

UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ

BRUNO HENRIQUE KONS FRANCO

EMPRESAS ESTATAIS E GOVERNANÇA CORPORATIVA: AS POLÍTICAS DE
TRANSAÇÕES ENTRE PARTES RELACIONADAS EM SOCIEDADES DE ECONOMIA
MISTA

CURITIBA

2021

BRUNO HENRIQUE KONS FRANCO

EMPRESAS ESTATAIS E GOVERNANÇA CORPORATIVA: AS POLÍTICAS DE
TRANSAÇÕES ENTRE PARTES RELACIONADAS EM SOCIEDADES DE ECONOMIA
MISTA

Dissertação de Mestrado apresentada ao
Programa de Pós-Graduação em Direito, Setor
de Ciências Jurídicas, Universidade Federal do
Paraná, como requisito parcial à obtenção do
título de Mestre em Direito.

Área de Concentração: Direito do Estado.

Orientador: Prof. Dr. Rodrigo Luís Kanayama.

CURITIBA

2021

F825e

Franco, Bruno Henrique Kons

Empresas estatais e governança corporativa: as políticas de transações entre partes relacionadas em sociedades de economia mista [meio eletrônico] / Bruno Henrique Kons Franco. - Curitiba, 2021.

Dissertação (Mestrado) – Universidade Federal do Paraná, Setor de Ciências Jurídicas, Programa de Pós-graduação em Direito. Curitiba, 2021.

Orientador: Rodrigo Luís Kanayama.

1. Empresas públicas. 2. Governança corporativa.
3. Intervenção estatal. I. Kanayama, Rodrigo Luís. II. Título.
III. Universidade Federal do Paraná.

CDU 35.078

**Catálogo na publicação - Universidade Federal do Paraná
Sistema de Bibliotecas - Biblioteca de Ciências Jurídicas
Bibliotecário: Pedro Paulo Aquilante Junior - CRB-9/1626**

ATA Nº182

ATA DE SESSÃO PÚBLICA DE DEFESA DE MESTRADO PARA A OBTENÇÃO DO GRAU DE MESTRE EM DIREITO

No dia sete de outubro de dois mil e vinte e um às 09:00 horas, na sala REMOTA, CONFORME AUTORIZA PORTARIA 36/2020-CAPES, foram instaladas as atividades pertinentes ao rito de defesa de dissertação do mestrando **BRUNO HENRIQUE KONS FRANCO**, intitulada: **EMPRESAS ESTATAIS E GOVERNANÇA CORPORATIVA: as políticas de transações entre partes relacionadas em sociedades de economia mista**, sob orientação do Prof. Dr. RODRIGO LUÍS KANAYAMA. A Banca Examinadora, designada pelo Colegiado do Programa de Pós-Graduação DIREITO da Universidade Federal do Paraná, foi constituída pelos seguintes Membros: RODRIGO LUÍS KANAYAMA (UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ), EGON BOCKMANN MOREIRA (UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ), JULIANA BONACORSI DE PALMA (FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS/SP). A presidência iniciou os ritos definidos pelo Colegiado do Programa e, após exarados os pareceres dos membros do comitê examinador e da respectiva contra argumentação, ocorreu a leitura do parecer final da banca examinadora, que decidiu pela APROVAÇÃO. Este resultado deverá ser homologado pelo Colegiado do programa, mediante o atendimento de todas as indicações e correções solicitadas pela banca dentro dos prazos regimentais definidos pelo programa. A outorga de título de mestre está condicionada ao atendimento de todos os requisitos e prazos determinados no regimento do Programa de Pós-Graduação. Nada mais havendo a tratar a presidência deu por encerrada a sessão, da qual eu, RODRIGO LUÍS KANAYAMA, lavrei a presente ata, que vai assinada por mim e pelos demais membros da Comissão Examinadora.

Observações: Aprovado com distinção e com recomendação de publicação.

CURITIBA, 07 de Outubro de 2021.

Assinatura Eletrônica

07/10/2021 11:12:53.0

RODRIGO LUÍS KANAYAMA

Presidente da Banca Examinadora

Assinatura Eletrônica

07/10/2021 11:21:26.0

EGON BOCKMANN MOREIRA

Avaliador Interno (UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ)

Assinatura Eletrônica

08/12/2021 10:01:45.0

JULIANA BONACORSI DE PALMA

Avaliador Externo (FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS/SP)

Praça Santos Andrade, 50 - CURITIBA - Paraná - Brasil

CEP 80020300 - Tel: (41) 3310-2739 - E-mail: ppgdufpr@gmail.com

Documento assinado eletronicamente de acordo com o disposto na legislação federal Decreto 8539 de 08 de outubro de 2015.

Gerado e autenticado pelo SIGA-UFPR, com a seguinte identificação única: 117622

Para autenticar este documento/assinatura, acesse <https://www.prppg.ufpr.br/siga/visitante/autenticacaoassinaturas.jsp> e insira o código 117622

TERMO DE APROVAÇÃO

Os membros da Banca Examinadora designada pelo Colegiado do Programa de Pós-Graduação DIREITO da Universidade Federal do Paraná foram convocados para realizar a arguição da Dissertação de Mestrado de **BRUNO HENRIQUE KONS FRANCO** intitulada: **EMPRESAS ESTATAIS E GOVERNANÇA CORPORATIVA: as políticas de transações entre partes relacionadas em sociedades de economia mista**, sob orientação do Prof. Dr. RODRIGO LUÍS KANAYAMA, que após terem inquirido o aluno e realizada a avaliação do trabalho, são de parecer pela sua APROVAÇÃO no rito de defesa.

A outorga do título de mestre está sujeita à homologação pelo colegiado, ao atendimento de todas as indicações e correções solicitadas pela banca e ao pleno atendimento das demandas regimentais do Programa de Pós-Graduação.

CURITIBA, 07 de Outubro de 2021.

Assinatura Eletrônica

07/10/2021 11:12:53.0

RODRIGO LUÍS KANAYAMA

Presidente da Banca Examinadora

Assinatura Eletrônica

07/10/2021 11:21:26.0

EGON BOCKMANN MOREIRA

Avaliador Interno (UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ)

Assinatura Eletrônica

08/12/2021 10:01:45.0

JULIANA BONACORSI DE PALMA

Avaliador Externo (FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS/SP)

AGRADECIMENTOS

Desde 2014, quando ingressei na Universidade Federal do Paraná para a graduação em direito, passaram-se quase sete anos de comparecimento quase diário à faculdade, interrompido pela pandemia, que exigiu que essa pesquisa fosse concluída na solidão da minha casa. Embora as horas de escrita em isolamento social tenham sido solitárias, os anos de Universidade Federal do Paraná, sobretudo esses dois últimos em que estive na pós-graduação, foram, certamente, o oposto de solitários; foram anos de partilha, de convívio e de aprendizado em conjunto. Este trabalho é resultado disso. Estes agradecimentos apenas retribuem tudo que recebi durante esse período.

Agradeço aos professores e professoras que me acompanharam durante o mestrado, seja nas disciplinas que cursei seja em outras circunstâncias. Agradeço a meu orientador, Rodrigo Luís Kanayama, por sempre estar à disposição para me auxiliar nas dúvidas que eu tinha quanto à minha pesquisa e também pelos determinantes comentários realizados sobre a versão final deste trabalho. Agradeço aos professores e professoras Egon Bockmann Moreira, Angela Cássia Costaldello, Taysa Schiocchet, Estefânia Barboza, Ilton Robl Filho, Katya Kozicki e Celso Ludwig, cujas disciplinas ofertadas na pós-graduação foram indispensáveis para as reflexões que desenvolvi ao longo deste trabalho.

Agradeço aos colegas do escritório Arruda Alvim, Aragão, Lins e Sato Advogados, em especial David Pereira Cardoso, Christovan Ziemer e Maria Lúcia Lins Conceição, que tem me proporcionado um excelente ambiente de trabalho e a oportunidade constante de aprendizado para o meu crescimento enquanto advogado.

Agradeço aos amigos e amigas com quem compartilhei as angústias e também as alegrias da pós-graduação, especialmente Gabriel Percegon, Alice Lana, Rick Pianaro, Priscilla Bartolomeu, Verônica Carvalho, que também já estiveram comigo desde a época de graduação, mas também aos demais colegas conheci e de quem me aproximei na pós-graduação. Agradeço também aos amigos e amigas de sempre, Cadu Gonçalves, Beatriz de Haro, Michael Conradt, Carolina Luz, Thais Zilliotto, Igan Mainieri.

Agradeço, por fim, à minha namorada e companheira, Ana Sofia Horst, por ter me apoiado durante todo o período do mestrado, por ter suportado as minhas lamentações e ansiedades durante a redação deste trabalho, por ter acreditado na minha capacidade para finalizá-lo e por todos os momentos de alegria e diversão que passamos juntos durante esses últimos anos. *C'est toi qu'j'veux.*

RESUMO

Este trabalho investiga o modelo de intervenção direta do Estado no domínio econômico estabelecido pela Lei nº 13.303/2016, com atenção aos instrumentos de governança corporativa que a nova legislação exige das empresas estatais. O objetivo específico reside em explorar os limites de um desses instrumentos de governança corporativa, que é a política de transações entre partes relacionadas, exigida pelo art. 8º, VII, da Lei nº 13.303/2016, com a finalidade de oferecer uma resposta ao seguinte problema de pesquisa: as políticas de transações entre partes relacionadas adotadas pelas sociedades de economia mista mitigam os riscos atrelados a essa prática corporativa? Como hipótese inicial, admite-se que as políticas atualmente adotadas pelas empresas não mitigam os principais riscos dessa espécie de transação, porque elas não se dirigem com precisão às relações entre a companhia e o ente público controlador. O trabalho se utilizará do método dedutivo para apresentar a resposta ao problema de pesquisa, por intermédio de uma abordagem quantitativa, reunindo as políticas adotadas por todas as sociedades de economia mista de capital aberto controladas pela União Federal no Brasil, e qualitativa, identificando os mecanismos jurídicos contidos nessa política corporativa e avaliando-os de maneira crítica. O primeiro capítulo se debruçará sobre o contexto corporativo no qual se inserem as sociedades de economia mista que justifica o controle específico dessas transações por mecanismos de distintas naturezas. O segundo capítulo identificará quais são os riscos que a regulação dessas transações se destina a mitigar. O terceiro capítulo identificará quais são os instrumentos jurídicos aptos a diluir esses riscos e descreverá os instrumentos jurídicos efetivamente adotados pelas políticas de transações entre partes relacionadas sociedades de economia mista sob controle da União após a Lei nº 13.303/2016. O trabalho conclui pela confirmação da hipótese inicial, uma vez que os mecanismos estabelecidos pelas políticas corporativas não são aptos a mitigar os riscos oferecidos pelas transações entre partes relacionadas às sociedades de economia mista.

Palavras-chave: 1. Empresas estatais; 2. Governança corporativa; 3. Transações entre partes relacionadas; 4. Intervenção do Estado na economia.

