTOS**

Subir as escadas imponentes do prédio histórico da Universidade Federal do Paraná é, para mim, um sonho que perdurou durante muito tempo e, por isso, esse trabalho representa a conclusão do melhor ciclo de toda a minha vida.

Tenho tanto a agradecer durante esses cinco anos, tantas pessoas especiais que estiveram em meu caminho, me auxiliando a cada passo, me incentivando a cada obstáculo encontrado e, principalmente, me reerguendo a cada tropeço que dei.

Em primeiro lugar, gostaria de agradecer à minha família, que me permitiu a busca do sonho de estudar numa Universidade Federal do Paraná.

Mãe, sei que se você pudesse tiraria todos os espinhos para que a minha vida fosse tão somente um caminho de rosas. Isso jamais será possível, mas você sempre fez com que a minha caminhada se tornasse mais leve. Obrigada por todo o esforço, por todo o cuidado, pelo amor incondicional. Minha querida avó, me faltam palavras para agradecer por todo o apoio não apenas nessa fase, mas durante toda a vida. Obrigada por sempre ter me encorajado a seguir meus sonhos, buscar meus objetivos. Obrigada por ser a minha maior fã, meu porto seguro em tantos momentos.

Mãe e avó, meu muito obrigada. Essa conquista também é de vocês e para vocês. Vocês são minha inspiração, meus grandes amores.

Ao Vinícius, meu companheiro e enorme incentivador deste trabalho, obrigada por tudo. Obrigada por nunca me permitir duvidar do meu potencial, por sempre me dar a mão e me impulsionar a voar mais alto. Aos meus amigos durante esse período, aos que estiveram e aos que ainda permanecem em minha rotina, obrigada por todos os momentos de parceria e de intenso aprendizado fora das salas de aula.

Não poderia esquecer da instituição que estive ao meu lado durante todos os anos da graduação. A Associação Atlética Acadêmica de Direito da Universidade Federal do Paraná foi um motivo de imensa felicidade e me permitiu a criação de inúmeros laços verdadeiros. Agradeço por cada experiência trocada, por cada momento que ficará eternizado em memórias tão especiais.

Ao Fukushima e Advogados Associados, escritório que me acolheu e é grande responsável pela minha formação, não há como agradecer o carinho, aprendizado e atenção. Trabalhar todos os dias com profissionais tão dedicados e competentes me trouxe novas visões sobre o Direito. Se hoje sou apaixonada pelo exercício da

advocacia, é por ter tido a honra de aprender diariamente com todos vocês, muito obrigada.

Por fim, agradeço à Universidade Federal do Paraná, principalmente aos professores e servidores com quem tive contato neste longo período, que auxiliaram no meu desenvolvimento profissional e humano. A UFPR me proporcionou os melhores anos de toda a minha vida, as melhores discussões e, sem dúvidas, o maior amadurecimento.

Encerrando com um poema que tanto amo, do Oswaldo Montenegro, direi que “metade de mim é partida, a outra metade é saudade”. Sem dúvidas, muito além da minha metade será saudade dos maravilhosos anos que vivi na Universidade Federal do Paraná.

## RESUMO

O presente trabalho procura compreender o surgimento do instituto das *golden shares* na Europa, a incorporação na legislação brasileira e utilização nas empresas provenientes de desestatização. O estudo do tema faz-se necessário diante do crescente debate acerca da possibilidade de alienação da *golden share* no Brasil, bem como os questionamentos levantados pela não utilização das prerrogativas de veto em determinadas situações. O trabalho analisa o instituto na Inglaterra, França, Itália e Portugal, compreendendo o surgimento e os processos levados à Corte de Justiça da Comunidade Europeia, para então estender a análise à criação das *Golden shares* no Brasil e a utilização nas empresas Vale e Embraer. Concluiu-se que o instituto apresenta muitas ressalvas e diversos riscos para tanto para a Companhia, como para o acionista, ante a dificuldade de definição do interesse a ser protegido. Além disso, percebeu-se que a União jamais utilizou das prerrogativas atribuídas pelas ações preferenciais de classe especial. A conclusão do presente trabalho é, então, pela desnecessidade das *golden shares* diante de outros mecanismos que podem apresentar efeitos práticos semelhantes, sem elevado risco em virtude da atuação estatal.

Palavras-chave: Ação. Ação preferencial de classe especial. *Golden shares*. *Golden shares* na Europa. Privatizações. Embraer. Vale. Poder de veto. Interesse público.

## SUMÁRIO

<b>1. INTRODUÇÃO .....</b>	<b>6</b>
<b>2. ASPECTO HISTÓRICO DAS AÇÕES DE CLASSE ESPECIAL – <i>GOLDEN SHARES</i> .....</b>	<b>8</b>
2.1. INGLATERRA.....	8
2.2. FRANÇA.....	10
2.3. ITÁLIA.....	12
<b>3. DECISÕES DA CORTE DE JUSTIÇA DA COMUNIDADE EUROPEIA EM FACE DOS DIVERSOS QUESTIONAMENTOS LEVANTADOS .....</b>	<b>14</b>
<b>4. SURGIMENTO DAS <i>GOLDEN SHARES</i> NO BRASIL.....</b>	<b>19</b>
4.1. LEI Nº 8.031/90 E O INÍCIO DO PROGRAMA NACIONAL DE DESESTATIZAÇÕES (PND). 19	
4.2. LEI Nº 9.491/97 E A AMPLIAÇÃO DO PROGRAMA NACIONAL DE DESESTATIZAÇÕES (PND).....	22
4.3. LEI Nº 10.303/2001 E A DEFINIÇÃO DAS <i>GOLDEN SHARES</i> COMO AÇÕES PREFERENCIAIS NA LEI DAS SOCIEDADES ANÔNIMAS .....	23
<b>5. A INFLUÊNCIA DAS <i>GOLDEN SHARES</i> NO PODER DE CONTROLE ACIONÁRIO E MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS .....</b>	<b>26</b>
5.1. O PODER DE CONTROLE LIMITADO PELO INTERESSE PÚBLICO.....	26
5.2. A ATUAÇÃO DO ESTADO E O CONTEÚDO DE DISPOSIÇÕES ESTATUTÁRIAS .....	29
5.3. AS <i>GOLDEN SHARES</i> GERAM INFLUÊNCIA NO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS?.....	30
<b>6. EMPRESAS BRASILEIRAS DESESTATIZADAS COM AÇÕES PREFERENCIAIS DE CLASSE ESPECIAL.....</b>	<b>32</b>
6.1. CASO COMPANHIA VALE DO RIO DOCE (VALE) .....	32
6.2. CASO EMBRAER.....	36
6.3. ANÁLISE DOS IMPACTOS DAS <i>GOLDEN SHARES</i> NA VALE E EMBRAER .....	42
<b>7. PROCESSO Nº 025.285/2017-3 E O ENTENDIMENTO DO TCU SOBRE A POSSIBILIDADE DE EXTINÇÃO DOS DIREITOS CONFERIDOS PELAS AÇÕES DE CLASSE ESPECIAL <i>GOLDEN SHARES</i>.....</b>	<b>46</b>
<b>8. CONCLUSÃO .....</b>	<b>49</b>
<b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....</b>	<b>52</b>

## 1. INTRODUÇÃO

No ano de 1979, o cenário mundial deu início ao processo de privatizações, protagonizado pela Inglaterra. A então primeira ministra, Margareth Thatcher, cedeu incentivos ao capitalismo popular promovendo a dispersão das ações de empresas públicas para o setor privado.

Embora o objetivo tenha sido desonerar cofres públicos por meio do investimento privado, o governo inglês não abdicou completamente do controle das empresas privatizadas. Neste cenário, foram criadas ações especiais, as *golden shares*. Tais ações permitiam um controle gerencial do Estado dentro das empresas por meio de veto sobre determinadas matérias para garantir a prevalência do interesse público.

As privatizações tiveram ritmo acelerado em outros países da Europa, como Itália, França e Alemanha, também com a criação das ações especiais – com prerrogativas determinadas pela legislação de cada Estado.

Com isso, acentuou-se o debate acerca da legalidade do instituto e a compatibilidade com os princípios da livre circulação de capitais e liberdade de estabelecimento, firmados pelo Tratado de Constituição da Comunidade Europeia.

No Brasil, em 1990, ocorreu o lançamento do Programa Nacional de Desestatizações previsto pela Lei nº 8.031 de 12 de abril de 1990 (alterada pelo Decreto nº 1.204/94<sup>1</sup>), que também concedia à União uma ação de classe especial em cada empresa alvo de privatizações.

Após diversas mudanças legislativas, a Lei nº 6.404/76 foi reformada para prever a *golden share* como uma ação preferencial de classe especial, de propriedade exclusiva da União, com prerrogativas estabelecidas pelo estatuto social – incluindo o poder de veto.

A despeito da existência e utilização das ações preferenciais no Brasil há quase 20 (vinte) anos, em nenhuma oportunidade a União exerceu suas prerrogativas ou utilizou dos poderes conferidos pela *golden share*. Nesse contexto, o presente trabalho se propõe a analisar a necessidade das ações preferenciais, realizando uma

---

<sup>1</sup> Art. 43. Havendo razões que o justifique, a União deterá ações de classe especial do capital social de sociedade privatizada, que conferirão poder de veto de determinadas matérias previstas no respectivo estatuto.

retrospectiva do instituto nas empresas Companhia Vale do Rio Doce (Vale) e Embraer.

Busca, portanto, compreender se o instituto das ações preferenciais de classe especial tem consequências para as empresas em que é inserido – sejam negativas ou positivas, e analisar a efetividade da *golden share*, como mecanismo de proteção do interesse público, considerando especificamente a atuação do governo brasileiro nos casos de empresas originárias de processos de privatização, ou desestatização.

## 2. ASPECTO HISTÓRICO DAS AÇÕES DE CLASSE ESPECIAL – *GOLDEN SHARES*

De início, devemos compreender a importância de estudar um instituto analisando o momento do seu surgimento, a sua abrangência a nível mundial, para então refletir sobre os seus reflexos em diversos países.

É também essencial entender as limitações e conflitos trazidos pelas ações de classe especial para estender eventuais comparações e compreensões acerca da criação das *golden shares* em território brasileiro.

### 2.1. Inglaterra

As *golden shares* tiveram seu surgimento no Reino Unido, a partir do ano de 1979, com o número crescente de processos de privatizações por meio do governo de Margareth Thatcher.

Dentre as diversas razões que levaram as privatizações, destaca-se o incentivo à dispersão da propriedade acionária e à aquisição de ações por trabalhadores<sup>2</sup>, a fim de incentivar o aparecimento do capitalismo popular. Este, por sua vez, é definido quando se percebe a dispersão acionária em alto número de participantes, com pequenos investimentos de cada um dos indivíduos.

Embora o principal objetivo do processo de privatizações tenha sido buscar investimento privado capaz de desonerar os cofres públicos, percebeu-se que não seria possível abdicar completamente do controle das empresas a serem privatizadas em virtude do interesse público ainda existente.

A partir deste ponto, foi necessário pensar sobre a criação de um instituto capaz de aliar os incentivos trazidos pelos investimentos privados, com a guarda do interesse público e eventuais intervenções necessárias pelo Estado.

Como expõe Rafael Wallbach Schwind:

Assim, a política de privatização precisava conciliar (i) a presumida maior eficiência econômica da iniciativa privada com (ii) a proteção de interesses

---

<sup>2</sup> PELA, Juliana Krueger. As golden shares no direito societário brasileiro. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 25.

estratégicos do Estado e ao bem-estar agregado às companhias que seriam transferidas ao controle privado.<sup>3</sup>

Além disso, o foco também consistia em impedir a interrupção de atividades de uma empresa que teria acabado de passar por um processo de privatização, principalmente pelas chamadas ofertas hostis<sup>4</sup> - realizadas por estrangeiros.

Nesse cenário, as *golden shares* surgem como ação preferencial resgatável com o valor nominal de 1 (uma) libra, capaz de conferir ao Estado prerrogativas diferenciadas. Tais prerrogativas não eram aplicadas em um padrão, pois eram estabelecidas conforme a necessidade da empresa privatizada.

As prerrogativas consistiam, em geral, no poder de veto das reformas estatutárias que tivessem por objeto a alteração de artigos que estabeleciam a *golden share* ou que buscavam impor algum limite para tal classe acionária, tais como o veto de deliberações sobre eventual dissolução da companhia, criação de outras ações ou aprovação da transferência de parte significativa dos ativos da companhia<sup>5</sup>.

Com o transcorrer do processo de privatização de diversas companhias, o mecanismo das *golden shares* passou a ser amplamente utilizado, como se percebe pelas seguintes empresas: *British Aerospace, Britoil, Sealink, Jaguar, British Telecom, British Gas, Rolls-Royce, British Petroleum*, entre outras.

Além da clara função de agente regulador do Estado inglês – para a manutenção dos serviços e guarda do interesse público –, tem-se ainda a função de instrumento de manutenção de concorrência<sup>6</sup>, com a finalidade de impedir a formação de cartéis e monopólios naquelas áreas que não correspondiam aos serviços públicos.

A despeito da presença do instituto em elevado número de empresas, as prerrogativas atribuídas ao Estado foram utilizadas em número bastante reduzido.

---

<sup>3</sup> SCHWIND, Rafael Wallbach. As golden shares: ações de classe especial. Informativo Justen, Pereira, Oliveira e Talamini, Curitiba, n.o 131, janeiro de 2018, p. 02. Disponível em <www.justen.com.br>. Acesso em: 14/11/2019.

<sup>4</sup> A oferta hostil é uma oferta pública feita por um proponente interessado em adquirir ações de emissão da companhia aberta diretamente dos acionistas, com um objetivo de controle e não somente a aquisição de uma posição minoritária. É feita geralmente por meio de uma proposta de valor elevado e acima de mercado, com a resistência da companhia alvo. (FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes (coordenador). Direito societário contemporâneo I. 1ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 388-389).

<sup>5</sup> PELA, Juliana Krueger. As golden shares no direito societário brasileiro. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 26.

<sup>6</sup> MODESTO CARVALHOSA, Nelson Eizirik. A Nova Lei das S.A.. São Paulo: Saraiva, 2002, p. 110.

Cumprir destacar que a pouca utilização das *golden shares* não significa que o Estado não tenha interferido em negociações de empresas desestatizadas. O Governo Inglês atuou por meio de acordos políticos, como no caso da oferta pública da *British Petroleum* para a *Britoil*, situação na qual o Estado apontou que não impediria a aquisição e a consideraria o resgate da *golden share* em momento próximo e a *British Petroleum* firmou compromisso para não demitir empregados e deixar de alienar os ativos de titularidade da *Britoil*.

Assim, o simples fato de o Estado inglês possuir tais ações preferenciais, com a existência de diversas prerrogativas, foi fator capaz de enfraquecer e desencorajar determinadas condutas que poderiam ser objetos de vetos. Logo, a atuação estatal ocorreu por outros meios, como a celebração de acordos<sup>7</sup>, para garantir a proteção dos interesses públicos vinculados a empresas desestatizadas.

## 2.2. França

O surgimento das ações chamadas de *action spécifique* ocorreu por meio da Lei nº 86-912, em agosto de 1986. A Lei buscava disciplinar os procedimentos e medidas necessárias para a adoção da participação estatal junto aos agentes privados, como meio da primeira etapa do programa de privatizações francês.

O art. 10, alínea 2 do referido diploma firmava que o Ministro da Economia deveria decidir sobre a necessidade de criação de *action spécifique*, em cada processo de privatização. Essa ação seria criada por um ato ministerial com a conversão de uma ação ordinária previamente detida pelo Estado e a consequente reforma dos estatutos sociais para expor os poderes e características deste título acionário.

A prerrogativa atribuída ao Estado era de aprovar previamente a possibilidade de participação de pessoas ou determinado grupo que buscasse deter ações que representando mais de 10% (dez por cento) do capital social da empresa em questão. Caso o Ministro negasse a aprovação, a consequência era a retirada do direito de voto das ações comercializadas, bem como a obrigatoriedade de aliená-las no prazo de 3 (três) meses.

---

<sup>7</sup> SCHWIND, Rafael Wallbach. As golden shares: ações de classe especial. Informativo Justen, Pereira, Oliveira e Talamini, Curitiba, n.o 131, janeiro de 2018, p. 04. Disponível em <[www.justen.com.br](http://www.justen.com.br)>. Acesso em: 14/11/2019.

A adoção da *action spécifique* ficou restrita a poucas companhias. Ainda na primeira etapa do processo de privatizações francês, o Conselho Constitucional aplicou entendimento favorável à existência da classe de ações, em 1989. A fundamentação utilizada foi a de que o instituto não era capaz de contrariar os princípios constitucionais da liberdade de iniciativa e da igualdade, tampouco violar o direito de propriedade<sup>8</sup>.

Com o início da segunda fase do processo de privatização francês, em 1993, a Lei nº 93-923 define que a *action spécifique* deverá ser instituída por meio de um decreto e não por ato ministerial. O decreto deveria também estabelecer os direitos da ação, cujo rol foi ampliado por meio da edição da nova Lei.

Em 1999 foi instaurado o processo nº C-483/99 perante a Corte de Justiça da Comunidade Europeia, que será abordado em momento oportuno. Tal processo buscava compreender a compatibilidade (ou não) da *action spécifique* presente na *Société Elf Aquitaine* com os princípios da livre circulação de capitais previsto no Tratado de Instituição da Comunidade Europeia.

A Corte de Justiça da Comunidade Europeia entendeu, nesta oportunidade, que a existência das ações apontava uma afronta ao ordenamento da comunidade europeia, culminando na revogação do Decreto que instituiu a ação dentro da empresa citada.

Não obstante a larga utilização das *action spécifique* nas empresas alvo de privatização, as prerrogativas não foram usadas nenhuma vez em seu propósito final, qual seja, a defesa de interesses públicos.

É possível refletir que a pouca utilização da ação especial se relaciona com a utilização de outros instrumentos, como as *noyaux durs*, representando também um meio capaz alcançar os objetivos de proteção nacional.

As *noyaux durs* são núcleos formados por acionistas possuidores de um grande número de ações que firmavam o compromisso de manter tais ações por um determinado espaço de tempo para garantir a estabilidade da empresa. Esse compromisso representava, portanto, uma maneira de corroborar com os propósitos iniciais da empresa e manter o interesse público protegido.

---

<sup>8</sup> PELA, Juliana Krueger. As golden shares no direito societário brasileiro. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 35.

Mesmo que seja possível atribuir a restrita utilização da *action spécifique* aos demais mecanismos com funções semelhantes, a existência da ação também provocou questionamentos sobre a sua licitude junto à Corte de Justiça da Comunidade Europeia.

### 2.3. Itália

O surgimento dos poderes restritos ao Estado italiano ocorreu em 1994 por meio dos *poteri speciali* previstos pelo decreto-lei nº 332, com posteriores alterações pela Lei nº 474 de mesmo ano.

A Corte Constitucional da República Italiana promoveu em 1997 a realização de um referendo popular para decidir sobre a manutenção dos *poteri speciali* e, conseqüentemente, a manutenção do artigo que previa os poderes do Estado. Entretanto, este referendo não atingiu o quórum mínimo para que a consulta fosse validada.

Na Itália, a lógica dos *poteri speciali* ganha mudanças. Isto porque o exercício das prerrogativas pelo Estado não estava atrelado à titularidade de ações nas empresas desestatizadas.

Nos casos de empresas que atendiam ao interesse público, seus estatutos eram reformados a fim de prever a existência dos *poteri speciali*, com a competência do Ministro da Fazenda para estabelecer os poderes específicos do Estado. O Ministro então exerceria os poderes em conjunto com outros Ministros, para atingir os objetivos do Estado e visando adaptar e incorporar as *golden shares* no ordenamento jurídico italiano.

Assim como nos outros países da Europa, foi crescente o questionamento acerca da utilização de prerrogativas especiais pelo Estado, principalmente a partir da situação de oferta pública de compra da *Telecom Itália* - empresa com *poteri speciali*. Basicamente, as dúvidas pairaram sobre a possibilidade da coexistência dos poderes estatais e princípios do direito comunitário europeu, dentre eles a livre circulação de capitais e a livre iniciativa<sup>9</sup>.

---

<sup>9</sup> PELA, Juliana Krueger. As golden shares no direito societário brasileiro. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 44.

Após o surgimento dos diversos questionamentos, o Decreto-lei nº 332 foi profundamente alterado em seu art. 2º, no ano de 2003. A partir dessa alteração, a oposição à aquisição de participação relevante que correspondesse a pelo menos 50% (cinquenta por cento) do capital social votante e a oposição à celebração de acordos ou pactos que envolvessem as ações com direito a voto representando 5% (cinco por cento) do capital votante - no mínimo, passaram a ser prerrogativas utilizadas apenas mediante justificativas competentes.

Ainda, surge uma nova garantia para os sócios a respeito de todas as prerrogativas asseguradas pela *poteri speciali*, dando a estes o direito de impugnar as decisões junto ao Tribunal Administrativo Regional do Lazio<sup>10</sup>.

Em junho de 2004, foi editado novo Decreto do Presidente do Conselho de Ministros que firmou, em síntese:

Tal como ocorrera nos decretos anteriores, esse normativo condicionou o exercício dos *poteri speciali* à existência de relevantes e imprescindíveis motivos de interesse geral, referentes à ordem, segurança e saúde públicas e à defesa, e à observância dos princípios de direito interno e comunitário, especialmente o princípio da não discriminação. Adicionalmente, relacionou, em seu art. 1º, *comma* 2, as circunstâncias que justificariam o exercício dos poderes de: oposição à aquisição de participação relevante, oposição à celebração de acordos para-sociais e veto.<sup>11</sup>

O Decreto fixou como circunstâncias válidas para a utilização dos poderes decorrentes das *poteri speciali* a prestação de serviços públicos essenciais, bem como a distribuição de bens para a coletividade e emergências de segurança e sanitárias.

Nítido, portanto, que a legislação italiana buscou proteger e limitar o instituto do *poteri speciali*, em virtude das inúmeras críticas sofridas mesmo com o baixo índice de utilização pelo Estado - apenas quatro companhias alteraram seus estatutos para prever a classe de ações.

---

<sup>10</sup> O direito de impugnação junto ao Tribunal Administrativo Regional de Lazio foi previsto por meio do art. 4º da Lei nº 350 de 24 de dezembro de 2003.

<sup>11</sup> PELA, Juliana Krueger. As golden shares no direito societário brasileiro. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 47.

### 3. DECISÕES DA CORTE DE JUSTIÇA DA COMUNIDADE EUROPEIA EM FACE DOS DIVERSOS QUESTIONAMENTOS LEVANTADOS

Com o surgimento exponencial das *golden shares* após os processos de privatizações dos países europeus, natural que os questionamentos sobre a legalidade da utilização das ações tivessem início.

Desse modo, a Comissão da Comunidade Europeia apresentou um Comunicado em julho de 1997, que abordava os aspectos jurídicos dos investimentos intracomunitários. Por meio do Comunicado, estabeleceu-se que a autonomia de regulação dos Estados acerca de suas políticas públicas encontrava travas ao gerar obstáculos para o mercado e investimentos dentro da Comunidade.

Para a Comissão, os investimentos intracomunitários encontram respaldo nos princípios da livre circulação de capitais e liberdade de estabelecimento, dois pontos amplamente abordados nos processos instaurados perante a Corte de Justiça da Comunidade Europeia.

Os princípios citados estão também presentes nos artigos 43<sup>12</sup> e 56<sup>13</sup> do Tratado de Instituição da Comunidade Europeia, caracterizados como liberdades fundamentais que não podem ser atacadas por nenhum Estado membro da Comunidade.

Entretanto, a Comissão entendeu pela aplicabilidade de “restrições discriminatórias”, ou seja, situações em que os princípios poderiam ser mitigados em razão da demonstração de interesses de relevância. O Comunicado definiu alguns pressupostos para que a possibilidade de afastamento dos princípios pudesse ser analisada, como aponta Juliana Pela:

[...] (i) for aplicável a atividades em que há exercício de autoridade pública pelo Estado-membro que a impôs; ou (ii) estiver relacionada a políticas públicas, segurança ou saúde pública; e (iii) constituir uma medida adequada e necessária para assegurar a proteção dos interesses públicos, de forma

---

<sup>12</sup> “Art. 49. No âmbito das disposições seguintes, são proibidas as restrições à liberdade de estabelecimento dos nacionais de um Estado-Membro no território de outro Estado-Membro. Esta proibição abrangerá igualmente as restrições à constituição de agências, sucursais ou filiais pelos nacionais de um Estado-Membro estabelecidos no território de outro Estado-Membro”. Disponível em: <<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:12016E/TXT&from=EN>>. Acesso em: 14/11/2019.

<sup>13</sup> “Art. 63. 1. No âmbito das disposições do presente capítulo, são proibidas todas as restrições aos movimentos de capitais entre Estados-Membros e entre Estados-Membros e países terceiros”. Disponível em: <<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:12016E/TXT&from=EN>>. Acesso em: 14/11/2019.

que não haja outro mecanismo capaz de atingir os mesmos resultados com menor limitação aos princípios da liberdade de circulação de capitais e liberdade de estabelecimento.<sup>14</sup>

Tais restrições seriam aplicáveis tão somente aos Estados-membros. Ainda, a interpretação das restrições discriminatórias não poderia se dar de maneira extensiva ou justificadas apenas com argumentos econômicos.

A Comissão também definiu as “restrições não discriminatórias”, direcionadas para todos os nacionais do Estado-membro envolvido - sem qualquer distinção, bem como aos demais Estados-membros. Estas poderiam ser admitidas somente nos casos em que a restrição não fosse aplicada de modo discriminatório; pautada em interesse geral; visando uma medida plausível e com a utilização apenas de meios necessários e cabíveis.

Nesse momento, iniciam os inúmeros processos levados à Corte de Justiça da Comunidade Europeia, para avaliar a possibilidade da aplicabilidade conjunta do Comunicado expedido e medidas criadas pelos Estados-membros.

A primeira discussão processual ocorreu por meio do processo nº C-58/99, envolvendo a República da Itália. A questão central abordou os *poteri speciali* existentes na *ENI s.p.a.* e *Telecom Italia s.p.a.*. A Comissão compreendeu que os *poteri speciali* questionados representavam uma afronta à restrição não discriminatória, pois atribuíam ao Estado italiano poderes arbitrários que poderiam ser utilizados a qualquer momento.

O Estado italiano, por sua vez, apontou que havia feito alterações competentes para adequar a legislação interna, mas foi condenado pelo descumprimento de obrigações junto à Comunidade Europeia.

O processo interposto contra Portugal (C-367/98) apresentava questionamentos sobre a legalidade dos poderes atribuídos ao Estado - proibição de aquisição por investidores estrangeiros acima de determinado número de ações e necessidade de autorização estatal para a aquisição de ações acima de um limite estabelecido.

No caso, a Comissão compreendeu que os poderes não representavam uma exceção justificável aos princípios da livre circulação de capital e liberdade de

---

<sup>14</sup> PELA, Juliana Krueger. As golden shares no direito societário brasileiro. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 50.

estabelecimento, vez que consistiam em medidas discriminatórias e desprovidas de interesse público.

A França respondeu ao processo nº C-483/99, em que os debates recaíram apenas sobre a *action spécifique* inserida na *Société Nationale Elf-Aquitaine*. A ação especial permitia que o Estado francês tivesse o poder para aprovação prévia da aquisição de ações com determinada representação do capital social; nomeação de dois representantes para o Conselho de Administração e oposição à cessão ou oneração de participações societárias em determinadas companhias.

Para a Comissão, tais prerrogativas representaram, novamente, uma ofensa aos princípios da livre circulação de capitais e da liberdade de estabelecimento. Destaca-se que mesmo se tratando de um serviço essencial à população (fornecimento de derivados de petróleo), não foi amplamente demonstrado que esses poderes serviriam ao Estado como garantidores do interesse público.

Em processo instaurado contra a Bélgica, nº C-503/99, foram abordados os poderes do Estado na *Société Nationale de Transport par Canalisations e Distrigaz*. Os poderes consistiam na necessidade de comunicar ao Estado sobre qualquer modificação nos ativos das companhias; possibilidade de manifestar eventual oposição às modificações realizadas; e indicar dois representantes para o Conselho de Administração - estes com poderes para anular qualquer decisão do órgão que pudesse ser avaliada como contrária ao interesse público.

Mais uma vez, a Comissão compreendeu que embora se tratando de serviço essencial para a população, não havia justificativa suficiente para sustentar as prerrogativas atribuídas ao Estado.

Neste momento, a partir das similaridades entre os casos, o Advogado-Geral Ruiz-Jarabo Colomer elaborou um parecer conjunto em 03 de julho de 2001.

No documento, estabeleceu as distinções entre as restrições discriminatórias - para nacionais de outros Estados-membros - e não discriminatórias - para nacionais e estrangeiros -, estas classificadas em restrições para aquisição de participação acionária ou atribuição ao Estado de poderes de intervenção.

O Advogado-Geral considerou que as restrições discriminatórias seriam contrárias aos princípios fixados pelo Tratado de Instituição da Comunidade Europeia, enquanto as não discriminatórias teriam compatibilidade com o direito comunitário europeu, em virtude da regra de neutralidade da União Europeia.