ABSTRACT

This work investigates the model of direct State intervention in the economic domain established by Act nº 13.303/2016, with attention to the corporate governance instruments that the new legislation requires from state-owned enterprises. This work intends to explore the limits of one of these corporate governance instruments, which is the related-party transactions policy, required by article 8, VII, of Act. nº 13.303/2016, in order to provide an answer to the following research problem: do the related-party transactions policies adopted by government-controlled companies mitigate the risks linked to this corporate practice? As an initial hypothesis, it is admitted that the policies currently adopted by companies do not mitigate the main risks of this type of transaction, because they do not precisely address the relationship between the company and the State. The work will use the deductive method to present the answer to the research problem, through a quantitative approach, bringing together the policies adopted by all publicly traded state-owned enterprises controlled by the Federal Union in Brazil, and qualitative, identifying the mechanisms contained in those corporate policies and critically evaluating them. The first chapter will focus on the corporate context in which state-owned enterprises are inserted, which justifies the specific control of these transactions by mechanisms of different natures. The second chapter will identify which are the risks that the regulation of these transactions is intended to mitigate. The third chapter will identify the legal tools that dilute those risks and will describe the legal instruments effectively adopted by the corporate policies after Law No. 13.303/2016. In conclusion, this work confirms the initial hypothesis, since the tools established by the corporate policies aren't able to mitigate the risks offered by related-party transactions to state-owned enterprises.

Key-words: 1. State-owned enterprises; 2. Corporate governance; 3. Related-party transactions; 4. State intervention in the economy.

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

AFAC – Adiantamento para Futuro Aumento da Capital

ANBIMA – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais

ANEEL – Agência Nacional de Energia Elétrica

Art. – Artigo

BASA – Banco da Amazônia S.A.

BB – Banco do Brasil S.A.

BNB – Banco do Nordeste S.A.

BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Social S.A.

BNDESPar – BNDES Participações S.A.

B3 – Brasil, Bolsa, Balcão S.A.

CAE – Comitê de Auditoria Estatutário

CEF – Caixa Econômica Federal

CF – Constituição Federal

CONAR – Conselho Nacional de Autorregulamentação Publicitária

CNPC - Conselho Nacional da Previdência Complementar

CPC – Comitê de Pronunciamentos Contábeis

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

Eletrobras – Centrais Elétricas Brasileiras S.A.

EUA – Estados Unidos da América

IASB – *International Accounting Standards Board*

IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa

IECP – Instrumentos Elegíveis ao Capital Principal

IHCD – Instrumentos Híbridos de Capital e Dívida

LDO – Lei de Diretrizes Orçamentárias

LOA – Lei Orçamentária Anual

LRF – Lei de Responsabilidade Fiscal

OFSS – Orçamento Fiscal e de Seguridade Social

OI – Orçamento de Investimento

PDG – Programa de Dispêndios Globais

Petrobras – Petróleo Brasileiro S.A.

PETROS – Fundação Petrobras de Seguridade Social

PREVI - Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil

P&D – Pesquisa e Desenvolvimento

PND – Plano Nacional de Desestatização

SEST – Secretaria de Coordenação e Governança das Empresas Estatais

SOE – *State-Owned Enterprises*

STN – Secretaria do Tesouro Nacional

TCU – Tribunal de Contas da União

Telebras – Telecomunicações Brasileiras S.A.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Conflitos de interesse, escoamento de valores e transações entre partes relacionadas.....	102
--	-----

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	14
2 POR QUE REGULAR TRANSAÇÕES ENTRE PARTES RELACIONADAS EM SOCIEDADES DE ECONOMIA MISTA?.....	23
2.1 Introdução	23
2.2 A distribuição acionária mista como modelo de intervenção do Estado na economia	28
2.2.1 Sociedades de economia mista e regulação pública da economia.....	32
2.2.2 Sociedades de economia mista e mecanismos de autorregulação	44
2.3 A governança dos interesses corporativos nas sociedades de economia mista	54
2.3.1 Os interesses estatais nas sociedades de economia mista.....	60
2.3.2 Os interesses privados nas sociedades de economia mista.....	70
2.4 Conclusões parciais	82
3 O QUE REGULAR NAS TRANSAÇÕES ENTRE PARTES RELACIONADAS EM SOCIEDADES DE ECONOMIA MISTA?.....	84
3.1 Introdução: os benefícios privados do controle e as transações entre partes relacionadas nas empresas estatais	84
3.2 As transações entre partes relacionadas como instrumento do escoamento de valores (tunneling) e do escoramento corporativo (propping)	92
3.2.1 Self-dealing, conflito de interesses e transações entre partes relacionadas.....	92
3.2.2 O escoamento de valores e o escoramento corporativo.....	103
3.3 As transações entre partes relacionadas e a canalização política (policy channeling) nas sociedades de economia mista.....	113
3.3.1 A canalização política e o regime orçamentário das empresas estatais.....	116
3.3.2 A canalização política e o controle das empresas estatais.....	125
3.4 Conclusões parciais	140
4 COMO REGULAR AS TRANSAÇÕES ENTRE PARTES RELACIONADAS EM SOCIEDADES DE ECONOMIA MISTA?.....	142
4.1 Introdução	142
4.2 Os mecanismos jurídicos para controle das transações entre partes relacionadas...	147
4.2.1 Os deveres fiduciários de administradores e acionistas controladores.....	152
4.2.2 As garantias materiais e procedimentais de acionistas minoritários	163
4.3 As políticas corporativas de transações entre partes relacionadas adotadas pelas sociedades de economia mista de capital aberto sob controle da União.....	173
4.3.1 Definições para transações entre partes relacionadas e conceitos correlatos	176
4.3.2 Limitações materiais atreladas ao teste de justeza da transação.....	180

4.3.3 Participação de acionistas minoritários em decisões sobre transações entre partes relacionadas	183
4.3.4 Proibições para determinadas modalidades de transação	184
4.3.5 Procedimentos corporativos, controle prévio das transações e o papel atribuído ao Comitê de Auditoria Estatutário (CAE)	187
4.3.6 Divulgação obrigatória de informações sobre as transações	190
4.3.7 Diretrizes e obrigações orientadas a administradores e colaboradores na condução de transações entre partes relacionadas	192
4.3.8 Mecanismos jurídicos específicos para as transações entre partes relacionadas celebradas com a União.....	194
4.3.9 Fatores de interferência nas diferenças entre as políticas de cada companhia	197
4.4 Conclusões parciais	197
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	199
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	201

1 INTRODUÇÃO

O Estado brasileiro atravessa uma nova etapa em seu modelo de intervenção direta no domínio econômico. Após a predominância da associação entre privatização e regulação da economia – como consequência da retirada do protagonismo estatal na empreitada desenvolvimentista –,¹ a Lei nº 13.303/2016 garante um novo espaço às empresas estatais, que deverão pautar sua atuação em compromissos com práticas de governança corporativa, de gestão de riscos e de controle interno, conforme enuncia o art. 6º do diploma legal.

Embora, atualmente, não supere o papel das diversas técnicas de desestatização disponíveis à Administração Pública, a presença das empresas estatais no cenário econômico ainda exerce importante influência sobre o mercado nacional, a exemplo da estratégia adotada pela União, em 2010, para financiar a exploração do pré-sal.

Conforme Mariana Pargendler, após a descoberta das reservas petrolíferas na costa brasileira, a Petrobras realizou, simultaneamente, duas operações de capital. A primeira operação se destinou a ampliar a participação acionária da União na companhia, em contrapartida aos direitos de exploração das novas reservas. A segunda operação pretendeu realizar um levantamento adicional de capital para financiar a infraestrutura necessária para a exploração das reservas, o que se efetivou por intermédio de uma oferta pública de ações no mercado de capitais.²

Esse exemplo realça três aspectos essenciais desse novo modelo de intervenção estatal direta no domínio econômico.

Em primeiro lugar, a empresa estatal (especialmente a sociedade de economia mista) se mantém na posição de instrumento relevante da ação do Estado, seja para atingir determinado objetivo de política pública, seja para explorar projetos e bens públicos que representem a perseguição dos interesses financeiros estatais. Aliás, ainda que haja evidentes inclinações políticas à privatização de diversas empresas estatais brasileiras, tal qual ocorre com a

¹ “The failure of regulation by public ownership explains the shift to an alternative mode of control whereby public utilities and other industries deemed to affect the public interest are left in private hands, but are subject to rules developed and enforced by specialized agencies”. MAJONE, Giandomenico. From the positive to the regulatory state: causes and consequences of changes in the mode of governance. **Journal of Public Policy**, v. 17, n. 2, may-aug., pp. 139-167, 1997, p. 144.

² “The approach taken was for the government to assign to Petrobras its rights in the oil reserves in exchange for additional company shares. This stock issue, in turn, took place in connection with a public equity offering designed to raise additional outside capital to fund the necessary investments in drilling and exploration.” Em: PARGENDLER, Mariana. State ownership and corporate governance. **Fordham Law Review**. V. 80, Issue 6, Article 19, Jun., pp.2917-2973, 2012, p. 2941.

Eletrobrás e com os Correios, os agentes políticos enfrentam grande resistência institucional na aprovação desses projetos, considerando o papel que essas companhias assumem no país.

Em segundo lugar, a empresa estatal se coloca como uma técnica de isolamento de investimentos públicos. Como consequência da descentralização da atividade administrativa, a criação tanto de sociedades de economia mista como de empresas públicas permite ao Estado que reserve e blinde parcela de seu patrimônio em favor da consecução de determinada atividade econômica (serviços públicos ou atividades econômicas em sentido estrito). Esse isolamento implica a adoção de um regime orçamentário e financeiro próprio, que, no caso das estatais não-dependentes, impossibilita ao Estado arcar com despesas correntes dessas entidades.

Assim como nas sociedades empresariais em geral, trata-se de uma tentativa de separar o patrimônio das empresas estatais do patrimônio do ente público que as controla, de maneira a evitar que os impactos da atividade exercida pela empresa se reflitam nas demais regiões do orçamento público, que são afetadas às atividades geridas com maior proximidade pela administração central, como é o caso da saúde e da educação. Desse modo, a empresa estatal permite ao Estado que restrinja sua implicação financeira na entidade ao valor subscrito em ações.

Em terceiro lugar, no caso da sociedade de economia mista, a empresa estatal se apresenta como um instrumento de financiamento privado de atividades de interesse público. Nesse sentido, o agente privado que integra o quadro societário da sociedade de economia mista constitui um efetivo investidor, que participa do projeto estatal com a finalidade de obter retornos para o capital investido.

Ao contrário do que já propugnou Celso Antônio Bandeira de Mello, a natureza jurídica de direito privado das empresas estatais não consistiria em mero “expediente técnico” ou elemento “acidental” na estruturação dessas entidades;³ as sociedades de economia mista, conforme assevera Vitor Rhein Schirato, constituem autênticas parcerias entre capital público

³ “ [...] Deveras, a personalidade de Direito Privado que as reveste não passa de um expediente técnico cujo préstimo adscrive-se, inevitavelmente, a certos limites, já que não poderia ter o condão de embargar a positividade de certos princípios e normas de Direito Público cujo arredamento comprometeria objetivos celulares do Estado de Direito. O traço nuclear das empresas estatais, isto é, das empresas públicas e sociedades de economia mista, reside no fato de serem coadjuvantes de misteres estatais. Nada pode dissolver este signo insculpido em suas naturezas. Dita realidade jurídica representa o mais certo norte para a inteligência destas pessoas. Consequentemente, aí está o critério retor para interpretação dos princípios jurídicos que lhes são obrigatoriamente aplicáveis, pena de converter-se o *acidental* – suas personalidades de Direito Privado – em *essencial*, e o essencial – seu caráter de sujeitos auxiliares do Estado – em *acidental*”. MELLO, Celso Antônio Bandeira de. **Curso de Direito Administrativo**. 33. ed. ver. e atual. até a Emenda Constitucional 92, de 12.7.2016. São Paulo: Malheiros, 2016, p. 199.

e privado, que implicam “o compartilhamento de riscos, perdas, ganhos e, sobretudo, experiências entre os setores público e privado”.⁴

Essa terceira característica também revela que o próprio Estado possui interesse na presença do agente privado em sua empresa. O investidor particular não é um convidado indesejado nas sociedades de economia mista; de acordo com Mariana Pargendler, Aldo Musacchio e Sérgio Lazzarini, o investimento privado permite ao Estado que levante fundos não-orçamentários para financiar determinados projetos de interesse estatal, compartilhando os riscos inerentes a empreendimentos de longo prazo.⁵

Assim, considerando o interesse estatal na arrecadação de recursos privados para os projetos das empresas estatais, a sociedade de economia mista se transforma num efetivo instrumento de financiamento de projetos públicos. Desse modo, como em qualquer operação que englobe a aglomeração de capital de distintos investidores, o financiamento instrumentalizado por intermédio das sociedades de economia mista deve incorporar parâmetros de governança corporativa, sob pena de inviabilizar e desestimular a própria participação privada no empreendimento.