Apesar do parecer indicando a não condenação de determinados países, a Corte de Justiça da Comunidade Europeia não o acolheu integralmente, deixando de condenar somente a Bélgica no processo nº C-503/99 sob a fundamentação de que os poderes concedidos ao Estado seriam necessários para a manutenção e proteção do interesse público.

Após a resolução dos processos abordados, novos conflitos foram levados à Corte de Justiça da Comunidade Europeia por meio dos processos nº C-463/00 (Espanha) e C-98/01 (Reino Unido).

No caso do processo contra o Estado espanhol, a medida buscou analisar a compatibilidade do “sistema de prévia aprovação administrativa”<sup>15</sup> previsto por lei interna. Para a Comissão, tal sistema consistia em afronta aos princípios da livre circulação de capitais e liberdade de estabelecimento, pois representava uma limitação sem qualquer justificativa.

Ainda, a Comissão destacou que o sistema definido pelo Estado espanhol não possuía critérios de proporcionalidade, ante a impossibilidade de estabelecer quais seriam os meios existentes para a obtenção de aprovação<sup>16</sup>.

Contra o Reino Unido e a *special redeemable share* foi instaurado o processo C-98/01, questionando o poder especial inserido no capital social da *British Airport Authority plc*. A Comissão entendeu que mesmo a ação consistindo em uma restrição não discriminatória, não havia justificativas de interesse público para a utilização, possibilitando atitudes e comandos do Estado inglês de modo discricionário.

Com base nos casos envolvendo a Espanha e o Reino Unido, o Advogado-Geral proferiu novo parecer. Para ele, conforme disposto por Juliana Pela, “as *golden shares* impactam diretamente o princípio da liberdade de estabelecimento e não restringem, senão de forma incidental, o princípio da liberdade de capitais”<sup>17</sup>. A partir disso, Ruiz-Jarabo Colomer afirmou que o sistema de prévia autorização administrativa adotado pelo governo espanhol era válido e adequado à finalidade

---

<sup>15</sup> A Lei nº 05/1995 aplica-se somente com relação às companhias possuidoras de participação estatal acima de 25% (vinte e cinco por cento) do capital social, com atividades vinculadas para a garantia do interesse público, submetendo alguns atos à aprovação administrativa.

<sup>16</sup> PELA, Juliana Krueger. *As golden shares no direito societário brasileiro*. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 57.

<sup>17</sup> PELA, Juliana Krueger. *As golden shares no direito societário brasileiro*. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 58.

proposta, ainda que acarretasse em eventuais restrições ao princípio da liberdade de circulação de capitais.

Entretanto, ainda para o Advogado-Geral, não foi possível aplicar o mesmo entendimento para o Estado inglês. Isto porque inexistiam critérios objetivos para a aplicabilidade da *special redeemable share*. Em julgamento, a Corte de Justiça condenou ambos os países envolvidos no parecer.

Considerando as diversas discussões levadas à Corte de Justiça da Comunidade Europeia, compreende-se que desde o início da utilização, as ações de classe especial *golden shares* foram capazes de incitar os debates sobre a legalidade de sua aplicação nos Estados envolvidos.

Imperioso apontar que, conforme entendimento jurisprudencial da Corte de Justiça da Comunidade Europeia, a utilização esteve condicionada à manutenção dos princípios da livre circulação de capital e da liberdade de estabelecimento.

Desse modo, os Estados não puderam utilizar suas prerrogativas de modo desenfreado e injustificado, garantindo que as ações seriam criadas tão somente nos casos de relevante interesse público, pautados em motivações coerentes. Não se permitiu, então, que a utilização dos poderes consistisse em uma garantia de investimento privado em empresas públicas, ainda com o comando estatal.

O cenário europeu de intensas discussões possibilitou a proteção dos participantes privados, e representou uma maneira de alinhar o interesse nacional e os novos objetivos de empresas provenientes da desestatização.

Como apontado por Rafael Wallbach Schwind, a Corte de Justiça da Comunidade Europeia entendeu “que não poderiam ser aceitas prerrogativas desnecessárias ou que permitissem o seu exercício sem um mínimo de clareza e previsibilidade”<sup>18</sup>. Tal entendimento se mostrou essencial para o estudo das *golden shares* em território brasileiro.

---

<sup>18</sup> SCHWIND, Rafael Wallbach. As golden shares: ações de classe especial. Informativo Justen, Pereira, Oliveira e Talamini, Curitiba, n.o 131, janeiro de 2018, p. 07. Disponível em <[www.justen.com.br](http://www.justen.com.br)>. Acesso em: 14/11/2019.

#### **4. SURGIMENTO DAS GOLDEN SHARES NO BRASIL**

Processos de privatização têm ocorrido no Brasil desde o ano de 1990, no governo de Fernando Collor de Melo, verificando-se um incremento no volume a partir de 1995, durante o governo de Fernando Henrique Cardoso.

É possível relacionar as privatizações ao Consenso de Washington, ocorrido em 1989, uma recomendação internacional criada pelo economista norte-americano John Williamson para difundir a conduta econômica neoliberal com o objetivo de combater crises e misérias dos países subdesenvolvidos, principalmente da América Latina.

As recomendações internacionais dadas foram as reformas tributárias, abertura comercial, política de privatizações – reduzir ao máximo a participação do Estado na economia, transferindo o ônus financeiro das empresas estatais para a iniciativa privada - e cortes orçamentários do Estado.

Neste momento surge o Programa Nacional de Desestatizações, como uma forma de atingir as recomendações internacionais e um maior índice de desenvolvimento do país.

##### **4.1. Lei nº 8.031/90 e o início do Programa Nacional de Desestatizações (PND)**

Com o início do Programa Nacional de Desestatizações (PND), previsto pela Lei nº 8.031 de 12 de abril de 1990, tem-se a primeira previsão da “ação de classe especial”. O Programa visava transferir aos particulares algumas atividades que não deveriam ser exploradas pelo poder público, com o fim de reduzir a dívida pública, modernizar os setores da economia brasileira e incentivar o desenvolvimento do mercado de capitais - com o aumento na comercialização de ações.

A Comissão Diretora do Programa Nacional de Desestatizações sugeriu a criação de uma ação de classe especial, pertencente à União. A Lei então estipulou em seu art. 8º a existência da ação nos casos em que existissem justificativas, conferindo poder de veto em matérias disciplinadas pelo estatuto social de cada empresa.

Não houve, portanto, disposição concreta dos casos capazes de justificar as ações de classe especial em determinadas companhias, tampouco quais seriam as

prerrogativas existentes. Cabível apontar que a ausência de especificações se deu em virtude do veto presidencial acerca do art. 6º, §1º da Lei.

Referido diploma normativo determinava que o poder de veto recaísse sobre deliberações de alterações estatutárias de qualquer natureza, fixação de preços e transferência do controle acionário.

Segundo o entendimento presidencial:

Revelam-se excessivos os poderes conferidos aos detentores de ações de classe especial, o que redundará, à toda evidência, na redução do valor do controle acionário da empresa a ser privatizada, quando, na realidade, tais poderes devem depender das especificidades de cada empresa, tal como preceituam, de modo satisfatório, o inciso XIII do próprio art. 6º e o inciso XV do art. 21 do Projeto.<sup>19</sup>

O Decreto nº 1.204/94, em seu art. 43, acrescentou que a União seria detentora das ações de classe especial em sociedades derivadas da privatização sempre em virtude de razões capazes de justificar a existência, atribuindo poder de veto sobre matérias elencadas no estatuto.

A partir do disposto pela Lei 8.031/90, foram criadas ações de classe especial na Companhia Eletromecânica Celma, Empresa Brasileira de Aeronáutica S.A. (Embraer) e Companhia Vale do Rio Doce.

De acordo com o edital de privatização da Companhia Eletromecânica Celma (nº PND/A-02/91/CELMA), o item 7.1.3 discorria sobre a reserva à União de ação ordinária de classe B, com o direito de aprovação de qualquer alteração em artigos do estatuto social sobre os seguintes assuntos:

(i) que tratavam do objeto social, (ii) que estabeleciam limites para participação de companhias aéreas no capital da empresa, e (iii) que tratavam da composição do Conselho de Administração e concedia à União a prerrogativa de indicar um de seus membros.<sup>20</sup>

A privatização da Embraer foi prevista por meio do edital nº PND-A-05/94/Embraer, no qual foi determinado:

---

<sup>19</sup> Justificativa do veto presidencial verificada por meio do site do Planalto. Disponível em <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/Mensagem\\_Veto/anterior\\_98/VEP-LEI-8031-1990.pdf](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/Mensagem_Veto/anterior_98/VEP-LEI-8031-1990.pdf)>. Acesso em: 14/11/2019.

<sup>20</sup> SCHWIND, Rafael Wallbach. As golden shares: ações de classe especial. Informativo Justen, Pereira, Oliveira e Talamini, Curitiba, n.o 131, janeiro de 2018, p. 08. Disponível em <[www.justen.com.br](http://www.justen.com.br)>. Acesso em: 14/11/2019.

Deverá ser criada 'golden share', a ser detida exclusivamente pela União, com veto nas seguintes matérias: I - mudança do objeto social; II - alteração e/ou aplicação de logomarca da empresa; III - criação e alteração de programas militares que envolvam - ou não - a República Federativa do Brasil; IV - capacitação de terceiros em tecnologia para programas militares; V - interrupção do fornecimento de peças de manutenção e reposição de aeronaves militares; VI - transferência do controle acionário; VII - quaisquer modificações no estatuto social que alterem os arts. 9 e 15 e seus parágrafos, ou quaisquer vantagens preferências ou direitos atribuídos à 'golden share'.<sup>21</sup>

Por fim, na privatização da Companhia Vale do Rio Doce, o edital nº PND/A-01/97/CVRD estabeleceu que a União seria titular de participação direta - representada por ação de classe especial - e indireta. Como poderes da participação direta, previu-se a possibilidade de veto nas deliberações envolvendo:

(i) a alteração da denominação social; (ii) mudança de sede social; (iii) mudança do objeto social, no que se refere à exploração mineral; (iv) liquidação da companhia; (v) alienação ou encerramento das atividades de qualquer uma ou do conjunto das seguintes etapas dos sistemas integrados de minério de ferro da companhia, a saber: (a) depósitos minerais, jazidas, minas; (b) ferrovias; (c) portos e terminais marítimos; (vi) quaisquer modificações dos direitos atribuídos à ação de classe especial da companhia.  
<sup>22</sup>

A participação indireta ocorreria, por sua vez, mediante a criação de ação preferencial de classe A, com prazo de existência de 5 (cinco) anos e de titularidade do BNDES, também com poderes de direito exclusivo sobre as seguintes deliberações em Assembleia Geral:

(i) alteração no objeto social; (ii) modificações nas regras sobre limites de participação individual ou conjunta de acionistas em seu capital social; (iii) liquidação, dissolução, transformação, cisão, fusão ou incorporação por outra sociedade; (iv) modificações nas regras de desconcentração aplicáveis a seus acionistas; (v) alienação, oneração ou transferência, sob qualquer forma, de ações ordinárias ou de quaisquer valores mobiliários permutáveis em ações ordinárias do capital da Companhia Vale do Rio Doce de propriedade da sociedade, exceto ações ordinárias adquiridas fora do âmbito do leilão e desde que mantido, nessa sociedade, no mínimo o mesmo percentual dessas ações adquiridas em leilão; e (vi) qualquer modificação dos direitos atribuídos à ação preferencial de classe 'A'.<sup>23</sup>

---

<sup>21</sup> PELA, Juliana Krueger. As golden shares no direito societário brasileiro. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 65.

<sup>22</sup> PELA, Juliana Krueger. As golden shares no direito societário brasileiro. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 67.

<sup>23</sup> PELA, Juliana Krueger. As golden shares no direito societário brasileiro. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 67.

Acerca dos questionamentos levados ao judiciário brasileiro, insta salientar a ação popular (1997) contra o BNDES e a ação direta de inconstitucionalidade (1997).

A primeira foi instaurada com a numeração 1997.39.00.12696-8 perante a 1ª Vara da Justiça Federal do Pará e buscava, inicialmente, garantir medida liminar com a finalidade de impedir a realização do leilão de venda das ações da Companhia Vale do Rio Doce. Em momento posterior, objetivava a anulação da íntegra do processo de privatização, sob a fundamentação de incompatibilidade da ação de classe especial e o direito societário.

O feito obteve liminar favorável, a qual foi cassada pelo Superior Tribunal de Justiça. No que diz respeito ao mérito, o juízo singular entendeu pela ocorrência de perda do objeto com a carência do interesse processual.

Com relação à ação direta de inconstitucionalidade, número 1597-4, o objetivo foi questionar a constitucionalidade e legalidade da Medida Provisória que atribuiu redação ao art. 13 da Lei nº 8.031/90 e dos arts. 39 e 43<sup>24</sup> do Decreto nº 1.204/94. Fundamentou-se também que a ação de classe especial não encontrava previsão nas espécies de ações já previstas em lei.

O Supremo Tribunal Federal decidiu pelo não conhecimento dos pedidos relacionados ao art. 43, considerando que a ação de classe especial encontrava previsão na Lei nº 8.031/90 – mecanismo regular de previsão legal -, sem qualquer incompatibilidade com o princípio da legalidade. Ainda, definiu que a ação direta de inconstitucionalidade não representava meio adequado para apurar os eventuais debates sobre a Lei nº 6.404/76<sup>25</sup>.

#### **4.2. Lei nº 9.491/97 e a ampliação do Programa Nacional de Desestatizações (PND)**

Em 1997, a Lei nº 8.031/90 foi revogada pela Lei nº 9.491. A nova lei teve o propósito de ampliar o alcance do Programa Nacional de Desestatizações – mantendo os objetivos já inaugurados pela lei anterior. Definiu, então, que o programa também

---

<sup>24</sup> Art. 43. Havendo razões que o justifique, a União deterá ações de classe especial do capital social de sociedade privatizada, que conferirão poder de veto de determinadas matérias previstas no respectivo estatuto.

<sup>25</sup> PELA, Juliana Krueger. As golden shares no direito societário brasileiro. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 69.

buscaria a transferência ao setor privado da execução dos serviços públicos explorados pela União, iniciando a utilização da terminologia “desestatização”.

Com a nova Lei, a ação de classe especial foi reafirmada por meio dos arts. 6º, II, “d”<sup>26</sup>; 8º<sup>27</sup> e 11, “i”<sup>28</sup>, com preceitos semelhantes aos da Lei nº 8.031/90, diferenciada pelo seu art. 8º, que afirmou a existência de poderes especiais e não somente o poder de veto.