Interpretar a sociedade de economia mista como uma ferramenta de financiamento de projetos públicos implica reconhecer um conflito entre investidores e planejadores. Essas empresas, antes de se caracterizarem por uma dicotomia entre o interesse público e o interesse privado⁶, incorporam uma discrepância entre o interesse externo do investidor e o interesse daquele que conduz a gestão do negócio, que se posiciona de modo privilegiado em relação ao acesso à informação corporativa e em relação aos instrumentos de interferência na atividade empresarial.⁷

⁴ SCHIRATO, Vitor Rhein. **As empresas estatais no direito administrativo econômico atual**. São Paulo: Saraiva, 2016, p. 195.

⁵ “Another rationale for mixed enterprise is that it allows the government to raise non-budgetary funds for worthy projects as well as to share risk with private investors over uncertain ventures”. Em: PARGENDLER, Mariana; MUSACCHIO, Aldo; LAZZARINI, Sergio G.. In strange company: the puzzle of private investment in state-controlled firms. **Cornell International Law Journal**. V. 40, pp. 569-610, 2013, p. 577.

⁶ Conforme aponta Mayara Gasparoto Tonin, essa discrepância entre o interesse público e o interesse privado aparece, com frequência, como o problema essencial das sociedades de economia mista: “O foco será o estudo do interesse público que motiva a criação dessas sociedades e da finalidade lucrativa essencial à manutenção do empreendimento, pois é essa dicotomia de interesses que diferencia as sociedades de economia mista. Assim, será analisada a possibilidade de compatibilização desses interesses: de um lado a finalidade pública e, de outro, a finalidade lucrativa, sem que a natureza das sociedades de economia mista seja subvertida”. Em: TONIN, Mayara Gasparoto. **Sociedade de economia mista e acionistas minoritários**. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 22.

⁷ “Disso resulta aquilo que a teoria econômica costuma denominar problema de agência, isto é, a garantia dos interesses de um dos atores – o principal – depende da ação de um outro ator – o agente. É exatamente esta a situação vivida por investidores e administradores, num contexto de captação externa de recursos por uma sociedade: os interesses dos financiadores em obter o retorno de seus investimentos depende da ação dos gestores da firma. Estes, por sua vez, estão em franca posição de vantagem em relação aos principais (investidores), pois detêm, no mínimo, meios exclusivos de ação e um conjunto privilegiado de informações”. Em: SCHAPIRO, Mario Gomes. **Novos parâmetros de intervenção do Estado na economia**. São Paulo: Saraiva, 2010, p. 34.

Desse modo, corroborado pela Lei nº 13.303/2016, esse novo modelo de intervenção direta se destina a garantir que o investidor privado que participa dos empreendimentos estatais veiculados por intermédio das sociedades de economia mista não seja prejudicado pelo ente que gere e planeja os projetos empresariais públicos.

No âmbito das sociedades de economia mista, a possibilidade de que os interesses desse investidor externo sejam negligenciados se exacerba na hipótese de celebração de transações entre partes relacionadas. As transações entre partes relacionadas ocorrem quando algum agente corporativo, sejam gestores de alto escalão ou acionistas, celebra contratos ou promove a movimentação de recursos junto à sociedade empresarial da qual participa. Exemplos não taxativos de transações entre partes relacionadas seriam os empréstimos concedidos por uma empresa a seus administradores ou a subsidiárias, a prestação de serviços ou a compra e venda de produtos entre a empresa e seu acionista controlador ou o oferecimento de garantias reais ou obrigacionais à pessoa jurídica da qual o administrador é sócio.

Essas transações constituem um mecanismo de gestão da atividade empresarial que se justifica em múltiplos fundamentos e que provoca consequências pluridisciplinares.⁸ A indicação da existência dessas transações na documentação contábil de companhias abertas, por exemplo, pode afetar severamente o preço de ativos negociados no mercado de capitais, uma vez que constitui um indício de que a empresa se engaja em negócios que contêm potenciais conflitos de interesse.⁹

Assim, essa multidisciplinariedade do tema exige que se apreciem suas dificuldades e peculiaridades não apenas sob uma perspectiva jurídica, mas sobretudo a partir de seus aspectos econômico-financeiros. Desse modo, os distintos modelos jurídico-normativos destinados à regulação das transações entre partes relacionadas deverão se pautar na dimensão contábil dessa prática corporativa.

De toda forma, para além das questões econômico-financeiras que circundam as transações entre partes relacionadas, o próprio direito aprecia esse fenômeno multidisciplinar sob diversas perspectivas normativas.

⁸ “Transações entre partes relacionadas são ações empresariais com motivações e consequências interdisciplinares, razão pela qual seu estudo não pode ignorar as contribuições e abordagens metodológicas das ciências como um todo”. Em: CAMARGO, André Antunes Soares de. **Transações entre partes relacionadas: um desafio regulatório complexo e multidisciplinar**. 4. ed. rev. e atual. São Paulo: Almedina, 2019, p. 31.

⁹ “Although an efficient capital market cannot, by itself, control expropriation of the minority, it does serve an important function: informing markets participants about existing and potential expropriations and incorporating this information in the price of the stock”. Em: GOSHEN, Zohar. The efficiency of controlling corporate self-dealing: theory meets reality. **California Law Review**. V. 91, p. 393-438, 2003, p. 423.

Em primeiro lugar, há diferentes espécies de normas jurídicas que se endereçam a essa prática, dentre as quais se situam leis, regulamentos editados por órgãos de regulação, regramentos elaborados por entidades privadas de autorregulação e políticas internas das companhias. Por exemplo, a B3, que é a empresa que opera o mercado de valores mobiliários brasileiro, por intermédio de seu Programa de Destaque em Governança de Estatais, editou um arcabouço normativo destinado ao fortalecimento da governança de empresas estatais, que contém uma regra especificamente atenta à avaliação das políticas de transações entre partes relacionadas elaboradas pelas companhias estatais.¹⁰

Em segundo lugar, essas transações representam relações contratuais e negociais de distintas naturezas, típicas e atípicas, que se estendem de contratos de prestação de serviço entre pessoas jurídicas de um mesmo grupo empresarial à remuneração extraordinária de administradores de uma companhia.¹¹ Nesse sentido, não há como defini-las, estritamente, enquanto contratos ou negócios jurídicos, uma vez que nem sempre disporão do caráter sinalagmático e de outras características inerentes a esses institutos.

Desse modo, à medida que não há a possibilidade de reuni-las sob um mesmo tipo contratual, as transações entre partes relacionadas interessam ao direito, primordialmente, a partir das diversas modalidades de normas jurídicas que se dirigem a intervir nessa prática corporativa.

A Lei nº 13.303/2016, em seu art. 8º, VII, exigiu das empresas estatais que elaborem e divulguem uma política de transações entre partes relacionadas, de modo a garantir a observância de critérios como competitividade, conformidade, transparência, equidade e comutatividade. O Decreto nº 8.945/2016 (que regulamenta, no âmbito da União, a Lei nº 13.303/2016), em seu art. 13, VII, acrescentou a exigência de que a referida política abranja as operações celebradas com a União e com as demais empresas estatais federais.

Além disso, a Lei nº 13.303/2016 incumbiu um órgão corporativo, que é o Comitê de Auditoria Estatutário, de atribuições atinentes ao monitoramento das transações entre partes relacionadas e do cumprimento das regras estabelecidas na respectiva política, conforme o art. 24, §1º, VI.

¹⁰ B3 – BRASIL, BOLSA, BALCÃO. **Regimento do Programa Destaque em Governança das Estatais**. Publicação: 11/05/2017. Disponível em: <http://www.b3.com.br/pt_br/b3/qualificacao-e-governanca/certificacoes/programa-estatais/>.

¹¹ “O conceito desse fenômeno empresarial varia muito, passando por relações societárias, de influência econômica, vínculos familiares, pessoais ou profissionais, podendo alcançar estruturas contratuais híbridas e atípicas, não envolvendo a criação de grupos societários necessariamente”. Em: CAMARGO, André Antunes Soares de. **Transações entre partes relacionadas: um desafio regulatório complexo e multidisciplinar**. 4. ed. rev. e atual. São Paulo: Almedina, 2019, p. 72.

Assim, a regulação das transações entre partes relacionadas se apresenta como uma necessidade do contexto corporativo específico no qual as sociedades de economia mista se posicionam. Considerando que o Estado nem sempre dispõe da capacidade de investimento indispensável à empresa estatal para que explore com eficiência sua atividade econômica, a companhia necessita do ingresso de investidores privados em seu quadro societário, que, por consequência, demandarão incentivos à sua entrada no capital, a exemplo da adequada proteção jurídica de seus interesses.

Desse modo, em primeiro lugar, as políticas de transações entre partes relacionadas constituem um mecanismo destinado a evitar que o acionista controlador estatal e que os gestores da empresa detenham instrumentos financeiros e jurídicos para desafetar valores da companhia em detrimento dos interesses dos acionistas privados.

Em segundo lugar, a regulação dessa espécie de transação endereça o antigo problema da interferência política nas empresas estatais. Mariana Pargendler e Curtis Milhaupt se utilizaram do termo “canalização política” (*policy channeling*) para definir o modo pelo qual o Estado, enquanto acionista controlador, instrumentaliza as empresas estatais para veicular interesses de caráter político, a despeito dos interesses dos acionistas minoritários.¹²

Contudo, segundo os autores, considerando a prevalência desse uso político das empresas estatais, as transações entre partes relacionadas não consistiriam no mecanismo principal por intermédio do qual o acionista controlador prejudica os acionistas minoritários, uma vez que o Estado se utilizaria de seu poder de controle para perseguir, primordialmente, vantagens não-pecuniárias.¹³

De toda forma, essa intervenção política também pode conter interesses de caráter estritamente pecuniário, a serem veiculados por intermédio de transações entre partes

¹² “Policy channeling is not in the financial interests of private investors in the SOE when it diverts financial and managerial resources to projects that are not designed to maximize profits in the short or long term. States may engage in policy channeling because it generates a distinctive type of non-pecuniary private benefit of control – what we will call *political* private benefits of control”. Em: MILHAUPT, Curtis J.; PARGENDLER, Mariana. Related party transactions in state-owned enterprises: tunneling, propping and policy channeling. **European Corporate Governance Institute Working Paper Series in Law**. Working paper n. 386, mar., 2018, p. 5.