O Decreto nº 2.594/98 reiterou a ampliação dos poderes disposta pela nova Lei. É necessário esclarecer que tal ampliação visou incluir a prerrogativa de indicar membros do Conselho de Administração para as companhias privatizadas. Conforme destaca Juliana Pela:

Sob a égide da Lei nº 8.031/90, esse poder, embora já previsto nos estatutos sociais da Companhia Eletromecânica Celma e da Empresa Brasileira de Aeronáutica S.A., conforme mencionado acima, não estava diretamente vinculado à detenção da ação de classe especial, encerrando, em vez disso, um poder adicional ao Estado.<sup>29</sup>

#### **4.3. Lei nº 10.303/2001 e a definição das *golden shares* como ações preferenciais na Lei das Sociedades Anônimas**

Ainda no ano de 1997, o Deputado Federal Luiz Carlos Hauly sugeriu o Projeto de Lei nº 3.519 com a finalidade de incluir à Lei nº 6.404/76 nova redação prevendo a ação de classe especial – *golden shares* – tendo em vista os debates iniciados a partir da privatização da Companhia Vale do Rio Doce.

---

<sup>26</sup> Art. 6º Compete ao Conselho Nacional de Desestatização: (...) II - aprovar, exceto quando se tratar de instituições financeiras: (...) d) a criação de ação de classe especial, a ser subscrita pela União.

<sup>27</sup> Art. 8º Sempre que houver razões que justifiquem, a União deterá, direta ou indiretamente, ação de classe especial do capital social da empresa ou instituição financeira objeto da desestatização, que lhe confira poderes especiais em determinadas matérias, as quais deverão ser caracterizadas nos seus estatutos sociais.

<sup>28</sup> Art. 11. Para salvaguarda do conhecimento público das condições em que se processará a alienação do controle acionário da empresa, inclusive instituição financeira incluída no Programa Nacional de Desestatização, assim como de sua situação econômica, financeira e operacional, será dada ampla divulgação das informações necessárias, mediante a publicação de edital, no Diário Oficial da União e em jornais de notória circulação nacional, do qual constarão, pelo menos, os seguintes elementos: (...) i) a indicação, se for o caso, de que será criada ação de classe especial e os poderes nela compreendidos.

<sup>29</sup> PELA, Juliana Krueger. As *golden shares* no direito societário brasileiro. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 71.

Por meio do projeto, buscando um consenso entre a legislação societária e as normas do Plano Nacional de Desestatização, o Deputado apresentou a seguinte redação:

Art. 15. As ações, conforme a natureza dos direitos ou vantagens que confirmam a seus titulares, são ordinárias, de fruição ou especiais. (...) §2º A ação de classe especial somente será emitida e atribuída a titular específico, por sociedade objeto de desestatização, nos termos da legislação pertinente, cujos estatutos sociais definirão as matérias sobre as quais terão poderes exclusivos.<sup>30</sup>

Após o trâmite legal, a proposta foi aprovada com mudanças e sancionada por meio da Lei nº 10.303/01, a qual editou o art. 17 da Lei nº 6.404/76, conforme se vê:

§7º Nas companhias objeto de desestatização poderá ser criada ação preferencial de classe especial, de propriedade exclusiva do ente desestatizante, à qual o estatuto social poderá conferir os poderes que especificar, inclusive o poder de veto às deliberações da assembleia-geral nas matérias que especificar.<sup>31</sup>

Por meio da alteração legislativa, a ação de classe especial foi qualificada como uma ação preferencial<sup>32</sup>. Antes da modificação, a Lei das Sociedades Anônimas não previa qual deveria ser a espécie da ação, o que, no entendimento de Modesto Carvalhosa<sup>33</sup>, possibilitava que as “ações conferissem a seus titulares os mesmos direitos patrimoniais que as ações ordinárias”.

A partir deste momento de inserção à legislação societária brasileira, a ação preferencial de classe especial também foi mencionada em outros dispositivos legais<sup>34</sup>.

---

<sup>30</sup> Acesso ao Projeto de Lei n 3.519 pelo *site* da Câmara dos Deputados. Disponível em: <<https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=19796>>. Acesso em: 14/11/2019.

<sup>31</sup> Lei nº 10.303/01. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/LEIS\\_2001/L10303.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/LEIS_2001/L10303.htm)>. Acesso em: 14/11/2019.

<sup>32</sup> Sobre ações preferenciais, destaca-se o entendimento de Fabio Ulhoa Coelho: “Ações que conferem aos seus titulares um complexo de direitos diferenciado, como, por exemplo, a prioridade na distribuição de dividendos ou no reembolso do capital, com ou sem prêmio etc. As ações preferenciais podem ou não conferir o direito de voto aos seus titulares. Para serem negociadas no mercado de capitais (bolsa de valores ou mercado de balcão), os direitos diferenciados das preferenciais devem ser pelo menos um de três definidos na LSA.” COELHO, Fabio Ulhoa. Curso de Direito Comercial. 7ª Edição, volume 2. São Paulo: Saraiva, 2004, p. 112.

<sup>33</sup> MODESTO CARVALHOSA, Nelson Eizirik. A Nova Lei das S.A.. São Paulo: Saraiva, 2002, p. 114.

<sup>34</sup> É o caso do Regulamento do Novo Mercado da Bolsa de Valores do Mercado de São Paulo, que previa no item 2.1: “ações preferenciais de classe especial que tenham por fim garantir direitos políticos diferenciados, sejam intransferíveis e de propriedade do ente desestatizante”. Hoje, o regulamento

No entanto, é imperioso apontar que a reforma da lei acionária não implicou diretamente quaisquer alterações aos estatutos das empresas que já adotavam as ações de classe especial, como será visto adiante.

---

aborda, também no item 2.1, que as ações em circulação integram as “ações preferenciais de classe especial que tenham por fim garantir direitos políticos diferenciados, sejam intransferíveis e de propriedade exclusiva do ente desestatizante”. Disponível em: <<http://www.b3.com.br/data/files/81/15/35/22/3762F510ACF0E0F5790D8AA8/regulamento-do-novo-mercado-vigente-apos-06022006.pdf>>. Acesso em: 09/11/2019.

## 5. A INFLUÊNCIA DAS *GOLDEN SHARES* NO PODER DE CONTROLE ACIONÁRIO E MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS

### 5.1. O poder de controle limitado pelo Interesse Público

A análise do poder de controle é cabível a fim de se compreender as extensões das prerrogativas do Estado – que assumem relevante papel por meio das *golden shares* – se esse papel pode ser considerado um poder de controle, bem como de que forma os poderes exercidos possuem limitações por outros interesses ou disposições.

Segundo Fábio Comparato e Calixto Salomão Filho<sup>35</sup>, poder de controle é o ato de escolher por outro indivíduo, impedindo que este escolha por si e o obrigando a adotar uma medida imposta pelo detentor de poder. Sendo assim, o poder de controle consiste na determinação de um comportamento individual somada à também determinação do comportamento geral, no caso das sociedades anônimas.

Em tempos de sociedade anônima com capital altamente pulverizado, o montante de ações necessário para que um acionista se torne controlador é reduzido<sup>36</sup>, e por isso o interesse do sócio acionista puramente controlador pode ser prejudicial para a sociedade.

Como uma forma de garantir proteção à sociedade, o ordenamento jurídico brasileiro criou diversas disposições<sup>37</sup> para garantir que o sócio controlador não atue de forma discricionária, respeitando os interesses da sociedade e dos demais sócios, não apenas seus interesses individuais. A presente legislação se vê essencial, considerando-se a facilidade em adquirir o controle de uma sociedade, através de percentuais reduzidos.

Ainda, o acionista controlador não deve ser considerado – embora não sejam situações excludentes – enquanto acionista majoritário. Analisando os quóruns de votações estabelecidos pela Lei nº 6.404/76, as deliberações podem ser tomadas por

---

<sup>35</sup> COMPARATO, Fabio Konder e SALOMÃO FILHO, Calixto. O Poder de Controle na Sociedade Anônima. Rio de Janeiro: Ed. Forense, 2005, p. 136.

<sup>36</sup> Nas sociedades anônimas de capital aberto, é possível verificar maior dispersão acionária e, conseqüentemente, a redução do controle e da influência do acionista individual.

<sup>37</sup> Calixto Salomão Filho destaca que o ordenamento jurídico brasileiro realizou clara opção pelo controle minoritário, ou seja, aquele que pode ser realizado ainda que por fração reduzida do capital social. Isso fica claro ao perceber a regra que permite ações preferenciais sem direito à voto até 50% (cinquenta por cento) do capital social. SALOMÃO FILHO, Calixto. O Novo Direito Societário, 4ª Edição. São Paulo: Malheiros Editores, 2011, p. 143.

acionistas que representam a minoria do capital com direito a voto (como nos casos de Assembleia em segunda convocação com qualquer quórum, em que poderá prevalecer o voto da minoria) sendo, portanto, acionistas minoritários.

Partindo para a análise de empresas provenientes da desestatização, nos casos em que o Estado é detentor da *golden share*, é possível identificar três formas de atuação: o Estado-acionista, o Estado-administrador e o Estado-legislador.

Nos interessa primeiramente a análise de Estado-acionista que, por força das prerrogativas atribuídas à ação de classe especial, possui o condão de vetar<sup>38</sup> deliberações feitas em assembleia ou de nomear administradores<sup>39</sup>, por exemplo. É uma situação de um poder de controle muito superior ao compreendido aos demais acionistas.

Acerca da prerrogativa de nomear administradores, é cabível a compreensão de um poder de controle puramente gerencial:

Assim, com o poder de veto das alterações estatutárias e com o poder de eleger a maioria dos membros do Conselho pode-se controlar a sociedade. Evidentemente que, nesse caso, o poder maior de decisão ficará nas mãos da administração, que não poderá ser atingida pelos acionistas. O bloqueio que pode ser feito pelos detentores da *golden share* serve para proteger a administração, mas não para exercer plenamente o controle. É por isso que se afirma que esse é um instrumento útil para a criação de uma forma de controle gerencial. Nas mãos da administração, sim, ele serve como importante instrumento para a garantia do controle (gerencial).<sup>40</sup>

Sendo assim, ainda que a doutrina compreenda o Estado enquanto detentor de um poder de controle gerencial em algumas situações, nítido que tal poder encontra óbices e limitações na principal motivação para a criação da ação preferencial de classe especial.

A atuação do Estado enquanto administrador – uma das três formas de atuação listadas anteriormente – é limitada pelo interesse público primário, ou seja, os

---

<sup>38</sup> Art. 17, §7º da Lei nº 6.404/76. Art. 17. As preferências ou vantagens das ações preferenciais podem consistir: [...] § 7º Nas companhias objeto de desestatização poderá ser criada ação preferencial de classe especial, de propriedade exclusiva do ente desestatizante, à qual o estatuto social poderá conferir os poderes que especificar, inclusive o poder de veto às deliberações da assembleia-geral nas matérias que especificar.

<sup>39</sup> Art. 18 da Lei nº 6.404/76. Art. 18. O estatuto pode assegurar a uma ou mais classes de ações preferenciais o direito de eleger, em votação em separado, um ou mais membros dos órgãos de administração. Parágrafo único. O estatuto pode subordinar as alterações estatutárias que especificar à aprovação, em assembleia especial, dos titulares de uma ou mais classes de ações preferenciais.

<sup>40</sup> SALOMÃO FILHO, Calixto. O Novo Direito Societário, 4ª Edição. São Paulo: Malheiros Editores, 2011, p. 146.

interesses públicos propriamente ditos, o verdadeiro interesse a que se destina a Administração Pública para alcançar os anseios da coletividade.

Conforme exposto por Egon Bockmann Moreira e Mariana Almeida Kato:

[...] o interesse público, além de ser a justificativa, também é o limite para a utilização dessa ação: ele configura seu fundamento, seu fim e sua limitação, ramificado nas mais diferentes intenções (evitar o seu controle exercido por sociedades indesejadas, garantir a segurança pública, assegurar a continuidade, acessibilidade e qualidade no abastecimento dos bens essenciais, estabelecer políticas estratégicas de desenvolvimento nacional, promover e defender a concorrência, entre outros).<sup>41</sup>

Tal limitação é primordial tendo em vista o risco da atuação desenfreada do Estado por meio de *golden shares*, como preceitua Nuno Rodrigues sobre a existência de “acusações sobre uma verdadeira forma de *intervenção administrativa* que a detenção dessas ações representa, susceptível de colidir com direitos fundamentais constitucionalmente tutelados (*maxime* o direito-liberdade de iniciativa económica privada)”<sup>42</sup>.

No mesmo sentido, Luiz Antonio Semeghini de Souza e Marcelo Cosac acrescentam sobre o interesse público como garantidor da não-discrecionalidade da atuação estatal:

A legislação brasileira que fundamenta a criação da *golden Share* vem na esteira do Programa Nacional de Desestatização, e, portanto, constitui uma exceção ao poder de voto conferido às ações de uma companhia, justificando-se, e, por conseguinte, legitimando-se, em razão da existência do interesse público que deve ser salvaguardado, caso contrário estaríamos diante de uma flagrante ingerência do Estado na propriedade e em negócios privados, que contraria princípios constitucionais basilares do nosso sistema legal.<sup>43</sup>

A adoção da *golden share* encontra, portanto, no interesse público a justificativa para a sua instituição no Programa Nacional de Desestatizações. Contudo, a sua utilização encontra limite na própria atuação do Estado que, nas empresas privadas, somente encontraria justificativa para a salvaguarda do interesse público.

---

<sup>41</sup> RIBEIRO, Marcia Carla Pereira e KLEIN, Vinicius (organizadores). Reflexões Acerca do Direito Empresarial e a Análise Econômica do Direito. 1ª ed. Curitiba, 2014, p. 208.

<sup>42</sup> RODRIGUES, Nuno Cunha. “*Golden shares*”: as empresas participadas e os privilégios do Estado enquanto acionista minoritário. Coimbra: Coimbra Editora, 2004, p. 304.

<sup>43</sup> DE SOUZA, Luis Antonio Semeghini e COSAC, Marcelo. O Controle do Estado em Setores Estratégicos. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo: Ed. Malheiros, v. 132, janeiro-março, 2003, p. 108.

O Estado enquanto titular de um poder de controle gerencial que jamais será atribuído a qualquer outro acionista, tendo em vista seu caráter singular garantido pela legislação societária, não poderá exercer o controle de modo arbitrário e conforme intenções particulares de seus governantes, pautadas em interesses políticos, econômicos, dentre outros.

## 5.2. A atuação do Estado e o conteúdo de disposições estatutárias

Além do interesse público enquanto regulador da atuação do Estado possuidor de *golden shares*, é preciso compreender o impacto das disposições estatutárias para definir o âmbito de interferência estatal. Como disposto no §7º do art. 17 da Lei nº 6.404/76, o estatuto social poderá conferir à ação preferencial “os poderes que especificar” a respeito das “matérias que especificar”.