¹³ “One implication of policy channeling is that RPT’S are not as central a tool for the extraction of private benefits of control in SOEs as compared to POEs. As noted, private benefits of control harmful to minority shareholders in the POE context tend to be pecuniary in nature. Short of outright theft of corporate assets, RPTs provide the principal tool for the extraction of pecuniary private benefits of control to the detriment of minority shareholders. That is to say, a *transaction* is the mechanism of extraction. In SOEs, however, putting aside corruption and cronyism, the state uses SOEs to pursue non-pecuniary and non-psychological—political—private benefits of control. As Leviathan, the state can pursue these benefits by fiat through its power as a controlling shareholder”. Em: MILHAUPT, Curtis J.; PARGENDLER, Mariana. Related party transactions in state-owned enterprises: tunneling, propping and policy channeling. **European Corporate Governance Institute Working Paper Series in Law**. Working paper n. 386, mar., 2018, p. 6.

relacionadas, sobretudo porque ela decorre senão da relação interna entre o Estado, enquanto acionista controlador, e a empresa, enquanto integrante da administração pública indireta.

Assim, a regulação das transações entre partes relacionadas em sociedades de economia mista também atravessará essas relações entre o Estado e as empresas estatais enquanto entidades integrantes da organização da gestão pública, o que engloba, por exemplo, o modo pelo qual a administração central planeja seus aportes financeiros às empresas não-dependentes por meio de um orçamento próprio, que é o orçamento de investimento, com previsão constitucional.

Por fim, em terceiro lugar, a política de transações entre partes relacionadas constitui um elemento no interior de uma estratégia geral de governança corporativa impulsionada pela Lei nº 13.303/2016, que pretendeu delinear os contornos desse novo modelo de intervenção direta do Estado no domínio econômico.

Nesse sentido, os dispositivos da lei e do regulamento que estabelecem exigências referentes a transações entre partes relacionadas garantem ampla discricionariedade às companhias estatais para que definam quais serão os mecanismos fixados pelas políticas internas para atender aos parâmetros de competitividade, conformidade, transparência, equidade e comutatividade, definidos de modo genérico pela legislação.

Assim, o objetivo específico deste trabalho reside em apresentar uma resposta ao seguinte problema de pesquisa: *as políticas de transações entre partes relacionadas adotadas pelas sociedades de economia mista mitigam os riscos atrelados a essa prática corporativa?*

Como hipótese inicial, admite-se que as políticas atualmente adotadas pelas sociedades de economia mista não mitigam os principais riscos dessa espécie de transação, porque elas não se dirigem com precisão às relações entre a companhia e o ente público controlador. Ao contrário, as políticas replicam mecanismos de regulação adotados por empresas exclusivamente privadas e concentram-se nas transações celebradas entre a companhia e suas subsidiárias.

A resposta definitiva ao problema de pesquisa, contudo, só poderá ser apresentada após que se percorra o itinerário de investigação. O primeiro capítulo se debruçará sobre o contexto corporativo no qual se inserem as sociedades de economia mista que justifica o controle específico dessas transações por mecanismos de distintas naturezas. Assim, pretende-se identificar o *porquê* de se regular transações entre partes relacionadas em sociedades de economia mista. O segundo capítulo identificará quais são os riscos que a regulação dessas transações se destina a mitigar. Pretende-se identificar *o que é* regulado nas transações entre partes relacionadas. O terceiro capítulo se debruçará sobre os instrumentos jurídicos aptos a

diluir esses riscos e descreverá os mecanismos adotados pelas sociedades de economia mista sob controle da União após a Lei nº 13.303/2016. Pretende-se identificar *como* são reguladas as transações entre partes relacionadas.

Antes de se iniciar o percurso proposto para este trabalho, adiantam-se algumas delimitações de caráter metodológico. Em primeiro lugar, este trabalho será restrito às sociedades de economia de capital aberto sob controle da União. Não englobará, portanto, as empresas públicas, as sociedades de economia mista de capital fechado e as empresas nas quais o Estado detenha participação minoritária. De todo modo, a redação deste texto se utilizará do termo empresa estatal também para se referir às sociedades de economia mista. Nesse ponto, embora as regras da Lei nº 13.303/2016 referentes às transações entre partes relacionadas também se apliquem às empresas públicas, as disposições da Lei das Estatais referentes à governança corporativa parecem mais adequadas à realidade das sociedades de economia mista, segundo ressalva de Irene Nohara¹⁴.

Em segundo lugar, este trabalho não pretende avaliar se as transações entre partes relacionadas efetivamente promovidas pelas sociedades de economia mista cumprem ou não as exigências legais e as obrigações estabelecidas nas políticas adotadas por cada empresa. O trabalho pretende identificar, empiricamente, por meio de uma abordagem quantitativa (reunião de documentos de mais de uma sociedade de economia mista) e qualitativa (pesquisa do conteúdo de cada documento de modo individualizado) quais as regras estabelecidas pelas empresas em suas respectivas políticas, e, em seguida, avaliar se essas regras acobertam ou não os riscos descritos de modo abstrato no segundo capítulo. Essa avaliação ocorrerá por meio de uma comparação entre os mecanismos jurídicos identificados pela pesquisa empírica e os riscos descritos de modo abstrato. Ou seja, o trabalho não analisará os contratos propriamente ditos ou documentos contábeis que contenham as indicações de transações entre partes relacionadas.

Assim, com o auxílio do método dedutivo e da revisão bibliográfica, pretende-se restringir esta pesquisa a uma análise jurídica do modo como esses instrumentos normativos

¹⁴ “[...] Também a preocupação com conflito de interesses, que é uma das tônicas legais, ao disciplinar mais transparência e prestação de contas, é voltada muito mais para o equacionamento dos problemas que são vivenciados pelas sociedades de economia mista, que abrem parcela do capital para a iniciativa privada, do que propriamente para a realidade das empresas públicas. Assim, a Lei das Estatais parece ter sido engendrada muito mais para solucionar alguns problemas que são correntes na realidade das sociedades de economia mista, não sendo tão adequada, gerando até complexidades difíceis de equacionar, para a circunstância das empresas públicas, que agora se submetem também à sua disciplina e terão de se adaptar no prazo legal estabelecido”. Em: NOHARA, Irene Patrícia. Fiscalização das empresas estatais. **Enciclopédia jurídica da PUC-SP**. Celso Fernandes Campilongo, Alvaro de Azevedo Gonzaga e André Luiz Freire (coords.). Tomo: Direito Administrativo e Constitucional. Vidal Serrano Nunes Jr., Maurício Zockun, Carolina Zancaner Zockun, André Luiz Freire (coord. de tomo). 1. ed. São Paulo: Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, 2017. Disponível em: <<https://enciclopediajuridica.pucsp.br/verbete/116/edicao-1/fiscalizacao-das-empresas-estatais>>.

ingressam e alteram a dinâmica das sociedades de economia mista. As demais diretrizes de ordem metodológica serão apresentadas no terceiro capítulo.

2 POR QUE REGULAR TRANSAÇÕES ENTRE PARTES RELACIONADAS EM SOCIEDADES DE ECONOMIA MISTA?

2.1 Introdução

A opção pela adoção do modelo empresarial pelo Estado é uma escolha política, que se altera no ritmo dos projetos de governo que conduzem a atividade estatal. Embora se afirme que a atuação econômica estatal por meio de empresas se dirige por um movimento pendular¹⁵, uma série de autores declarou o irreversível esgotamento da empresa estatal¹⁶ e o declínio do “dissídio indissolúvel” que representava a sociedade de economia mista.¹⁷

As empresas estatais, contudo, persistem. Aliás, a crise financeira de 2008 permitiu que o Estado empresário ocupasse uma nova posição no cenário de intervenção na economia. Nos Estados Unidos da América, essa nova estratégia de intervenção estatal ocorreu por intermédio da aquisição de participações acionárias em diversas sociedades empresariais em situação de insolvência, em sua maioria instituições financeiras, com a finalidade de resgatá-las de prováveis processos falimentares.

Nessa circunstância, o Estado atuou tanto como um negociador alavancado¹⁸ quanto como um fiador implícito¹⁹. Enquanto negociador alavancado, o Estado se utilizou de sua necessidade e capacidade de prover uma solução à crise financeira para se posicionar de modo vantajoso nas negociações para a aquisição das instituições financeiras insolventes, permitindo-

¹⁵ TÁCITO, Caio. O retorno do pêndulo: serviço público e empresa privada. O exemplo brasileiro. **Revista de Direito Administrativo**, v. 202, pp. 1-10, 1995. Disponível em: <<http://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/rda/article/view/46612>>.

¹⁶ “Here it is enough to say that the decline of public enterprise now seems irreversible” Em: TONINELLI, Pier Angelo (Org.). **The rise and fall of state-owned enterprise in the western world**. New York: Cambridge University Press, 2000, p. 22.

¹⁷ PINTO, Bilac. O declínio das sociedades de economia mista e o advento das modernas empresas públicas. **Revista de Direito Administrativo**, v. 32, 1953, p. 8. Disponível em: <<http://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/rda/article/view/12801>>.

¹⁸ “Doing deals and aggressively reinterpreting regulatory authority are not unrelated activities. Dealmakers use contract to avoid some legal constraints and often prefer to focus on arms-length negotiation, rather than regulatory authorization, as the source of legitimacy for their actions. We think that one useful way to characterize the government’s role would be as that of an extraordinarily vigorous dealmaker, with some of the bad, as well as good, implications of governance by deal. For example, the early set of deals concluded by the government’s team were done on tough terms for their targets; the government as “buyer” maximized its leverage over distressed institutions. Sometimes the government walked away from the table—as it did with Lehman Brothers—an act that dealmakers often do to bolster their reputation for future deals. And the government often acted in this phase of the crisis as dealmakers do—conclude it, forget it, and move on to the next deal”. DAVIDOFF, Steven M.; ZARING, David. Regulation by deal: the government’s response to the financial crisis. **Administrative Law Review**, v. 61, n. 3, Summer, 2009, p. 467.

¹⁹ PARGENDLER, Mariana. State ownership and corporate governance. **Fordham Law Review**, V. 80, Issue 6, Article 19, Jun., pp.2917-2973, 2012, p. 2965.

lhe impor suas condições de negócio e recusar oportunidades que, por razões estratégicas, não lhe interessassem ou não atendessem a essas condições.

Enquanto fiador implícito, o Estado confirmou que sua presença empresarial também se estende à necessidade de atuar para impedir que determinadas sociedades empresariais permaneçam insolventes, porque são grandes demais para falir. Essa função empresarial do Estado reflete, inclusive, uma característica das empresas estatais, que, de acordo com Mariana Pargendler, reside num suporte implícito ou explícito do Estado contra a insolvência, tornando-as, efetivamente, “à prova de falência”.²⁰

Esses dois exemplos demonstram não apenas a persistência das empresas estatais, mas, sobretudo, a diversidade por meio da qual o Estado se utiliza da técnica acionária para intervir na economia. Segundo Rafael Wallbach Schwind, a própria possibilidade de que o Estado aja por intermédio de empresas estatais representa o reconhecimento pelo ordenamento jurídico de que determinadas atividades se beneficiam do modelo empresarial.²¹ Assim, sob a forma de empresa, o Estado exerce atividades e funções cada vez mais diversas, a partir de modelos de negócio e estratégias comerciais distintas, impossibilitando que se reconheça um único Estado empresário. Prevalece, em verdade, um Estado que, na condição de agente econômico, escaneia oportunidades e adapta-se às exigências de mercado, submetendo-se à racionalidade da atividade empresarial.

Entretanto, no Brasil, atualmente, a consolidação dessa diversidade de funções empresariais estatais não se confunde com um Estado que se posiciona como catalisador e protagonista do desenvolvimento econômico.