Nas palavras de Modesto Carvalhosa:

Deverá o estatuto, portanto, conferir ao ente desestatizante, detentor da *golden share*, não apenas os poderes de veto, mas qualquer outros poderes que se justifiquem pelas razões de interesse público previsto no Edital de Privatização, como referido. E poderá prever o estatuto o direito de veto não apenas no âmbito das deliberações da Assembléia Geral, mas sobretudo no Conselho de Administração, inclusive o direito de eleger o ente público um membro no Conselho de Administração.<sup>44</sup>

A lacuna do ordenamento jurídico brasileiro encontra fundamento nas diferentes necessidades de intervenção estatal a depender do objeto da empresa desestatizada e dos interesses públicos a serem protegidos.

Não seria possível, portanto, que o legislador estabelecesse num rol taxativo e exaustivo as possibilidades de ingerência estatal, atribuindo ao estatuto as matérias passíveis de veto<sup>45</sup>.

Em atenção à análise histórica feita anteriormente, deve-se destacar que em outros países, como Inglaterra e França, as prerrogativas das *golden shares* também eram especificadas por meio dos estatutos considerando as peculiaridades de cada Companhia, como permite a legislação societária brasileira.

---

<sup>44</sup> MODESTO CARVALHOSA, Nelson Eizirik. A Nova Lei das S.A.. São Paulo: Saraiva, 2002, p. 114.

<sup>45</sup> DA SILVA, Luiz Alberto. Transferência de Ações Ordinárias da Empresa Brasileira de Aeronáutica S.A. – Embraer dos Acionistas Controladores da Companhia a Empresas Francesas. Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem. São Paulo: Ed. Malheiros, v. 8, abril-junho, p. 202.

### 5.3. As *Golden Shares* geram influência no mercado de valores mobiliários?

São intensos os debates acerca do impacto causado pelas *golden shares* no mercado de valores mobiliários.

A discussão paira sobre os reflexos negativos que a ação preferencial teria na negociação de ações da empresa desestatizada em bolsa de valores. Argumenta-se que a possibilidade de ingerência do Estado em assuntos primordiais para o desenvolvimento da empresa poderia afastar o investidor privado, reduzindo o valor de comercialização da ação.

Nesse sentido, discorre Modesto Carvalhosa, acerca sobre o risco da diminuição do preço de venda das empresas privatizadas:

A propósito, lembre-se que a instituição do direito de veto do ente público sobre determinadas matérias acarreta uma diminuição do preço de venda das empresas privatizadas, justificando-se, no entanto, pela prevalência do interesse público no que se refere à manutenção das atividades empresariais privatizadas, à qualidade dos serviços prestados ou à fixação de preços públicos.<sup>46</sup>

Sendo assim, o debate aponta que seriam duas as consequências das *golden shares* em empresas desestatizadas: a redução no preço das ações de emissão negociadas no mercado de valores mobiliários e a diminuição na liquidez das ações.

Como demonstra Juliana Pela<sup>47</sup>, os diversos questionamentos incentivaram um estudo da empresa de consultoria inglesa *Oxera Consulting Ltd.* requisitado pela Comissão da Comunidade Europeia. Nesse estudo<sup>48</sup> para compreender o impacto macroeconômico das ações, a empresa analisou principalmente a variação de preço de negociação na bolsa das ações de diversas companhias privatizadas, em mais de um país da Europa.

---

<sup>46</sup> MODESTO CARVALHOSA, Nelson Eizirik. A Nova Lei das S.A.. São Paulo: Saraiva, 2002, p. 115-116.

<sup>47</sup> PELA, Juliana Krueger. As golden shares no direito societário brasileiro. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 183.

<sup>48</sup> “Verificou-se, nessa análise, se houve aumento ou diminuição do preço de negociação das ações após determinados eventos, como: o anúncio de modificações nos poderes conferidos pelas *golden shares*, a instauração de processos perante a Corte de Justiça da União Europeia; a divulgação de decisões da Corte; e a extinção da *golden share*, em alguns casos”. PELA, Juliana Krueger. As golden shares no direito societário brasileiro. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 183.

O estudo, feito em 2005, apontou pela inexistência de evidências suficientes para concluir que o preço de emissão das ações seria diretamente influenciado pelas *golden shares*.

No Brasil, ante a ausência de estudo concreto e atualizado, e abordando apenas os dados práticos, não é possível concluir que as *golden shares* teriam um impacto negativo – ensejando um efeito específico de desvalorização das ações da Companhia emitente –, ou um efeito geral sobre o mercado de valores mobiliários.

Sobre a Embraer e a Vale, as duas empresas integram o Ibovespa – Índice Bovespa, ou seja, possuem um elevado volume de negociação no mercado, pois o índice corresponde ao mais importante indicador do desempenho médio das cotações das ações negociadas na B3 – Brasil, Bolsa, Balcão<sup>49</sup>.

Desse modo, considerando a insuficiência de dados concretos sobre a valorização ou desvalorização das empresas que possuem a *golden share*, resta apenas a análise dos dados práticos e disponíveis – como os dados conferidos pelo Ibovespa, pelos quais não se pode garantir os impactos da referida classe especial de ações no mercado de valores mobiliários.

---

<sup>49</sup> As ações integram o Ibovespa como informado pelo *site* da B3. Disponível em: <[http://www.b3.com.br/pt\\_br/market-data-e-indices/indices/acoes-por-indice/](http://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/indices/acoes-por-indice/)>. Acesso em: 09/11/2019.

## 6. EMPRESAS BRASILEIRAS DESESTATIZADAS COM AÇÕES PREFERENCIAIS DE CLASSE ESPECIAL

Ainda que as ações preferenciais de classe especial de propriedade da União se verifiquem também na companhia Instituto de Resseguros do Brasil (IRB), o presente trabalho abordará de maneira mais profunda a existência junto à Companhia Vale do Rio Doce (Vale) e Embraer.

A seleção ocorreu pela particularidade dos casos e pelas situações reais de possibilidade de utilização das prerrogativas garantidas às *golden shares*, relevantes para o propósito contido neste trabalho.

### 6.1. Caso Companhia Vale do Rio Doce (Vale)

Para início da análise proposta, são os artigos do estatuto social da Vale que determinam a existência de ação preferencial de classe especial<sup>50</sup>:

Art. 5º - O capital social da Vale é de R\$77.300.000.000,00 (setenta e sete bilhões e trezentos milhões de reais), totalmente subscrito e integralizado, dividido em 5.284.474.782 (cinco bilhões, duzentos e oitenta e quatro milhões, quatrocentas e setenta e quatro mil e setecentas e oitenta e duas) ações escriturais, sendo R\$77.299.999.823,12 (setenta e sete bilhões, duzentos e noventa e nove milhões, novecentos e noventa e nove mil, oitocentos e vinte e três reais e doze centavos), divididos em 5.284.474.770 (cinco bilhões, duzentos e oitenta e quatro milhões, quatrocentas e setenta e quatro mil e setecentas e setenta) ações ordinárias e R\$176,88 (cento e setenta e seis reais e oitenta e oito centavos), divididos em 12 (doze) ações preferenciais de classe especial, todas sem valor nominal.

§ 1º - As ações são ordinárias e preferenciais da classe "especial". A Vale não poderá emitir outras ações preferenciais.

§ 2º - As ações preferenciais da classe especial pertencerão exclusivamente à União Federal e terão os direitos que lhe são expressa e especificamente atribuídos no presente Estatuto Social.

§ 3º - Cada ação ordinária e cada ação preferencial de classe especial dá direito a um voto nas deliberações das Assembleias Gerais, respeitado o disposto no § 4º a seguir.

§ 4º - As ações preferenciais da classe especial terão os mesmos direitos políticos das ações ordinárias, salvo com relação ao voto para a eleição dos membros do Conselho de Administração, que somente será assegurado às ações preferenciais da classe especial nas hipóteses previstas nos § 4º e §5º do Art. 11 a seguir, bem como no Artigo 141 da Lei 6.404/76. Também é

---

<sup>50</sup> Estatuto social da Vale S.A.. Disponível em <[http://www.vale.com/PT/investors/corporate-governance/Documents/EstatutoSocial\\_p.pdf](http://www.vale.com/PT/investors/corporate-governance/Documents/EstatutoSocial_p.pdf)>. Acesso em: 14/11/2019.

assegurado às ações preferenciais de classe especial o direito de eleger e destituir, um membro do Conselho Fiscal e o respectivo suplente.

§ 5º - Os titulares das ações preferenciais da classe especial terão direito de participar do dividendo a ser distribuído calculado na forma do Capítulo VII, de acordo com o seguinte critério: a) prioridade no recebimento dos dividendos mencionados neste §5º correspondente a (i) no mínimo 3% (três por cento) do valor do patrimônio líquido da ação, calculado com base nas demonstrações financeiras levantadas que serviram como referência para o pagamento dos dividendos ou (ii) 6% (seis por cento) calculado sobre a parcela do capital constituída por essa classe de ação, o que for maior entre eles; b) direito de participar dos lucros distribuídos, em igualdade de condições com as ações ordinárias, depois de a estas assegurado dividendo igual ao mínimo prioritário estabelecido em conformidade com a alínea “a” acima; e c) direito de participar de eventuais bonificações, em igualdade de condições com as ações ordinárias, observada a prioridade estabelecida para a distribuição de dividendos.

§ 6º - As ações preferenciais da classe especial adquirirão o exercício pleno e irrestrito do direito de voto se a sociedade deixar de pagar, pelo prazo de 03 (três) exercícios sociais consecutivos, os dividendos mínimos conferidos às ações preferenciais, a que fizerem jus nos termos do §5º do Art. 5º.

Art. 7º - A ação de classe especial terá direito de veto sobre as seguintes matérias: I - alteração da denominação social; II - mudança da sede social; III - mudança no objeto social no que se refere à exploração mineral; IV - liquidação da sociedade; V - alienação ou encerramento das atividades de qualquer uma ou do conjunto das seguintes etapas dos sistemas integrados de minério de ferro da sociedade: (a) depósitos minerais, jazidas, minas; (b) ferrovias; (c) portos e terminais marítimos; VI - qualquer modificação dos direitos atribuídos às espécies e classes das ações de emissão da sociedade previstos neste Estatuto Social; VII - qualquer modificação deste Artigo 7º ou de quaisquer dos demais direitos atribuídos neste Estatuto Social à ação de classe especial.

O processo de privatização da companhia Vale ocorreu em 3 (três) etapas, finalizando no ano de 2000. Após a primeira etapa de desestatização, foram emitidas duas ações de classe especial – *golden share* –, de propriedade da União, e uma ação preferencial de classe A detida pelo BNDES Participações S.A. com prazo de existência de 5 (cinco) anos.

A ação preferencial de classe A facultava prerrogativas que garantiam à União uma administração indireta – não por meio da ação de sua titularidade -, pois o estatuto social da Vale previa o direito exclusivo de deliberação sobre:

(i) alteração no objeto social; (ii) modificações nas regras sobre limites de participação individual ou conjunta de acionistas em seu capital social; (iii) liquidação, dissolução, transformação, cisão, fusão ou incorporação por outra sociedade; (iv) modificações nas regras de desconcentração aplicáveis a seus acionistas; (v) alienação, oneração ou transferência, sob qualquer forma, de ações ordinárias ou de quaisquer valores mobiliários permutáveis em ações ordinárias do capital da Companhia Vale do Rio Doce de

propriedade da sociedade, exceto ações ordinárias adquiridas fora do âmbito do leilão e desde que mantido, nessa sociedade, no mínimo o mesmo percentual dessas ações adquiridas em leilão; e (vi) qualquer modificação dos direitos atribuídos à ação preferencial de classe 'A' <sup>51</sup>

Acerca das motivações para a criação de ação preferencial de classe A, tem-se a possibilidade de manutenção e estabilidade da empresa nos primeiros anos após o processo de privatização. É um meio de auxiliar a perseguir os objetivos do estatuto e do interesse público e mais um modo de blindar a empresa para os anseios do investidor privado que não considera o aspecto social e essencial da Vale.

Uma vez transcorrido o prazo fixado para a existência da ação preferencial de classe A e garantida a estabilidade da empresa, é possível perceber apenas a existência da ação preferencial pertencente à União. Conforme disposto pelo art. 5º do Estatuto, a União detém 12 (doze) ações preferenciais de classe especial.

Ademais, após as mudanças trazidas pela nova redação da Lei nº 6.404/76 provocadas pela Lei nº 10.303/01, as ações especiais foram classificadas como preferenciais. Como se aúfere da leitura dos artigos dispostos acima, o estatuto da Vale adotou a inovação trazida pela legislação e nomeou de maneira adequada as *golden shares*.

No que diz respeito às disposições estatutárias atuais, cabível a análise de seu conteúdo e o interesse público que se propõe a resguardar. O art. 5º do estatuto define que as ações de classe preferencial terão direito a um voto para a escolha de membros do Conselho de Administração (somente nos casos de Presidente e Vice-Presidente), e eleição de membro para o Conselho Fiscal.

Já o art. 7º fixa as matérias capazes de provocar o direito a veto da União. Nesse sentido, estão elencadas as matérias sobre alterações na denominação, no objeto e sede social; deliberações sobre o objeto da empresa, exploração de minerais e decisões sobre os direitos da ação preferencial.

Os referidos artigos correspondem ao interesse público que permeia a atuação da empresa, com finalidade de exploração de recursos naturais do Brasil. As prerrogativas elencadas visam garantir a continuidade de atuação da Vale conforme seus propósitos iniciais, e não representam uma ameaça ao investimento privado.

---

<sup>51</sup> PELA, Juliana Krueger. As golden shares no direito societário brasileiro. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 67.

Considerando as peculiaridades do caso concreto, as disposições estatutárias estão de acordo com os objetivos de criação e permanência da *golden share*. Também, não apresentam uma possibilidade de uso abusivo ou discricionário da União, pois o Estatuto delimita de maneira taxativa e adequada as possibilidades de intervenção do governo.

Em janeiro de 2019, ocorreu o maior desastre natural com rejeitos de mineração da história do Brasil. Uma barragem controlada pela Vale e localizada em Brumadinho – Minas Gerais se rompeu, resultando em 249 (duzentos e quarenta e nove) mortos e 21 (vinte e um) desaparecidos ou não identificados<sup>52</sup>.

Logo após a ocorrência do fato, o presidente da República em exercício, Hamilton Mourão, concedeu declarações<sup>53</sup> manifestando a realização de um estudo sobre a possibilidade de convocar uma reunião do Conselho de Administração para deliberar sobre o afastamento de membros da diretoria, em uso das prerrogativas atribuídas pelas *golden shares*.

Em manifestação<sup>54</sup> posterior, o Ministro da Casa Civil, Onyx Lorenzoni, sinalizou que a ação preferencial não permitiria a interferência na gestão da Vale.

Os poderes atribuídos à União por meio da *golden share* estão elencados no art. 5º e 7º do Estatuto Social da Companhia. Dentre eles, para analisar a presente situação, importa reiterar o direito de um único voto para cada ação nas deliberações de Assembleia Geral (art. 5º, §3º) e o direito de voto para eleição de Presidente e Vice-Presidente do Conselho de Administração e membro do Conselho Fiscal (art. 5º, §4º).

Sendo assim, a intenção de convocação de reunião do Conselho de Administração para debater o afastamento de membros da diretoria não está elencada no rol de prerrogativas atribuídas à *golden share* por meio do estatuto da Vale. Ainda,

---

<sup>52</sup> Dados atualizados até agosto de 2019. Disponível em <<https://g1.globo.com/mg/minas-gerais/noticia/2019/08/31/brumadinho-sobe-para-249-o-numero-de-mortos-no-rompimento-de-barragem.ghtml>>. Acesso em: 14/11/2019.

<sup>53</sup> Declarações amplamente noticiadas. Disponível em <<https://valor.globo.com/politica/noticia/2019/01/28/governo-diz-que-grupo-estuda-eventual-afastamento-da-diretoria-da-vale.ghtml>>. Acesso em: 14/11/2019.

<sup>54</sup> Disponível em: <<https://oglobo.globo.com/economia/governo-nao-pode-tudo-diz-onyx-ao-descartar-destituicao-da-diretoria-da-vale-23410970>> Acesso em: 14/11/2019.

tal afastamento poderia somente ser determinado após deliberação da maioria dos conselheiros presentes, conforme previsão do art. 13<sup>55</sup>.

Como abordado anteriormente, as disposições estatutárias servem para evitar e prevenir as ingerências excessivas e discricionárias da União em assuntos da empresa.

Ainda que a situação fática abordada – tragédia de extenso reflexo ambiental e social –, possa dar a entender e motivar uma interferência da União para apurar a responsabilidade dos membros da diretoria, é preciso ter a cautela necessária para não ultrapassar o estatuto de uma sociedade de caráter privado, respeitando a autonomia dos demais sócios acionistas.

## 6.2. Caso Embraer

Em leitura do estatuto social da Embraer, são os artigos que abordam a existência e competências da *golden share*<sup>56</sup>:

ART. 6º - O capital social da Companhia, subscrito e totalmente integralizado, é de R\$ 5.159.617.052,42 (cinco bilhões, cento e cinquenta e nove milhões, seiscentos e dezessete mil, cinquenta e dois reais e quarenta e dois centavos), dividido em 740.465.044 (setecentos e quarenta milhões, quatrocentos e sessenta e cinco mil e quarenta e quatro) ações ordinárias e nominativas, sendo uma ação ordinária de classe especial (art. 9º), todas sem valor nominal.

PARÁGRAFO 1º – O capital será sempre dividido exclusivamente em ações ordinárias, vedada a emissão de ações preferenciais.

PARÁGRAFO 2º - A classe especial da ação da União compreenderá sempre uma única ação, que preservará todas as suas prerrogativas enquanto for detida pela União (conforme art. 8º da Lei nº 9.491/97).

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

I. Mudança de denominação da Companhia ou de seu objeto social; II. Alteração e/ou aplicação da logomarca da Companhia; III. Criação e/ou alteração de programas militares, que envolvam ou não a República Federativa do Brasil; IV. Capacitação de terceiros em tecnologia para programas militares; V. Interrupção de fornecimento de peças de manutenção

---

<sup>55</sup> Art. 13. As reuniões do Conselho de Administração somente se instalarão com a presença da maioria de seus membros e estes somente deliberarão mediante o voto favorável da maioria dos membros presentes.

<sup>56</sup> Estatuto social da Embraer. Disponível em: <https://ri.embraer.com.br/show.aspx?idCanal=Kacx+BqjYTwZmMKBRQu5Yg==>> Acesso em: 14/11/2019.

e reposição de aeronaves militares; VI. Transferência do controle acionário da Companhia; VII. Quaisquer alterações: (i) às disposições deste artigo, do art. 4, do caput do art. 10, dos arts. 11, 14 e 15, do inciso III do art. 18, dos parágrafos 1º. e 2º. do art. 27, do inciso X do art. 33, do inciso XII do art. 41 ou do Capítulo VII; ou ainda (ii) de direitos atribuídos por este Estatuto Social à ação de classe especial.

PARÁGRAFO 1º - Estará sujeita a prévia aprovação da União, na qualidade de detentora da ação ordinária de classe especial, a realização da oferta pública de aquisição de ações referida no art. 56 do presente Estatuto Social.

PARÁGRAFO 2º - Observado o disposto na Lei nº 6.404/76 e no art. 18, inciso III deste Estatuto Social, as matérias elencadas no presente artigo estarão sujeitas à deliberação do Conselho de Administração da Companhia, observando-se o seguinte procedimento: I. A matéria será objeto de deliberação do Conselho de Administração. II. Se aprovada pelo Conselho de Administração, o Presidente daquele órgão notificará o membro eleito pela União para que esta exerça seu direito de veto ou se manifeste favoravelmente à matéria, dentro do prazo de 30 dias a contar do recebimento da referida notificação. III. Decorrido o prazo referido no inciso II acima, será realizada nova reunião do Conselho de Administração para: (i) reconsiderar a deliberação, caso a União tenha exercido o seu direito de veto; ou (ii) ratificar a deliberação, caso a União tenha se manifestado favoravelmente ou não tenha proferido qualquer manifestação no prazo indicado acima. IV. Se a deliberação for ratificada pelo Conselho de Administração, a matéria, nos casos em que a legislação assim exija, será submetida à aprovação da Assembleia Geral, na qual a União poderá ainda exercer o poder de veto nos termos do presente artigo.

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

ART. 27 - O Conselho de Administração será composto de, no mínimo, 09 e, no máximo, 11 membros eleitos pela Assembleia Geral, com mandato unificado de 2 anos, permitida a reeleição, observado o disposto nos parágrafos 1º e 2º abaixo.

PARÁGRAFO 1º - A União, na qualidade de titular da ação de classe especial, terá direito de eleger um membro efetivo do Conselho de Administração e respectivo suplente.

ART. 56 - Qualquer acionista ou Grupo de Acionistas que venha a adquirir ou se torne titular, por qualquer motivo, de: (i) 35% ou mais do total de ações de emissão da Companhia; ou (ii) outros direitos, inclusive usufruto e fideicomisso, sobre as ações de emissão da Companhia que representem mais de 35% do seu capital ("Acionista Adquirente"), deverá, no prazo máximo de 15 dias a contar da data de aquisição ou do evento que resultou na titularidade de ações ou direitos em quantidade superior ao limite estipulado, submeter à União, na qualidade de titular da ação ordinária de classe especial, por intermédio do Ministério da Economia, pedido para a realização de uma oferta pública de ações para aquisição da totalidade das ações de emissão da Companhia, observando-se o disposto na regulamentação aplicável, os regulamentos da B3 e os termos deste artigo.

PARÁGRAFO 1º - A União, na qualidade de titular da ação ordinária de classe especial, terá plena discricionariedade para aceitar ou negar o pedido para a realização da oferta pública. Caso o pedido seja aceito, o Acionista Adquirente deverá realizar a oferta no prazo de 60 dias, contados da data da aprovação, procedendo na forma indicada no presente artigo. Caso o pedido seja negado, o Acionista Adquirente deverá, no prazo de 30 dias contados da comunicação da negação, alienar todas as ações que excedam o limite estabelecido no caput do presente artigo.

Conforme discorrido anteriormente, a reforma da legislação proposta pela Lei nº 10.303/01 não atingiu todos os estatutos com previsão de *golden shares*. No caso da Embraer, o estatuto previa que a ação cabível à União seria ordinária quando, na realidade, deveria definir a ação como preferencial, nos termos do art. 17, §7º da Lei nº 6.404/76<sup>57</sup>.

As disposições estatutárias atuais compreendem o poder de veto nas matérias elencadas em seu art. 9º. Dentre elas, são previstas as mudanças de denominação ou objeto social, as alterações relativas às atividades militares, as transferências acionárias e as alterações a respeito das prerrogativas da *golden share*.

Ainda, o Estatuto Social em comento também prevê à *golden share* o direito de nomear membro efetivo do Conselho de Administração (art. 27, §1º) e a possibilidade de aceitar ou negar pedido para a realização de oferta pública (art. 56).

Partindo-se do pressuposto de que a Embraer possui relevante e essencial interesse público, as disposições estatutárias acima exemplificadas buscam atribuir à União o direito de zelar e garantir os interesses primários da sociedade.

As disposições estatutárias, assim, possuem a intenção de reduzir as possibilidades de discricionariedade ou de atuação excessiva da União. São estabelecidas hipóteses para a interferência considerando o objeto e a função da empresa, sem deixar de resguardar os interesses privados e dos investidores.

Em janeiro de 2000, foi realizada consulta, nº 0400.001319/99-62, do Ministério da Defesa junto à Advocacia Geral da União (AGU) sobre a alienação de 20% (vinte por cento) das ações ordinárias da Embraer possuídas pelos acionistas controladores a um grupo de empresas francesas controladas pelo governo francês. Tais ações

---

<sup>57</sup> Art. 17. As preferências ou vantagens das ações preferenciais podem consistir: [...] § 7º Nas companhias objeto de desestatização poderá ser criada ação preferencial de classe especial, de propriedade exclusiva do ente desestatizante, à qual o estatuto social poderá conferir os poderes que especificar, inclusive o poder de veto às deliberações da assembléia-geral nas matérias que especificar.

excederem as ações necessárias para o controle da companhia, sem a anuência ou conhecimento da União.

A motivação da consulta foi a discussão acerca da validade da transferência do excedente, pois evidências apontavam que seria uma tentativa do grupo controlador de transferir o controle acionário sem a interferência da União e do poder de veto existente – atribuído pelas *golden shares*. Como aponta Luiz Alberto da Silva:

Veto significa proibição, suspensão, oposição. Logo, poder de veto, no caso em exame, significa o poder, concedido à União, de opor-se, de proibir, de impedir que se delibere em determinado sentido, nos casos em que entenda existir ameaça aos princípios e valores para cuja preservação a ação de classe especial foi criada.<sup>58</sup>

A partir do processo de privatização, a limitação de participação estrangeira na empresa foi limitada a 40% (quarenta por cento) do capital social votante, o que consistia, obviamente, em uma proibição de assunção do controle por capital estrangeiro.

Em conclusão, o parecer apontou que a alienação pretendida de 20% (vinte por cento) das ações ordinárias não representava, de fato, a transferência do controle acionário da companhia e, por isso, não estaria sujeita ao poder de veto garantido pela *golden share*. Sendo assim, afastou a necessidade de comunicação e anuência da União para a realização do negócio pretendido.

Ademais, embora a limitação de capital estrangeiro não estivesse disposta no estatuto da empresa, o parecer concluiu que as determinações do edital de privatização se mantinham com a finalidade de proteção dos interesses nacionais.

O entendimento do parecer do Advogado Geral da União sobre a transferência do controle acionário segue abaixo transcrito, de modo a evidenciar a fundamentação acima:

Desse modo, em relação ao capital estrangeiro, a União não só pode vetar a transferência do controle acionário da Embraer, do mesmo modo que pode em relação a capital nacional, como deve vetar essa transferência, caso venha a ser pretendida. A não ser que lei específica posterior, ou o Exmo. Sr. Presidente da República, por razões de Estado, venha a retirar a exigência referente a limitação do capital estrangeiro. No enquanto, em quaisquer dos casos, o ato do Legislativo ou do Executivo implicaria o reconhecimento de

---

<sup>58</sup> DA SILVA, Luiz Alberto. Transferência de Ações Ordinárias da Empresa Brasileira de Aeronáutica S.A. – Embraer dos Acionistas Controladores a Empresas Francesas. Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem. São Paulo: Ed. Malheiros, v. 08, abril-junho, p. 203.

que o exercício do controle acionário da Embraer pelo capital estrangeiro, ao contrário da ideia que presidiu a privatização da Companhia, não configuraria riscos aos superiores interesses do País.<sup>59</sup>

Superada a discussão, atualmente, o peso de voto dos estrangeiros é limitado a 40% (quarenta por cento) dos votos em assembleia (2/3 dos votos), conforme art. 14 do Estatuto, assegurando o princípio estabelecido na privatização da empresa e tal limite pode ser alterado apenas por Decreto Presidencial.

Ainda a respeito dos mecanismos de proteção de interesses, nenhum grupo de acionistas – brasileiro ou estrangeiro – poderá exercer votos em assembleia em número superior a 5% (cinco por cento) do número de ações em que se dividir o capital social. Também, é vedada a aquisição de participação igual ou superior a 35% (trinta e cinco por cento) do capital da Embraer, salvo expressa autorização da União<sup>60</sup>.

Em 2006, a empresa foi a primeira<sup>61</sup> a adotar o modelo de companhia aberta de capital pulverizado (ações negociadas na B3 – bolsa oficial de valores do Brasil e na NYSE – bolsa oficial de valores de NY), ou seja, sem a figura de um grupo de controle ou acionista controlador. De acordo com as informações prestadas pela Embraer em seu portal de relação com os investidores, a participação acionária relevante possui aproximadamente 35% (trinta e cinco por cento) pertencente a fundos de investimento estrangeiros.<sup>62</sup>

Ao final do ano de 2017, Embraer e Boeing (*Boeing Company* - fabricante de aviões norte americana) anunciaram a existência de tratativas entre as companhias para uma potencial combinação de negócios.

Em julho de 2018, os termos do negócio foram divulgados<sup>63</sup> apontando para a compra do setor da aviação civil da Embraer, com a criação de uma *joint venture*<sup>64</sup>

---

<sup>59</sup> DA SILVA, Luiz Alberto. Transferência de Ações Ordinárias da Empresa Brasileira de Aeronáutica S.A. – Embraer dos Acionistas Controladores a Empresas Francesas. Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem. São Paulo: Ed. Malheiros, v. 08, abril-junho, p. 217.

<sup>60</sup> Disponível em <<https://ri.embraer.com.br/show.aspx?idCanal=Gzp35Hr/uuiSRN5Mr8VT9g==>>. Acesso em: 14/11/2019.

<sup>61</sup> Disponível em <<https://ri.embraer.com.br/show.aspx?idCanal=Gzp35Hr/uuiSRN5Mr8VT9g==>>. Acesso em: 14/11/2019.

<sup>62</sup> Disponível em: <<https://ri.embraer.com.br/show.aspx?idCanal=LIY+r3qqt49YpDERgHIHtA==>>. Acesso em: 14/11/2019.

<sup>63</sup> Apresentação Embraer e Boeing – Parceria Proposta. Disponível em: <<https://ri.embraer.com.br/list.aspx?idCanal=LZlAqj3bYzacxzxEd8rruA==>>. Acesso em: 14/11/2019.