Conforme Mario Gomes Schapiro, à época do Plano de Metas e do segundo Plano Nacional de Desenvolvimento, a criação de empresas estatais no setor financeiro, como é o caso do BNDES, visou a dirigir o desenvolvimento em observância ao planejamento econômico organizado pelo próprio Estado, de maneira a substituir o mecanismo privado de alocação de

²⁰ “Despite the looming risk of state abuse, SOEs have a number of advantages over private firms in attracting investors. Mixed enterprises typically enjoy an implicit or explicit government guarantee, rendering them effectively bankruptcy-proof”. Em: PARGENDLER, Mariana. State ownership and corporate governance. **Fordham Law Review**. V. 80, Issue 6, Article 19, Jun., pp.2917-2973, 2012, p. 2965.

²¹ “O Estado pode se valer de empresas estatais para a execução de atividades que são melhor desempenhadas segundo uma lógica empresarial. Identifica-se, portanto, a existência de uma ‘Administração Pública empresarial’, em contraposição à ‘Administração Pública não empresarial’. Empresas estatais, assim, são o veículo utilizado pelo Estado para a execução de uma diversidade de situação para as quais a lógica empresarial é mais atrativa”. Em: SCHWIND, Rafal Wallbach. **O Estado acionista: empresas estatais e empresas privadas com participação estatal**. São Paulo: Almedina, 2017, p. 145.

recursos por instrumentos de financiamento modelados segundo determinadas políticas econômicas.²²

Segundo Joseph Stiglitz, esse modelo de intervenção estatal no setor financeiro se pautava na suposição de que os obstáculos enfrentados por determinados países para alcançar o desenvolvimento econômico decorre de uma falha do mercado em prover e alocar adequadamente o capital, de modo a exigir a presença do Estado para corrigir esse defeito na intermediação financeira, fornecendo crédito e monitorando a atividade dos tomadores.²³

Certamente, o atual mecanismo de governança econômica da atividade empresarial estatal não se sustenta nessa técnica interventiva de caráter desenvolvimentista. A atuação ostensiva de empresas estatais cedeu a uma intervenção de caráter regulatório, cujos elementos nucleares constituem a delegação de competências normativas às agências encarregadas da regulação setorial, a sujeição da atividade dessas entidades a regras procedimentais e o monitoramento da regulação por grupos de interesse.²⁴ Acrescenta-se à expansão da atividade regulatória, ainda, a intensa promoção de desestatizações formais, com a delegação da gestão de serviços de titularidade estatal à iniciativa privada.²⁵

²² “Isso significa que a intervenção desses agentes obedeceu a uma racionalidade substantiva, marcada pela consecução de resultados e finalidades econômicas, estipuladas previamente pelos gestores do Estado, nos respectivos instrumentos de planejamento econômico. [...] Em boa medida, neste modelo, as decisões privadas concernentes à alocação dos recursos e a espontaneidade de uma economia de mercado foram parcialmente substituídas pela capacidade decisória do Estado, que assumiu o papel de um verdadeiro timoneiro na condução da economia nacional”. Em: SCHAPIRO, Mario Gomes. **Novos parâmetros de intervenção do Estado na economia**. São Paulo: Saraiva, 2010, p. 94/95.

²³ “One school of thought has seen the failure of countries to develop as evidence of a massive market failure, and suggested that what is required is massive government intervention; at the very least, government should take a central role in planning, allocating investment and credit, and controlling international trade”. Em: STIGLITZ, Joseph E. Government, financial markets, and economic development. **NBER Working Papers Series**. Working Paper n. 3669, 1991, p. 1.

²⁴ “Em síntese, a intervenção regulatória é fruto da conjugação da legalização das competências reguladoras e da possibilidade de controle exercida pelo Congresso e pelo Judiciário, a partir da iniciativa dos grupos de interesse. O resultado desta equação institucional é a configuração de uma burocracia dotada de poder normativo, mas de um poder legislativamente condicionado, politicamente monitorado pela competição dos grupos de interesse, e sujeito a ônus positivos em seu exercício”. Em: SCHAPIRO, Mario G. Do Estado Desenvolvimentista ao Estado Regulador? Transformação, resiliência e coexistência entre dois modos de intervenção. **Revista de Estudos Institucionais**. V. 4, n. 2, p. 574-614, dez. 2018. ISSN 2447-5467, p. 578. Disponível em: <<https://www.estudosinstitucionais.com/REI/article/view/305>>.

²⁵ “A transferência de empresas, bens e serviços públicos às pessoas privadas pode-se dar de modo *formal* ou *substancial*. Aqui, há a desestatização absoluta (o Estado abdica da titularidade); lá, a desestatização executiva ou de gestão (o Estado persiste titular). Mas fato é que o direito brasileiro dos serviços públicos apresenta singularidade: há reserva constitucional da titularidade pública dessa ordem de empreendimentos. A Constituição brasileira comete determinados serviços ao Poder Público e diz que sua exploração poderá ser direta ou por meio de concessões e permissões (além das autorizações). Apesar de não existir definição do que vem a ser ‘serviço público’ em cada um dos quadrantes constitucionais que tratam do assunto, a imputação ao Poder Público de determinada categoria de incumbências passíveis de concessão e permissão traz consigo a qualificação normativa de serviço público. [...] Logo, a desestatização instalada ao nível infraconstitucional não pode ser quanto à titularidade do serviço, mas deve circunscrever-se à sua gestão”. Em: MOREIRA, Egon Bockmann. **Direito das concessões de serviço público**: inteligência da Lei 8.987/1995 (Parte Geral). São Paulo: Malheiros, 2010, p. 20/21.

De acordo com Mario Gomes Schapiro, as reformas que impulsionaram essa intervenção regulatória pretenderam substituir o mecanismo público de alocação de recursos, veiculado por intermédio de bancos estatais que executavam as políticas de crédito estabelecidas pela agenda de governo, por um mecanismo privado de financiamento, pautado em proteções jurídicas oferecidas aos investidores.²⁶

Nesse sentido, a persistência das empresas estatais se deve à aptidão dessas companhias para se adaptar a um modelo de intervenção que garante uma nova posição ao Estado no financiamento de atividades econômicas, na qual ele se apresenta como um agente interessado em atrair capital para os projetos que coordena, em vez de financiá-los integralmente. Essa adaptação se reflete na recepção pelo ordenamento jurídico de instrumentos de proteção aos investidores privados, a exemplo da necessidade do estabelecimento de políticas de transações entre partes relacionadas nas empresas estatais.

Entretanto, anteriormente à promulgação da Lei nº 13.303/2016, as transações entre partes relacionadas já recebiam tratamento jurídico por outros mecanismos legais, especialmente no âmbito nas sociedades de economia mista de capital aberto, que também se submetem às normas regulatórias do mercado de capitais.

A Lei das Sociedades Anônimas (Lei nº 6.404/1976), por exemplo, em seu art. 156, §1º, só permite ao administrador que contrate com a sociedade anônima “em condições razoáveis ou equitativas, idênticas às que prevalecem no mercado ou em que a companhia contrataria com terceiros”, sob pena de anulabilidade do negócio. Além disso, o art. 117, §1º, “f”, da Lei nº 6.404/1976 reputa como exercício abusivo do poder de controle a celebração de contrato entre a companhia e o acionista controlador, “diretamente ou através de outrem, ou de sociedade na qual tenha interesse, em condições de favorecimento ou não equitativas”. Aliás, eventuais lesados por alguma transação fraudulenta também poderiam requerer judicialmente a declaração de nulidade de contratos e pleitear possíveis indenizações com base nas regras gerais de responsabilidade civil.

Desse modo, considerando a existência de diversos mecanismos legais que já forneciam instrumentos para o escrutínio de transações entre partes relacionadas

²⁶ “Até então, sua governança econômica sustentava-se em um modo de intervenção desenvolvimentista, isto é, um modo de intervenção estatal assentado na alocação dos recursos pelo Estado, seja por meio de regras especiais de captação e de direcionamento de crédito, seja pela atuação de bancos públicos e empresas estatais. Neste período, foram realizadas sucessivas reformas legais destinadas a aumentar a proteção dos investidores e assim fomentar um mercado privado para estas atividades”. Em: SCHAPIRO, Mario G. Do Estado Desenvolvimentista ao Estado Regulador? Transformação, resiliência e coexistência entre dois modos de intervenção. **Revista de Estudos Institucionais**. V. 4, n. 2, p. 574-614, dez. 2018. ISSN 2447-5467, p. 574. Disponível em: <<https://www.estudosinstitucionais.com/REI/article/view/305>>.

potencialmente danosas, o que justifica a inclusão pela Lei nº 13.303/2016 de um mecanismo jurídico específico para regulação das transações entre partes relacionadas nas sociedades de economia mista? Ainda, qual a necessidade de se exigir a produção de um instrumento normativo intracorporativo para regular essas transações, considerando que, supostamente, a disposição legal conteria aptidão normativa superior às regras elaboradas no interior da companhia?

Assim, neste capítulo, pretende-se investigar o contexto de mercado no qual as sociedades de economia mista se inserem, com a finalidade de identificar por que esse novo modelo de atuação do Estado na economia, caracterizado pela diversidade de funções empresariais estatais e por uma nova forma de operacionalizar o financiamento corporativo, justifica a necessidade de se exigir a produção de uma política própria para endereçar as transações entre partes relacionadas.

Sustenta-se que a justificativa para a regulação dessas transações nas sociedades de economia mista reside na convivência entre uma multiplicidade de regimes regulatórios e uma multiplicidade de interesses corporativos que circunscrevem a dinâmica contemporânea dessas companhias.

A multiplicidade de regimes regulatórios (que será objeto da Seção 2.2) reflete, de um lado, a substituição de uma intervenção desenvolvimentista por uma intervenção regulatória, que representa uma vertente de regulação pública da economia; de outro lado, reflete a expansão de técnicas de regulação privada ou de autorregulação, em que os próprios agentes de mercado são estimulados a produzir regras para organizar sua atividade conforme determinados padrões normativos. Admite-se, assim, que a própria regulação econômica se dirige a uma substituição da regulação estatal dos agentes econômicos por mecanismos autorregulatórios.

A multiplicidade de interesses corporativos (que será objeto da Seção 2.3) reflete a proliferação e especialização dos diversos agentes corporativos que compõem e participam da dinâmica das sociedades de economia mista. Nesse sentido, a mera distinção entre interesse público, atrelado ao papel do Estado enquanto acionista controlador, e interesse privado, atrelado à presença dos investidores privados na condição de acionistas minoritários, não é suficiente para que se filtrem as complexidades que caracterizam a atual governança das sociedades de economia mista. Em primeiro lugar, o próprio Estado se utiliza das empresas estatais para extrair benefícios privados de sua posição de acionista controlador, de modo que não há uma equivalência estrita entre a atuação do Estado e o interesse público nessas companhias. Em segundo lugar, em razão da dinâmica do mercado de capitais, não há a possibilidade de se homogeneizar os acionistas minoritários, como se todos perseguissem os

mesmos interesses e obedecessem a um mesmo padrão de comportamento corporativo. Exige-se que se inclua nessa equação, por exemplo, a presença relevante de investidores institucionais, tanto de natureza privada como de natureza pública, que complexificam a rede de relações de agência que compõem a sociedade de economia mista.

2.2 A distribuição acionária mista como modelo de intervenção do Estado na economia

Conforme sublinhado no item anterior, pretende-se, nesta seção, delinear a multiplicidade de regimes regulatórios a que se submetem as sociedades de economia mista na atual circunstância de intervenção estatal no domínio econômico. Esse contexto se caracteriza por uma dupla transição nas relações entre Estado e economia: em primeiro lugar, a substituição de uma intervenção de caráter desenvolvimentista por uma intervenção de caráter regulatório; em segundo lugar, uma ampliação do estímulo à criação de mecanismos autorregulatórios pelos agentes econômicos.

O contexto de mercado brasileiro revela uma suposta contradição entre a função pública e administrativa das empresas estatais e a capacidade dessas companhias de crescerem num ambiente de competição ou de submissão a determinadas práticas de mercado. De um lado, acreditava-se que as empresas estatais haviam sido concebidas para a finalidade de prestar serviços públicos, que seriam escrutinados a um regime jurídico próprio, distinto do direito privado, que é o regime de direito administrativo.²⁷ Por outro lado, essas companhias, gestadas em prol da prestação de serviços públicos, transitaram em direção ao exercício de atividades em regime de concorrência, em decorrência da própria quebra de monopólio operada em determinados setores da economia pública, como é caso da energia elétrica, das telecomunicações e do petróleo.

Assim, a maioria das empresas estatais que ocupam posição de destaque no mercado, a exemplo da Petrobras e da Eletrobras, era responsável pelo exercício de atividades que se entendiam como externas ao próprio regime no qual elas vieram a se destacar.²⁸

²⁷ “Trata-se de movimento absolutamente natural em uma crescente noção de Estado do bem-estar. Na medida em que passa a ganhar importância a presença do Estado como garantidor de facilidades e utilidades aos cidadãos, ganha relevância a forma empresarial para efetivar as garantias. Nesse contexto, nas três esferas federativas passa-se a se verificar a constituição de empresas estatais (comumente na forma de economia mista, com a finalidade de se arrecadarem recursos privados no financiamento da atividade estatal) para atuar como prestadoras de serviços públicos, na qualidade de instrumentos do Estado para garantir o acesso da população a referidos serviços”. Em: SCHIRATO, Vitor Rhein. **As empresas estatais no direito administrativo econômico atual**. São Paulo: Saraiva, 2016, p. 64/65.

²⁸ “Enquanto as empresas estatais prestadoras de serviços públicos gozavam de monopólios em serviços essenciais, que lhes garantiam constante e previsível retorno financeiro, não havia preocupações com temas como a sustentabilidade das atividades e a eficiência da prestadora, visto que em última instância o Estado controlador da

Conforme Alexandre Santos de Aragão, a utilização do termo “intervenção” para se referir à criação de empresas estatais implica reconhecer que o Estado se imiscui em terreno estranho à sua finalidade²⁹, que seria o exercício de atividades típicas da Administração (poder de polícia) ou a prestação de serviços públicos.³⁰ Aliás, a própria distinção entre empresas estatais prestadoras de serviço público e empresas estatais que exercem atividade econômica em sentido estrito é tradicional ao direito administrativo brasileiro, considerando, inclusive, a redação do próprio texto constitucional.

A Constituição Federal, enquanto impõe ao Estado uma barreira de entrada à “exploração direta de atividade econômica” (art. 173), também lhe incumbe, “diretamente ou sob regime de concessão ou permissão, sempre através de licitação, a prestação de serviços públicos” (art. 175). Nesse sentido, conforme Celso Antônio Bandeira de Mello, em decorrência desses e também de outros dispositivos constitucionais, o regime jurídico da empresa estatal se aproximará ou se afastará do direito privado a depender da atividade que ela exerça (serviço público ou atividade econômica).³¹

Contudo, essa distinção não apenas é inadequada para diferenciar o regime jurídico aplicável a cada modalidade de empresa, como também é inadequada para caracterizar a forma pela qual as empresas estatais se posicionam nos atuais contextos de mercado. Segundo Vitor Rhein Schirato, a fronteira dessa diferença entre serviço público e atividade econômica se

empresa responderia por eventuais insuficiências financeiras. No atual cenário, as empresas estatais prestam os serviços públicos muitas vezes em regime de competição com outras empresas, o que obsta sua ineficiência, por razões de sobrevivência e manutenção das atividades, bem como impede a responsabilidade subsidiária do Estado controlador, por razões de isonomia com as demais empresas atuantes no setor em questão”. Em: SCHIRATO, Vitor Rhein. **As empresas estatais no direito administrativo econômico atual**. São Paulo: Saraiva, 2016, p. 58.

²⁹ “O verbo intervir pressupõe a ideia de se imiscuir em terreno que não lhe é próprio, quando acima pudemos concluir que a existência do Estado pressupõe em si algum tratamento dado por ele a matérias econômicas, e que o mercado enquanto instituição só pode existir e proliferar em razão da existência do Estado e do seu direito. Sendo assim, não se pode afirmar que o direito é um terreno exógeno à economia, nem vice-versa”. ARAGÃO, Alexandre Santos de. **Empresas estatais: o regime jurídico das empresas públicas e sociedades de economia mista**. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2018, p. 34/35.

³⁰ “Daí se verifica que o Estado não pratica intervenção quando presta serviço público ou regula a prestação de serviço público. Atua, no caso, em área de sua própria titularidade, na esfera pública. Por isso mesmo dir-se-á que o vocábulo intervenção é, no contexto, mais correto do que a expressão atuação estatal: intervenção expressa atuação estatal em área de titularidade do setor privado; atuação estatal, simplesmente, expressa significado mais amplo”. Em: GRAU, Eros Roberto. **A ordem econômica na Constituição de 1988**. 14. Ed. rev. e atual. São Paulo: Malheiros, 2010, p. 91/92.

³¹ “Há, portanto, dois tipos fundamentais de empresas públicas e sociedades de economia mista: exploradoras de atividade econômica e prestadoras de serviços públicos ou coordenadoras de obras públicas e demais atividades públicas. Seus regimes jurídicos não são, nem podem ser, idênticos [...]. No primeiro caso, é compreensível que o regime jurídico de tais pessoas seja o mais próximo possível daquele aplicável à generalidade das pessoas de Direito Privado. [...] No segundo caso, quando concebidas para prestar serviços públicos ou desenvolver quaisquer atividades de índole pública propriamente (como promover a realização de obras públicas), é natural que sofram o influxo mais acentuado de princípios e regras de Direito Público, ajustados, portanto, ao resguardo de interesses desta índole”. Em: MELLO, Celso Antônio Bandeira de. **Curso de Direito Administrativo**. 33. ed. ver. e atual. até a Emenda Constitucional 92, de 12.7.2016. São Paulo: Malheiros, 2016, p. 203.

dissipou à medida que o Estado se desonerou de suas participações societárias em empresas estatais e, concomitantemente, operou uma abertura de determinados serviços públicos a um regime concorrencial.³²

Assim, essa suposta contradição entre a relevância de determinadas empresas estatais e o regime jurídico das atividades que elas exercem se dilui quando se identifica que a razão para elas terem assumido essa posição relevante no mercado decorre senão do próprio local no qual essas companhias sobreviventes foram posicionadas após o intenso período de privatizações. Em outras palavras, as privatizações permitiram que determinadas empresas estatais se consolidassem num ambiente marcado pela concorrência e pela adoção de práticas privadas de gestão empresarial nas companhias mistas.

Portanto, compreender o atual posicionamento de mercado das sociedades de economia mista exige que se identifiquem as causas e consequências dessas privatizações.

Em primeiro lugar, o movimento em direção à crescente privatização das empresas estatais se localizou no interior de uma circunstância ampla de crise fiscal do Estado e de necessidade de controle da despesa pública, sobretudo após os diversos eventos de escala internacional e nacional que impactaram a economia brasileira, como a crise do petróleo em 1979 e a hiperinflação. Nesse sentido, conforme Vitor Rhein Schirato, essas políticas de desinvestimento se deveram também ao acirramento de políticas de austeridade fiscal e de controle das finanças públicas.³³

No Brasil, por exemplo, a promulgação da Lei Complementar nº 101/2000, batizada de Lei de Responsabilidade Fiscal, coroou o final da década de privatizações brasileiras, estabelecendo, inclusive, uma definição para as empresas estatais dependentes, que se caracterizam pelo recebimento de recursos do ente controlador para arcar com despesas de custeio em geral e de pessoal. A distinção entre empresas estatais dependentes e independentes representa tanto uma necessidade de isolar os investimentos destinados ao exercício de uma função empresarial, retirando-os do planejamento contido no orçamento fiscal geral, quanto

³² “[...] O cenário que atualmente vivemos denota um momento em que parcela dos serviços públicos desempenhados diretamente pelo Estado por meio de empresas estatais foi transferida à iniciativa privada em processos de privatização, *bem como* um tempo em que diversos serviços públicos (incluídos aí diversos serviços públicos que permaneceram prestados pelo Estado por meio de suas empresas) perderam seu caráter de exclusividade, em razão de processos de liberalização que os aproximaram visivelmente das demais atividades econômicas”. Em: SCHIRATO, Vitor Rhein. **As empresas estatais no direito administrativo econômico atual**. São Paulo: Saraiva, 2016, p. 68.

³³ “Ademais, o Estado atualmente existente não mais permite as práticas de investimento públicas anteriormente adotadas. No contexto anterior, a capacidade de investimento do Estado era praticamente ilimitada, seja em razão da inexistência de capacidade de endividamento, ao passo que o atual contexto é de constante aprimoramento da austeridade fiscal e equilíbrio das contas públicas, de forma que a capacidade de investimento do Estado não mais é ilimitada, mas, sim, estritamente controlada e sujeita a cada vez mais estreitos limites”. Em: SCHIRATO, Vitor Rhein. **As empresas estatais no direito administrativo econômico atual**. São Paulo: Saraiva, 2016, p. 59.

uma exigência de ampliar o controle sobre as empresas estatais deficitárias, aproximando-as da gestão central e incluindo-as no orçamento fiscal geral. Essa técnica contábil, assim, permitiu às empresas independentes que se aproximassem dos agentes privados e de seu modo de agir no mercado.

Dessa maneira, nesse contexto de crise fiscal e de uma ideologia favorável à retirada do Estado da economia (ou seja, favorável à retirada do Estado de um ambiente que lhe seria impróprio, estranho), as diversas técnicas regulatórias se apresentaram como o mecanismo estatal para manter sua influência em segmentos de seu interesse, sem a necessidade de se implicar financeiramente para a consecução de determinadas finalidades públicas.

Em segundo lugar, as privatizações também direcionaram a atenção estatal aos mecanismos de financiamento do mercado de capitais. As restrições fiscais que impediam o Estado de destinar extensa quantidade de recursos para o exercício de atividades econômicas estimularam as empresas estatais a avaliarem outras opções de financiamento, fortalecendo a presença de investidores privados nessas companhias.

Portanto, considerando esses dois fatores que sucederam o movimento em direção à privatização das empresas estatais brasileiras (a diversificação de técnicas regulatórias como alternativa à crise fiscal e a preferência pelo mercado de capitais como mecanismo de financiamento corporativo), a atual dinâmica das sociedades de economia mista se caracteriza por uma interseção entre o regime regulatório do setor em que a companhia exerce sua atividade-fim (óleo e gás, energia etc) e o regime regulatório do mercado de capitais, que é uma potencial fonte de financiamento para suas atividades.

A regulação das transações entre partes relacionadas se esconde nas trincheiras dessa interseção, pois recebe proteção por instrumentos normativos de diversas naturezas jurídicas. Por exemplo, no segmento de energia elétrica, a Lei nº 9.427/1996, que instituiu a Agência Nacional de Energia Elétrica (ANEEL), previu à ANEEL, por intermédio de seu art. 3º, XIII, a competência para efetuar o controle prévio e *a posteriori* das transações entre partes relacionadas celebradas pelas concessionárias, permissionárias e autorizadas de prestação de serviços públicos de energia elétrica junto a controladores, sociedades controladas e coligadas e demais sociedades com controlador comum, sobretudo por meio da imposição de limitações materiais. Atualmente, o referido dispositivo é regulamentado por intermédio da Resolução Normativa nº 699/2016 da ANEEL, que estabelece minuciosas técnicas regulatórias para o controle das transações entre partes relacionadas no setor de energia elétrica.