<sup>64</sup> A *joint venture* surge por meio de “[...] coligação de duas ou mais empresas (empresas sociedades ou empresários individuais), visando à consecução de uma tarefa, ou de um empreendimento, ou de projeto comum, que exige um volumoso investimento, ou a conjugação de recursos. Forma-se uma convenção com a finalidade de realizar uma obra, ou atuar em um setor da atividade humana. Cria-se uma associação de empresas para conseguir maior capacidade na exploração, de setor da construção

avaliada em US\$5,260 (cinco bilhões e duzentos e sessenta milhões de dólares) , com 80% (oitenta por cento) do capital pertencente à Boeing e 20% (vinte por cento) à Embraer.

Ainda segundo o comunicado, haveria a criação de outra *joint venture* para a produção e comercialização de um único produto militar, o cargueiro KC-390. Essa empresa teria o controle da Embraer, com 51% (cinquenta e um por cento), e a Boeing comporia o quadro com 49% (quarenta e nove por cento) das ações.

Diante deste cenário, considerando-se o disposto pelo art. 9º, IV do estatuto da companhia, em havendo a possível transferência do controle acionário para a criação da *joint venture* das operações de aviação civil, atribuiu-se à União o direito de vetar (ou não) a negociação pretendida.

Após uma aparente indecisão inicial do governo de Michel Temer sobre a aceitação dos termos do acordo, a decisão foi tomada em janeiro de 2019 pelo novo presidente em exercício, Jair Bolsonaro<sup>65</sup>. Para ele, estariam preservados os interesses públicos e, por isso, a União não deveria se opor aos negócios:

Em reunião realizada hoje com o Exmo. Sr. Presidente Jair Bolsonaro, com os Ministros da Defesa, do GSI, das Relações Exteriores, da Ciência e Tecnologia, Inovações e Comunicações; e representantes do Ministério da Economia e dos Comandos da Marinha, do Exército e da Aeronáutica foram apresentados os termos das tratativas entre EMBRAER (privatizada desde 1994) e BOEING.

O Presidente foi informado de que foram avaliados minuciosamente os diversos cenários, e que a proposta final preserva a soberania e os interesses nacionais.

Diante disso, não será exercido o poder de veto (golden Share) ao negócio.<sup>66</sup>

No entanto, entre os termos do negócio está cláusula que permite à Boeing a compra dos 20% (vinte por cento) pertencentes à Embraer após 5 (cinco) anos da realização do negócio.

Destaca-se também que nas *joint ventures* criadas por meio do acordo, a União não possui qualquer tipo de prerrogativa ou ação preferencial de classe especial.

---

civil, ou fabricação de certos produtos, ou da prestação de serviços. Celebra-se um acordo entre as empresas visando um melhor, mais rápido e eficiente resultado no empreendimento.” RIZZARDO, Arnaldo. Direito de empresa, 4ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2012, p. 700.

<sup>65</sup> Disponível em: <<https://oglobo.globo.com/economia/governo-bolsonaro-autoriza-fusao-entre-boeing-embraer-23362191>>. Acesso em: 14/11/2019.

<sup>66</sup> Disponível em: <[https://www.gov.br/planalto/pt-br/acompanhe-o-planalto/notas/copy\\_of\\_2019/nota-a-imprensa-1](https://www.gov.br/planalto/pt-br/acompanhe-o-planalto/notas/copy_of_2019/nota-a-imprensa-1)>. Acesso em: 14/11/2019.

De acordo com divulgação de Fato Relevante<sup>67</sup> em 03 de outubro de 2019, a negociação foi aprovada pelos acionistas da Embraer em fevereiro do mesmo ano, pendente apenas de diligências das empresas para consolidação, sem prazo para conclusão da Operação.

No caso em análise, o governo brasileiro compreendeu que a criação das *joint ventures* propostas, com a consequente alienação de 80% (oitenta por cento) da participação acionária dos setores da aviação civil não representavam ameaça para o interesse público e continuidade da empresa, deixando de exercer o direito de veto inerente à *golden share*.

A cláusula que permite a aquisição das ações pertencentes à Embraer após 5 (cinco) anos não poderia ser vetada pela União, vez que ultrapassa as prerrogativas da ação preferencial, que não poderia ditar ou interferir nos termos do negócio – cabendo apenas vetar ou não sua consolidação.

Em outubro de 2019, o Partido Democrático Trabalhista (PDT) ajuizou a Arguição de Descumprimento de Preceito Fundamental (ADPF), nº 627<sup>68</sup>, perante o Supremo Tribunal Federal (STF), para suspender a negociação entre Embraer e Boeing, buscando a anulação da assembleia que aprovou a operação.

Na ação, o partido argumenta que a não utilização do poder de veto pela União para barrar as negociações teria resultado em uma ofensa aos princípios constitucionais da soberania e de desenvolvimento nacional. Ainda, segundo o PDT, a operação também se opõe aos princípios do valor social do trabalho e da busca do pleno em prego. O processo ainda não teve decisão e está na relatoria do Ministro Roberto Barroso.

### **6.3. Análise dos impactos das *golden shares* na Vale e Embraer**

---

<sup>67</sup> “As partes continuam a trabalhar de forma diligente e cooperativa para consumir a Operação no menor prazo possível. Nesse sentido, a Embraer implementará a segregação interna do negócio de aviação comercial da Companhia a partir do final deste exercício social e atualmente estima que a consumação da Operação ocorra no início de 2020. As partes já obtiveram as autorizações aplicáveis das autoridades concorrenciais em algumas jurisdições e a consumação da Operação continua sujeita (i) à aprovação por autoridades concorrenciais em outras jurisdições aplicáveis; e (ii) à satisfação de outras condições usuais em operações desta natureza. Até que tais aprovações sejam obtidas e as demais condições sejam satisfeitas, não há garantias quanto à consumação da Operação ou ao prazo para sua conclusão.” Disponível em: <<https://ri.embraer.com.br/list.aspx?idCanal=LZIAqj3bYzacxzxEd8rruA==>>. Acesso em: 14/11/2019.

<sup>68</sup> Disponível em: <<http://www.stf.jus.br/portal/cms/verNoticiaDetalhe.asp?idConteudo=426933>>. Acesso em: 14/11/2019.

Em mais de uma oportunidade a União deixou de exercer as suas prerrogativas (caso Embraer) ou cogitou utilizar em atribuição alheia às disposições estatutárias (caso Vale). O questionamento recai, portanto, sobre a necessidade de existência de um instituto tão pouco – ou nada – utilizado desde a sua implementação.

Acerca dos impactos percebidos nas empresas desestatizadas, principalmente no caso da Embraer, nota-se o debate acalorado sobre quais seriam os interesses públicos defendidos e qual é o limite da atuação do Estado, sem prejudicar o interesse dos sócios.

Já na proposta de utilização e interferência na Vale, o governo brasileiro cogitou exercer prerrogativas que não estavam garantidas por estatuto e, por consequência, representariam tão somente uma atuação discricionária e desprovida de adequada motivação.

Deve-se compreender, então, que o exercício das prerrogativas pela União não pode ser utilizado para prejudicar o interesse da empresa, ou de seus investidores. Como aponta Rafael Wallbach Schwind, sobre a necessidade de conciliar o interesse público com as ambições e propósitos da companhia privatizada:

Entretanto, impõe-se ao Estado o dever de conciliar suas prerrogativas de sócio com os interesses da companhia. Isso significa que o sócio estatal deverá sempre ponderar os efeitos que sua decisão poderá ter sobre os negócios da empresa, uma vez que a própria decisão tomada, ainda que com o objetivo legítimo, poderá prejudicar a companhia de modo irreversível. Daí a necessidade de o sócio estatal exercer os poderes assegurados pelas *golden shares* sempre observando-se os postulados da proporcionalidade e razoabilidade.<sup>69</sup>

A utilização da ação preferencial deve ocorrer sempre com base na proporcionalidade e razoabilidade. Isto porque a atuação do sócio estatal não pode se dar de modo discricionário, fora das disposições estatutárias ou sem considerar o real interesse público.

O instituto das *golden shares* não se mostra indispensável na realidade brasileira. De fato, seu surgimento buscou preservar o interesse social e assegurar a continuidade das empresas privatizadas. Entretanto, hoje existem outras formas de garantir esse objetivo, de modo mais atual e efetivo.

---

<sup>69</sup> SCHWIND, Rafael Wallbach. Participação estatal em empresas privadas: as "empresas público-privadas". 2014. Tese (Doutorado em Direito do Estado) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014, p. 330.

Desde sua criação, o governo inglês realizou acordos para garantir seus objetivos, tornando clara a possibilidade de ingerência do Estado de maneira menos agressiva do que por meio de um veto ou por outra prerrogativa da ação preferencial.

Reitera-se, portanto, que inexistente qualquer obrigatoriedade para a utilização das *golden shares* quando se trata dos assuntos estabelecidos pelo rol do estatuto:

Portanto, o sócio estatal tem o dever de buscar a consecução dos objetivos que serviram de fundamento para sua integração à empresa público-privada – sempre de forma compatível com a natureza privada da empresa. Isso não significa, entretanto, que deva utilizar sempre todas as prerrogativas que lhe são garantidas pelas *golden shares* que detenha na sociedade. Os poderes assegurados pelas ações de classe especial são instrumentos colocados à disposição do sócio estatal, e sua não utilização será plenamente justificável em certos casos.<sup>70</sup>

Por fim, a utilização ou não das prerrogativas asseguradas pela titularidade da ação preferencial constitui uma decisão de governo. Em virtude da impossibilidade de classificar de maneira objetiva o interesse público, surge a dificuldade de definir quais são os objetivos defendidos pelas *golden shares*.

Nesse sentido é cabível apontar a insegurança trazida aos acionistas que participaram da negociação entre Embraer e Boeing, agora objeto de ADPF que busca questionar a necessidade de utilização do poder de veto da *golden share*. Ora, incontroverso o impacto negativo para o sócio acionista que pode, a qualquer momento, ver a sua negociação desfeita pelo uso forçado das prerrogativas atribuídas pela ação de classe preferencial.

Até que ponto o interesse é público ou puramente político? É primordial apontar que tais interesses são, por muitas vezes, apenas do indivíduo que poderá ou não utilizar as prerrogativas atribuídas pela *golden share*, deixando de lado a consecução dos interesses próprios. E, por consequência, da sociedade.

A interferência justificada por meio da *golden share* pode, até mesmo, tornar-se um meio de garantir os fins de cada governo – independentemente de quais sejam, deixando completamente de lado as razões de sua criação e seus propósitos.

Os impactos até agora não são comprovados ou mensuráveis, mas é preciso ponderar sobre a necessidade do instituto e a margem de atuação do Estado dentro

---

<sup>70</sup> SCHWIND, Rafael Wallbach. Participação estatal em empresas privadas: as "empresas público-privadas". 2014. Tese (Doutorado em Direito do Estado) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014, p. 334.

de empresas privatizadas e, sendo, portanto, pautadas também no interesse de investidores e na busca pelo lucro – ideais não partilhados pelo sócio estatal que visa apenas e tão somente a consecução do interesse público – razão de ser do instituto da *golden share*.

Como as prerrogativas da *golden share* jamais foram utilizadas em sua história no Brasil, não se pode compreender o real impacto das ações preferenciais nas companhias em que foram inseridas. Questiona-se, então, a necessidade do instituto que existe há quase 30 (trinta) anos e em nenhum momento as prerrogativas asseguradas foram de fato exercidas pelo Ente desestatizante, senão para atingir finalidades diversas àquelas previstas estatutariamente.

Além disso, é preciso compreender que a atuação do sócio estatal pautada no interesse público pode acabar se distanciando dos objetivos traçados pelo sócio acionista comum da companhia, que busca o desenvolvimento da atividade econômica por meio do lucro – como se evidencia pela polêmica levantada por meio da operação entre Embraer e Boeing.

## 7. PROCESSO Nº 025.285/2017-3 E O ENTENDIMENTO DO TCU SOBRE A POSSIBILIDADE DE EXTINÇÃO DOS DIREITOS CONFERIDOS PELAS AÇÕES DE CLASSE ESPECIAL *GOLDEN SHARES*

Em agosto de 2017, o então Ministro da Fazenda, Henrique de Campos Meirelles, solicitou consulta junto ao Tribunal de Contas da União “sobre alterações nos direitos conferidos à União por meio de ações de classe especial (*golden share*), quando da desestatização de empresas estatais”<sup>71</sup>, distribuída com o número 025.285/2017-3.

A consulta visou questionar se o governo poderia se desfazer das *golden shares* sem uma contrapartida financeira, pois, para o Ministro da Fazenda, tais ações representavam uma dificuldade para negociações de investimentos em situações como acordo entre Embraer e Boeing, que acabava de ser anunciado.

O relator da consulta à época, Ministro José Múcio, manifestou<sup>72</sup> entendimento positivo para a autorização de “desfazimento” das ações. Para ele, seria necessário que a União fundamentasse a desnecessidade de existência das ações preferenciais, bem como o ressarcimento aos cofres públicos e aprovação pelo Conselho do Programa de Parcerias e Investimentos.

A extinção da ação de classe especial, em qualquer caso, só se justifica se puder, a União, obter vantagem financeira proporcional à correspondente valorização estimada da companhia em negociação com os seus acionistas por meio de procedimentos a serem regulamentados por normas específicas.

Acerca da indenização como prerrogativa para a autorização de “desfazimento”, o Ministro argumentou que embora a ação não possua um valor específico, existe um valor intangível quando o governo renuncia aos direitos existentes. O montante também corresponde à suposta valorização no mercado de valores mobiliários da empresa.

---

<sup>71</sup> Acesso ao processo por meio do portal do Tribunal de Contas da União. Disponível em: <<https://portal.tcu.gov.br/e-tcu/vista-de-processos/>> Acesso em: 14/11/2019.

<sup>72</sup> Entendimento do Ministro e demais informações amplamente divulgados. Disponível em: <<https://economia.uol.com.br/noticias/estadao-conteudo/2018/07/19/ministro-do-tcu-propoe-que-uniao-abra-mao-de-golden-share.htm>> e <<https://g1.globo.com/economia/noticia/2018/07/18/relator-propoe-autorizar-fim-das-golden-shares-desde-que-governo-seja-indenizado.ghtml>>. Acesso em: 14/11/2019.

A unidade técnica do TCU, por sua vez, fundamentou que a inexistência de previsão de venda das ações em lei culmina na impossibilidade de autorização pelo desfazimento. O Ministério Público de Contas apontou que em não havendo restrição legal, não há impossibilidade, bem como não é necessário o pagamento de indenização pelas ações.

Logo, o posicionamento do Ministro Relator foi de proposta intermediária, pela possibilidade de desfazimento da ação ante o pagamento de indenização competente. A análise do processo foi adiada diante do pedido de vistas do Ministro Vital do Rego.

No ano seguinte, em dezembro de 2018, o processo teve relatoria alterada para o Ministro Raimundo Carneiro e, até o momento, não houve nova inclusão em sessão ordinária.