No caso da exigência contida no art. 8º, VII, da Lei nº 13.303/2016, a política de transações entre partes relacionadas em empresas estatais constitui, conforme se demonstrará

nos itens seguintes, um instrumento de caráter autorregulatório, uma vez que cabe à companhia não apenas a elaboração dos mecanismos jurídicos que comporão a política, como também o monitoramento do cumprimento das regras contidas no instrumento normativo, a partir do estabelecimento de atribuições ao Comitê de Auditoria Estatutário, conforme previsão do art. 24, §1º, VI, da Lei nº 13.303/2016.

Assim, a primeira justificativa para que se exija a elaboração de uma política corporativa própria para regular as transações entre partes relacionadas em sociedades de economia mista constitui uma resposta a essa expectativa dos investidores privados de que as companhias estatais sejam protagonistas de sua governança.

Dessa maneira, a distribuição acionária mista se apresenta como um modelo específico de intervenção do Estado na economia, que imiscui elementos de regulação pública da economia e elementos autorregulatórios. A primeira subseção desta seção (Subseção **2.2.1**) analisará de que modo a sociedade de economia mista se posicionou nessa transição entre um modelo de intervenção desenvolvimentista e um modelo de intervenção regulatória. Pretende-se, assim, delinear o que se entende como regulação da atividade econômica e de que maneira essa espécie de intervenção circunscreve a atual dinâmica das sociedades de economia mista. A segunda subseção (Subseção **2.2.2**) investigará de que modo essa reacomodação das empresas estatais no cenário das relações entre Estado e economia provocou uma abertura à inclusão de instrumentos autorregulatórios no contexto corporativo em que essas companhias estão inseridas. Pretende-se, nesse sentido, distinguir regulação e autorregulação, de modo a possibilitar a inscrição das políticas de transações entre partes relacionadas nos limites dos mecanismos autorregulatórios.

2.2.1 Sociedades de economia mista e regulação pública da economia

Nesta subseção, pretende-se explorar os fatores que caracterizam a regulação pública da atividade econômica e de que modo as sociedades de economia mista se situaram num contexto de transição entre duas formas distintas de intervenção estatal na economia. As seções anteriores permitiram que se estabelecessem duas premissas quanto ao atual modelo de intervenção pública no domínio econômico: o Estado exerce uma diversidade cada vez maior de funções empresariais e dispõe da necessidade de encontrar alternativas de financiamento para os projetos públicos.

Evidentemente, após as privatizações, a presença empresarial do Estado sofreu severa redução. Desse modo, afirmar que o Estado diversificou sua função empresarial implica

reconhecer uma alteração na técnica a partir da qual ele exerce essa pluralidade de atividades. Trata-se, primordialmente, de compreender uma mudança nas relações entre Estado e economia, que se operou por meio de uma transição entre um Estado que assumia o papel de catalisador do desenvolvimento econômico (o que se denominará intervenção desenvolvimentista) e um Estado cujo papel se circunscreve a garantir as condições para a obtenção de determinados resultados em setores de interesse estatal (o que se denominará intervenção regulatória).

A atual dinâmica das corporações estatais chinesas representa um curioso exemplo dessa diversidade de funções empresariais exercidas pelo Estado e dessa procura por alternativas de financiamento corporativo. Nesse caso, o recurso a uma análise de direito comparado, a partir da descrição de alguns elementos do modelo chinês de gestão das empresas estatais, proporcionará uma melhor delimitação das características que definem o que este trabalho entende por intervenção desenvolvimentista no contexto brasileiro.

Segundo Li-Wen Lin e Curtis Milhaupt, a maioria da literatura especializada em governança corporativa opera uma tentativa de interpretar as companhias chinesas a partir dos instrumentos jurídicos e regulatórios do mercado americano. Essa interpretação impediria que se compreendesse como o capitalismo de Estado se consolidou na China sem a presença dos tradicionais mecanismos de governança do capitalismo americano, a exemplo da independência do Conselho de Administração.³⁴ Assim, de acordo com Ronald Gilson e Curtis Milhaupt, a economia chinesa só alcançou o desenvolvimento em escala global em razão do comprometimento da classe política com a criação de incentivos direcionados ao crescimento econômico dentro de sua própria estrutura organizacional. Esses incentivos consistiam em garantir aos agentes do Estado e das corporações estatais que os resultados do crescimento econômico (benefícios pecuniários e não-pecuniários) seriam distribuídos entre os próprios agentes do sistema.³⁵

³⁴ “[...] many analysts of Chinese corporate capitalism have focused exclusively on agency problems in listed companies. The search for solutions has taken most commentators down a path with grooves cut by U.S. corporate governance logic, with a focus on independent directors, the market for corporate control, and robust securities regulation. This approach generates a lengthy list of (predominantly U.S.-style) formal institutions whose development is deemed crucial to the future transformation and improvement of Chinese corporate governance. But this leaves largely unexplored a puzzle at the core of contemporary Chinese capitalism: how is a system missing many of the formal institutions deemed important to Western firms producing a rapidly expanding list of Fortune Global 500 companies and supporting sustained levels of economic development in China?”. Em: LIN, Li-Wen. MILHAUPT, Curtis J. We are the (national) champions: understanding the mechanisms of state capitalism in China. *Stanford Law Review*. v. 65, pp. 697-759, 2013, p. 705.

³⁵ “Given this vacuum in formal institutions, how did the government manage the economic transition to large-scale global market activity? Though the concrete mechanisms varied over time, the Parti embedded high-powered incentives for growth within its own organizational structures. Economic growth became the key metric by which performance was measured, and the gains from growth, while improving the lives of millions, were

Nesse sentido, para Lin e Milhaupt, entender o ambiente no qual floresceram as empresas estatais chinesas exige que se extrapole a gramática usual de governança corporativa, com a finalidade de se debruçar sobre um conjunto de relações corporativas e institucionais que converge em direção às funções exercidas pelo partido político único.³⁶

Conforme Lin e Milhaupt, a compreensão dessas relações se otimiza quando elas são avaliadas enquanto hierarquias em rede (*networked hierarchy*) e enquanto pontes institucionais (*institutional bridging*). As hierarquias em rede refletem a verticalização dos instrumentos de direito corporativo utilizados pelo Estado chinês para conectar todas as dimensões das companhias que ele controla. As pontes institucionais, em contrapartida, refletem a inclusão de técnicas horizontais para unir pontas desconectadas desse sistema verticalizado, a exemplo das práticas de rotação da alta gestão e participações societárias cruzadas.³⁷

De acordo com Lin e Milhaupt, as hierarquias em rede e as pontes institucionais, para além de criarem conexões entre as corporações e diversos órgãos do Estado e do partido único, proporcionam intensos incentivos aos agentes corporativos ao associar performance gerencial e alavancagem política.³⁸ De todo modo, essas conexões verticais e horizontais carregam seus efeitos colaterais: de um lado, elas incrementam a eficiência ao fomentar o compartilhamento de informações e ao reduzir conflitos na implementação de políticas econômicas; de outro lado, elas reduzem a transparência e multiplicam conflitos de agência.³⁹

disproportionately distributed within the party/state apparatus itself or to close relatives and associates of senior Party members". Em: GILSON, Ronald J.; MILHAUPT, Curtis J. Economically benevolent dictators: lessons for developing democracies. **The American Journal of Comparative Law**. v. 59, n. 1, pp.227-288, 2011, p. 262.

³⁶ "To aid the analysis, we expand our focus beyond the usual corporate governance concern with agency relationships and try to understand the relational ecology that fosters production in a system where all roads eventually lead to the party-state". Em: LIN, Li-Wen. MILHAUPT, Curtis J. We are the (national) champions: understanding the mechanisms of state capitalism in China. **Stanford Law Review**. v. 65, pp. 697-759, 2013, p. 701.

³⁷ "We introduce two simple analytical constructs for this purpose: *Networked hierarchy* is our term for the way top-down governance features within individual state-controlled corporate groups are coupled with extensive linkages to other state-controlled institutions. *Institutional bridging* is our term for the pervasive use of personnel-rotation systems, linked equity-ownership structures, and strategic form of cooperation, such as joint ventures, which serves to unite separate components of the state sector". Em: LIN, Li-Wen. MILHAUPT, Curtis J. We are the (national) champions: understanding the mechanisms of state capitalism in China. **Stanford Law Review**. v. 65, pp. 697-759, 2013, p. 701/702.

³⁸ "These mechanisms create networks among businesses and other organs of the party-state, promote information flow, and provide high-powered incentives to actors in the system by linking corporate performance and political advancement". Em: LIN, Li-Wen. MILHAUPT, Curtis J. We are the (national) champions: understanding the mechanisms of state capitalism in China. **Stanford Law Review**. v. 65, pp. 697-759, 2013, p. 702.

³⁹ "The networks we describe most likely produce countervailing effects: they enhance efficiency by fostering information sharing, reducing opportunism through repeat play, providing high-powered incentives, and reducing frictions in policy implementation. But they also reduce competition and transparency, multiply agency relationships and soften budget constraints". Em: LIN, Li-Wen. MILHAUPT, Curtis J. We are the (national) champions: understanding the mechanisms of state capitalism in China. **Stanford Law Review**. v. 65, pp. 697-759, 2013, p. 708.

Em outras palavras, trata-se de um modelo em que há intenso entrelaçamento entre a função política dos agentes estatais e as funções profissionais exercidas nos cargos de gestão das empresas, a ponto de dificultar a própria distinção entre essas duas atividades. Esse entrelaçamento se realça à medida que se identifica o modelo adotado pela China para gerir as participações societárias em suas companhias. Nesse sentido, a análise da estrutura institucional hierarquizada das companhias estatais chinesas (com a identificação dos detalhes que caracterizam as hierarquias em rede) será suficiente para a finalidade de otimizar a delimitação do que este trabalho toma como intervenção desenvolvimentista. As análises das pontes institucionais que promovem a associação horizontal dos diversos elementos dessa estrutura verticalizada e dos papéis exercidos pela agência estatal que ocupa a posição de holding empresarial serão promovidas na seção seguinte, quando este trabalho tratar dos interesses estatais nas sociedades de economia mista.