A presente consulta representa extrema importância considerando o contexto político atual e o crescente indicativo de novas privatizações. A legislação brasileira, de fato, não apresenta óbices, tampouco autoriza, a extinção dos direitos garantidos pela ação preferencial *golden shares*.

Tendo em vista a redação do art. 17, §7º da Lei nº 6.404/76, é possível que as novas companhias objeto de desestatização não possuam *golden share*, em virtude da possibilidade trazida pela letra de lei (“poderá ser criada”). No entanto, a possibilidade deve observar a manutenção de prerrogativas na sociedade em razão do interesse público.

É o entendimento de Rafael Wallbach Schwind:

A instituição de *golden shares* em favor do ente estatal na constituição de uma empresa público-privada não é obrigatória. O Estado poderá se valer de outros instrumentos (v.g., acordo de acionistas) para assegurar seus interesses no empreendimento. Entretanto, caso se pretenda instituir *golden shares* em favor do Estado, a decisão pela adoção desse mecanismo deverá ser devidamente fundamentada. Será essencial que o Estado indique precisamente quais interesses pretende proteger com a criação de *golden shares* em seu favor.<sup>73</sup>

O debate permanece, portanto, para aquelas empresas já privatizadas com a referida classe de ação, sobre a possibilidade de alienação e se tal procedimento seria

---

<sup>73</sup> SCHWIND, Rafael Wallbach. Participação estatal em empresas privadas: as "empresas público-privadas". 2014. Tese (Doutorado em Direito do Estado) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014, p. 322.

passível de indenização – além da dificuldade de mensurar o montante devido a caráter indenizatório à União.

## 8. CONCLUSÃO

De início, importa ressaltar que o presente trabalho não pretendeu fomentar discussão acerca da legalidade do instituto no Brasil – um debate já superado – ou sobre a possibilidade de utilização da ação preferencial em empresas originalmente privadas.

Acerca das ações preferenciais pertencentes à União no caso das empresas privatizadas, é possível perceber algumas dificuldades que permeiam o instituto. No momento de concepção das *golden shares* no Brasil, com o Programa Nacional de Desestatizações, a intenção do legislador foi criar a referida classe de ações como uma forma de garantir o interesse público e a continuidade da empresa, seguindo seus propósitos iniciais.

O interesse público – apesar de fundamento válido – não é, por si só, capaz de justificar a existência das *golden shares*, tampouco de respaldar a utilização das prerrogativas existentes. O interesse público não pode legitimar uma atuação discricionária do Estado, interferindo na sociedade e frustrando os interesses dos acionistas em razão de interesses puramente políticos, ou ideológicos.

Ressalta-se que o interesse político que pode permear a atuação do Estado não se confunde com o interesse público que justificou a instituição das ações desta classe e nem tampouco se confunde com os objetivos traçados pela criação das *golden shares*.

Além da dificuldade que envolve a utilização das prerrogativas que a *golden share* confere ao Estado, os casos práticos examinados demonstraram que o interesse público restou atendido através de outros mecanismos de atuação estatal.

Na Companhia Vale, a principal hipótese de discussão sobre a utilização efetiva das *golden shares* pertencentes à União foi motivada pelo rompimento da barragem de Brumadinho, situação em que o presidente interino cogitou convocar uma Assembleia – atribuição fora das prerrogativas da ação preferencial -, para apurar a responsabilidade dos diretores, e eventualmente destituí-los, se necessário.

Nesse caso, o absurdo salta aos olhos para a atuação estatal fora das prerrogativas atribuídas pelas disposições estatutárias. Não há como justificar uma intervenção da União sem respaldo no estatuto social, pelo latente risco de discricionariedade e pela falta de proporcionalidade do ato.

Já no caso da Embraer, num primeiro momento, em 2000, foi realizada consulta sobre a possibilidade de venda de ações para investidores francês e, recentemente o governo teve a oportunidade de exercer o poder de veto nas negociações entre Embraer e Boeing.

Não foi exercido, porém, o veto pelo governo brasileiro durante as negociações com a Boeing, resultando na criação de 2 (duas) *joint ventures* e na alienação de 80% (oitenta por cento) do setor de aviação comercial da Embraer. A ausência de veto pode ser considerada uma posição política do governo, uma atuação em correspondência aos objetivos econômicos traçados pela nova gestão.

Sendo assim, a partir dos exemplos concretos, justifica-se discutir a necessidade do instituto, ou o eventual caráter obsoleto da *golden share*, que pode ser facilmente substituída por outros tipos de atuação, de um modo menos invasivo e mais seguro para os acionistas privados.

Aguarda-se, portanto, a decisão do TCU, que se espera seja célere, esclarecendo se há possibilidade de venda da ação preferencial e quais seriam os reflexos de tal cessão e como mensurá-los.

A conclusão é pela percepção de a *golden share* como um instituto jurídico que envolve polêmica, carecendo de utilidade, na medida em que o interesse público pode ser tutelado através de outros mecanismos menos drásticos e que não representam a intervenção estatal em empresa privada. Sem falar a dificuldade de se identificar o que seria o interesse público merecedor de tutela e o que seria o interesse político dos gestores públicos, o qual não pode extrapolar os limites da Constituição Federal, da legislação vigente e mesmo dos dispositivos do estatuto social da Companhia.

Ainda que impactos econômicos no mercado de valores mobiliários não sejam demonstrados, bem como a inexistência de comprovação de consequências dentro das empresas privatizadas, imperioso apontar que a *golden share* carece de definição legislativa, culminando na ausência de compreensão e na possibilidade de grandes prejuízos para os acionistas investidores e para a sociedade.

Por fim, a utilização da *golden share* abre margem para uma atuação discricionária do Ente, como já abordado. É desnecessário criar tal fragilidade para a sociedade tendo em vista a existência de outras formas capazes de atingir a proteção dos interesses públicos, como a desempenho por meio de acordos políticos que

podem se demonstrar mais eficazes para atingir os fins pretendidos pela ação preferencial.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

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](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6404consol.htm)>. Acesso em: 14/11/2019.

BRASIL. **Lei nº 8.031 de 12 de abril de 1990**. Cria o Programa Nacional de Desestatização e dá outras providências. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L8031.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L8031.htm)>. Acesso em 14/11/2019.

BRASIL. **Decreto nº 1.204 de 29 de julho de 1994**. Altera e consolida a regulamentação da Lei nº 8.031, de 12 de abril de 1990, que cria o Programa de Desestatização, com as alterações posteriores. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/decreto/D1204.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto/D1204.htm)>. Acesso em 14/11/2019.

BRASIL. **Lei nº 9.491 de 9 de setembro de 1997**. Altera procedimentos relativos ao Programa Nacional de Desestatização, revoga a Lei nº 8.031, de 12 de abril de 1990, e dá outras providências. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l9491.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l9491.htm)>. Acesso em 14/11/2019.

BRASIL. **Decreto nº 2.594 de 15 de maio de 1998**. Regulamenta a Lei nº 9.491, de 9 de setembro de 1997, que dispõe sobre o Programa Nacional de Desestatização e dá outras providências. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/decreto/D2594.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto/D2594.htm)>. Acesso em 14/11/2019.

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](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/LEIS_2001/L10303.htm)>. Acesso em 14/11/2019.

BRASIL. **Mensagem nº 364**. Justificativa do veto presidencial acerca do Projeto de Lei de Conversão nº 27, de 1990. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/Mensagem\\_Veto/antecedente\\_98/VEP-LEI-8031-1990.pdf](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/Mensagem_Veto/antecedente_98/VEP-LEI-8031-1990.pdf)>. Acesso em 14/11/2019.

BRASIL. **Nota à imprensa**. Informação sobre a não utilização do poder de veto (Golden Share). Disponível em: <[https://www.gov.br/planalto/pt-br/acompanhe-o-planalto/notas/copy\\_of\\_2019/nota-a-imprensa-1](https://www.gov.br/planalto/pt-br/acompanhe-o-planalto/notas/copy_of_2019/nota-a-imprensa-1)>. Acesso em 14/11/2019.

BRASIL. **Edital nº PND-A-05/94/Embraer**. Diário Oficial da União, Seção 3 de 04 de abril de 1995.

BRASIL. **Edital nº PND/A-01/97/CVRD**. Diário Oficial da União, Seção 3 de 06 de março de 1997.

BRASIL. **Edital nº PND/A-02/91/CELMA**. Diário Oficial da União, Seção 1 de 15 de julho de 1991.

**BRUMADINHO: Sobe para 249 o número de mortos no rompimento de barragem**. G1, 2019. Disponível em: <<https://g1.globo.com/mg/minas-gerais/noticia/2019/08/31/brumadinho-sobe-para-249-o-numero-de-mortos-no-rompimento-de-barragem.ghtml>>. Acesso em: 14/11/2019.

**B3. Regulamento de listagem do Novo Mercado**. Disponível em <<http://www.b3.com.br/data/files/81/15/35/22/3762F510ACF0E0F5790D8AA8/regulamento-do-novo-mercado-vigente-apos-06022006.pdf>>. Acesso em 14/11/2019.

Câmara dos Deputados. **Projeto de Lei nº 3.519 de 19 de agosto de 1997**. Disponível em: <<https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=19796>>. Acesso em 14/11/2019.

COELHO, Fabio Ulhoa. **Curso de Direito Comercial**. 7ª ed., vol. 02. São Paulo: Saraiva, 2004.

COMPARATO, Fabio Konder e SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. Rio de Janeiro: Ed. Forense, 2005.

DA SILVA, Luiz Alberto. **Transferência de Ações Ordinárias da Empresa Brasileira de Aeronáutica S.A. – Embraer dos Acionistas Controladores da Companhia a Empresas Francesas**. Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem, v. 8, abril-junho São Paulo: Revista dos Tribunais, 2000.

DE SOUZA, Luis Antonio Semeghini e COSAC, Marcelo. **O Controle do Estado em Setores Estratégicos**. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, vol. 132, janeiro-março. São Paulo: Ed. Malheiros, 2003.

EMBRAER. **Estatuto Social**. Disponível em <https://ri.embraer.com.br/show.aspx?idCanal=Kacx+BqjYTwZmMKBRQu5Yg==>. Acesso em 14/11/2019.

EMBRAER. **Modelo de Governança Corporativa**. Disponível em: <https://ri.embraer.com.br/show.aspx?idCanal=Gzp35Hr/uuiSRN5Mr8VT9g==>. Acesso em 14/11/2019.

EMBRAER. **Composição Acionária**. Disponível em: <https://ri.embraer.com.br/show.aspx?idCanal=LIY+r3qqt49YpDERgHIHtA==>. Acesso em 14/11/2019.

EMBRAER. **Embraer e Boeing – Parceria Proposta**. Disponível em: <https://ri.embraer.com.br/list.aspx?idCanal=LZIAqj3bYzacxzxEd8rruA==>. Acesso em 14/11/2019.

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes (coordenador). **Direito societário contemporâneo I**. 1ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

JORNAL OFICIAL DA UNIÃO EUROPEIA. **Tratado sobre o funcionamento da União Europeia.** Disponível em: <<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:12016E/TXT&from=EN>>. Acesso em 14/11/2019.

JUBÉ, Andrea. **Governo diz que grupo estuda eventual afastamento da diretoria da Vale.** Valor Econômico, 2019. Disponível em <<https://valor.globo.com/politica/noticia/2019/01/28/governo-diz-que-grupo-estuda-eventual-afastamento-da-diretoria-da-vale.ghtml>>. Acesso em: 14/11/2019.

LIS, Laís. **Relator propõe autorizar fim das ‘golden shares’ desde que governo seja indenizado.** G1 Economia, 2018. Disponível em: <<https://g1.globo.com/economia/noticia/2018/07/18/relator-propoe-autorizar-fim-das-golden-shares-desde-que-governo-seja-indenizado.ghtml>>. Acesso em 14/11/2019.

MODESTO CARVALHOSA, Nelson Eizirik. **A Nova Lei das S.A..** São Paulo: Saraiva, 2002.

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

PIRES, Breno. **Ministro do TCU propõe que União abra mão de ‘golden share’.** Economia UOL, 2018. Disponível em: <<https://economia.uol.com.br/noticias/estado-conteudo/2018/07/19/ministro-do-tcu-propoe-que-uniao-abra-mao-de-golden-share.htm>>. Acesso em 14/11/2019.

RIBEIRO, Marcia Carla Pereira e KLEIN, Vinicius (organizadores). **Reflexões Acerca do Direito Empresarial e a Análise Econômica do Direito.** 1ª ed. Curitiba, 2014.

RIZZARDO, Arnaldo. **Direito de empresa.** 4ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2012.

RODRIGUES, Nuno Cunha. **“Golden shares”:** as empresas participadas e os privilégios do Estado enquanto acionista minoritário. Coimbra: Coimbra Editora, 2004.

SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Novo Direito Societário**. 4ª Edição. São Paulo: Malheiros Editores, 2011.

SCHWIND, Rafael Wallbach. **As golden shares: ações de classe especial**. Informativo Justen, Pereira, Oliveira e Talamini, Curitiba, nº 131, janeiro de 2018. Disponível em: <<https://www.justen.com.br/>>. Acesso em: 14/11/2019.

SCHWIND, Rafael Wallbach. **Participação estatal em empresas privadas: as "empresas público-privadas"**. 2014. Tese (Doutorado em Direito do Estado) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014.

SOARES, Jussara e GAMBÁ, Karla. **'Governo não pode tudo', diz Onyx ao descartar destituição da diretoria da Vale**. O Globo Economia, 2019. Disponível em: <<https://oglobo.globo.com/economia/governo-nao-pode-tudo-diz-onyx-ao-descartar-destituicao-da-diretoria-da-vale-23410970>>. Acesso em: 14/11/2019.

Supremo Tribunal Federal. **PDT questiona venda da Embraer para a Boeing**. Disponível em: <<http://www.stf.jus.br/portal/cms/verNoticiaDetalhe.asp?idConteudo=426933>>. Acesso em: 14/11/2019.

TRIBUNAL DE CONTAS DA UNIÃO. **Vista de processos**. Disponível em: <<https://portal.tcu.gov.br/e-tcu/vista-de-processos/>>. Acesso em 14/11/2019.

VALE. **Estatuto Social Vale S.A.** Disponível em: <[http://www.vale.com/PT/investors/corporate-governance/Documents/EstatutoSocial\\_p.pdf](http://www.vale.com/PT/investors/corporate-governance/Documents/EstatutoSocial_p.pdf)>. Acesso em 14/11/2019.

VENTURA, Manoel. **Governo Bolsonaro autoriza fusão entre Boeing e Embraer**. O Globo Economia, 2019. Disponível em: <<https://oglobo.globo.com/economia/governo-bolsonaro-autoriza-fusao-entre-boeing-embraer-23362191>>. Acesso em 14/11/2019.