De acordo com Lin e Milhaupt, as hierarquias em rede se caracterizam pela presença de três elementos nucleares. Em primeiro lugar, os grupos corporativos estatais são verticalmente integrados em dois sentidos: (i) eles são orientados a um setor econômico específico, e não a uma diversidade de segmentos, em oposição ao que ocorre que ocorre em cenários como o Japão e a Coreia; (ii) a integração vertical se manifesta de cima para baixo (*top-down*), ou seja, as empresas controladoras dispõem de participações societárias em empresas subsidiárias, sem que haja participação cruzada entre subsidiárias e controladoras.⁴⁰

Em segundo lugar, os grupos corporativos chineses são compostos de quatro categorias de companhias. A primeira espécie de companhia consiste numa *holding* que titulariza todas as demais subsidiárias de determinado grupo corporativo. Essa *holding* é uma subsidiária integral da Comissão de Administração e Supervisão de Ativos Estatais do Conselho de Estado ou *State-Owned Assets Supervision and Administration Commission of The State Council* (SASAC), que é a agência estatal responsável pela gestão das corporações estatais na China. A segunda espécie de companhia consiste em corporações de capital aberto, que, comumente, são listadas em bolsas de valores estrangeiras, com a intenção de expandir a exposição do grupo ao mercado global. A terceira espécie de companhia consiste numa instituição financeira, que provê meios de financiamento às atividades promovidas pelas demais companhias do grupo. Por fim, a

⁴⁰ “First, in contrast to the main postwar Japanese *keiretsu* and Korean *chaebol* corporate groups, Chinese business groups are vertically integrated firms focused on a particular industry or sector, not diversified groups involved in a wide range of industries. In complementary fashion, and again in contrast to *keiretsu* and *chaebol* structures, shareholding is hierarchical: firms higher in the structure own downstream subsidiaries, but there is very little upstream or cross-ownership among group firms”. Em: LIN, Li-Wen. MILHAUPT, Curtis J. We are the (national) champions: understanding the mechanisms of state capitalism in China. *Stanford Law Review*. v. 65, pp. 697-759, 2013, p. 711.

quarta espécie de companhia consiste num instituto de pesquisa, orientado, em geral, ao exercício de atividades destinadas à pesquisa e desenvolvimento (P&D).⁴¹

Em terceiro lugar, o monitoramento e a supervisão dessas companhias são promovidos paralelamente por intermédio de dois mecanismos, que são os instrumentos de direito corporativo disponíveis ao acionista controlador (que é a SASAC) e as práticas de distribuição hierárquica de cargos de gestão adotadas pelo partido político único.⁴²

Além de auxiliar a delimitar as características do que este trabalho entende por intervenção desenvolvimentista, a descrição das hierarquias em rede, das pontes institucionais e das funções exercidas pela SASAC no contexto do capitalismo de Estado na China também se presta a outra finalidade: estabelecer que não há a possibilidade de se compreender a dinâmica das empresas estatais no Brasil a partir da sintaxe de outros cenários econômicos. A atividade empresarial estatal no Brasil não surgiu como resposta à demanda de investidores por proteção jurídica a seus investimentos, tal qual emergiram determinados instrumentos de governança corporativa em outros regimes jurídicos (como o norte-americano, por exemplo). A expansão das empresas estatais decorreu de uma escolha político-econômica, responsável por traçar uma determinada forma de relação entre o Estado e a economia.

Assim, o exemplo chinês permite que se tracem algumas aproximações entre a dinâmica do capitalismo de Estado na China e o modelo de intervenção desenvolvimentista.

Em primeiro lugar, sob esse modelo de intervenção do Estado na economia pautado na orientação ao desenvolvimento econômico, as empresas estatais constituíam efetivas instituições estatais, que representavam um meio de o Estado se organizar para agir e exercer as funções que lhe eram típicas. Nesse sentido, conforme Vitor Rhein Schirato, o Estado criava empresas estatais sempre que considerasse determinado segmento industrial ou comercial como relevante para o desenvolvimento econômico, a despeito de já existir previsão normativa que limitasse a atividade empresarial estatal.⁴³ O modelo chinês de organização do setor empresarial

⁴¹ “Second, most of the national groups in China contain four main components: (1) the core (parent) holding company, whose shares are wholly owned by SASAC; (2) one or more publicly traded subsidiaries – the global face of the national champion – a majority of whose shares are held by the core company; (3) a finance company that serves many important financing needs of the groups and has certain parallels with Japanese main banks; and (4) a research institute that coordinates the group’s innovation processes”. Em: LIN, Li-Wen. MILHAUPT, Curtis J. We are the (national) champions: understanding the mechanisms of state capitalism in China. *Stanford Law Review*. v. 65, pp. 697-759, 2013, p. 711.

⁴² “Third, two parallel structures provide for monitoring: one based on the corporate law, with SASAC as controlling shareholder, and a second, party-based structure that shadows the corporate hierarchy, especially with respect to high-level managerial appointments”. Em: LIN, Li-Wen. MILHAUPT, Curtis J. We are the (national) champions: understanding the mechanisms of state capitalism in China. *Stanford Law Review*. v. 65, pp. 697-759, 2013, p. 711.

⁴³ “Em que pese existir previsão normativa do Princípio de Subsidiariedade (que será analisado mais detidamente adiante), a realidade mostrava o engajamento do Estado em atividades econômicas, independentemente da

público demonstra que a gestão das empresas estatais pode atender a objetivos que extrapolam finalidades micro ou macroeconômicas para se dirigir a finalidades propriamente políticas, consistentes na criação e fortalecimento de companhias de capital aberto com potencial para atrair investimentos estrangeiros para o país. De acordo com Mario Gomes Schapiro, essa liberdade com que o Estado atua na escolha dos meios para atingir seus objetivos políticos ou econômicos representa a “alocação abrangente” da discricionariedade como forma de diminuir a sujeição da atividade administrativa a contenções legais ou judiciais no contexto da intervenção desenvolvimentista.⁴⁴ Desse modo, a discricionariedade isenta uma Administração Pública desenvolvimentista de motivar seus atos sob a perspectiva de sua “razoabilidade material”.⁴⁵ Essa afirmação é salutar para que se identifique que a expansão das empresas estatais nesse modelo desenvolvimentista não era pautada em justificativas técnico-econômicas que sustentassem a atuação estatal em determinado segmento, mas, apenas, na necessidade de promover a consecução de uma agenda desenvolvimentista.

Em segundo lugar, enquanto decorrência desse primeiro atributo, a intervenção desenvolvimentista se caracteriza por uma ausência de distinção entre o papel exercido pelas empresas estatais enquanto agentes econômicos e as demais funções administrativas e políticas exercidas pelo Estado.

A carência dessa diferenciação acarreta duas principais consequências à dinâmica das empresas estatais sob essa modalidade de intervenção econômica.

A primeira consequência reside no caráter eminentemente político do processo de indicação dos gestores das companhias estatais, sem que houvesse qualquer preocupação com a profissionalização dos agentes designados para conduzir as atividades da empresa. Essa consequência será explorada com maior profundidade quando este trabalho tratar da governança dos interesses estatais nas sociedades de economia mista.

incapacidade do setor privado, sempre que a atividade em questão fosse considerada relevante para o desenvolvimento econômico, conforme entendimento nitidamente discricionário do Estado”. Em: SCHIRATO, Vitor Rhein. **As empresas estatais no direito administrativo econômico atual**. São Paulo: Saraiva, 2016, p. 29/30.

⁴⁴ “Nessa governança, a discricionariedade conota uma alocação abrangente do poder decisório para a burocracia do Executivo, de forma a habilitar uma atuação sujeita a menores constrangimentos legais sobre os limites da competência delegada”. Em: SCHAPIRO, Mario G. Do Estado Desenvolvimentista ao Estado Regulador? Transformação, resiliência e coexistência entre dois modos de intervenção. **Revista de Estudos Institucionais**. V. 4, n. 2, p. 574-614, dez. 2018. ISSN 2447-5467, p. 579. Disponível em: <<https://www.estudosinstitucionais.com/REI/article/view/305>>.

⁴⁵ “Diferentemente do que se passa no modelo legalista adversarial, a administração pública desenvolvimentista não está sujeita a um ônus processual de motivar os seus atos como sendo portadores de uma razoabilidade material (por meio de análises de custo-efetividade, por exemplo) [...]”. Em: SCHAPIRO, Mario G. Do Estado Desenvolvimentista ao Estado Regulador? Transformação, resiliência e coexistência entre dois modos de intervenção. **Revista de Estudos Institucionais**. V. 4, n. 2, p. 574-614, dez. 2018. ISSN 2447-5467, p. 582. Disponível em: <<https://www.estudosinstitucionais.com/REI/article/view/305>>.

A segunda consequência consiste numa confusão contábil-financeira entre a empresa estatal e o ente público controlador. Segundo Giandomenico Majone, a atividade de governo no Estado positivo (ou desenvolvimentista, conforme nomenclatura utilizada por este trabalho) se pauta na disponibilidade orçamentária (e nas previsões quanto à arrecadação tributária) e no desembolso público direto para implementação dos programas estatais.⁴⁶ Nesse sentido, sob um modelo intervencionista, a expansão das empresas estatais contava com intensos investimentos diretamente oferecidos pelos cofres públicos. De acordo com Mario Engler Pinto Junior, após a criação da Secretaria de Controle de Empresas Estatais em 1979, então vinculada à Secretaria de Planejamento da Presidência da República, a Administração Pública central começou a promover minucioso controle do desempenho financeiro das empresas estatais brasileiras, o que incluía, por exemplo, acompanhar a evolução de dívidas contraídas pelas companhias para financiar investimentos, ainda que buscar opções de financiamento distintas do ente controlador público pudesse representar uma diminuição do custo de capital para a empresa.⁴⁷

Para ilustrar essa segunda característica do modelo desenvolvimentista (a ausência de distinção entre a função econômica das empresas estatais e a atividade política de Estado), a utilização do Banco do Brasil na condução da política monetária oferece um interessante exemplo de como uma empresa estatal pode ser instrumentalizada enquanto uma efetiva instância de autoridade. Durante as décadas de sessenta a oitenta, após a criação do Banco

⁴⁶ “Most structural differences between the positive and the regulatory state can be traced back, ultimately, to a distinction between two sources of governmental power: taxing (or borrowing) and spending on the one hand, and rule making, on the other. In concrete terms, this is a distinction between policies that require the direct expenditure of public moneys, and regulatory policies. The crucial point is that budgetary constraints have very limited impact on rulemaking, while the size of non-regulatory, direct-expenditure programs is determined by budgetary appropriations and, thus, by the level of government tax revenues”. Em: MAJONE, Giandomenico. From the positive to the regulatory state: causes and consequences of changes in the mode of governance. **Journal of Public Policy**. v. 17, n. 2, may-aug., pp. 139-167, 1997, p. 148/149.

⁴⁷ Em sua tese de doutorado, o autor destaca: “Algum tipo de controle exógeno sobre o nível de endividamento das empresas estatais era realmente necessário, porquanto as instituições financeiras fornecedoras de crédito e o mercado de capitais tendem a minimizar o risco de inadimplência, em razão da garantia implícita ou mesmo explícita advinda da propriedade acionária pública. Consequentemente, as empresas estatais podem tomar em excesso recursos de terceiros para financiar suas atividades, gerando ineficiências em sua política de investimento. Para evitar a disfunção, as decisões de investimento das empresas estatais, quando financiadas por meio da constituição de dívidas, deveriam levar em conta a taxa marginal de retorno. No entanto, não se justifica encarar qualquer posição passiva como algo negativo e que deve ser necessariamente evitado. A estrutura ótima de capital de qualquer empresa privada – e não haveria razões para ser diferente com as estatais – pressupõe uma composição adequada entre capital próprio e de terceiros, que permita reduzir o custo médio ponderado. Em outras palavras, o financiamento das atividades empresariais torna-se mais oneroso se for suportado exclusivamente pelos recursos aportados pelos acionistas, ainda que, sob a ótica do poder público, isso não faça muita diferença”. Em: PINTO JÚNIOR, Mario Engler. **O Estado como acionista controlador**. Tese (Doutorado em Direito Comercial). Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo: São Paulo, 2009. Disponível em: <<https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-17112011-111844/pt-br.php>>, p. 137. Relevante notar que essa tese foi posteriormente publicada pelo autor em formato de livro. No livro, contudo, a passagem transcrita nesta nota não foi incluída. Cf: PINTO JÚNIOR, Mario Engler. **Empresa estatal: função econômica e dilemas societários**. São Paulo: Atlas, 2010.

Central do Brasil pela Lei nº 4.595/1964, o Banco do Brasil e o Banco Central compartilhavam do acesso a uma conta conjunta denominada de conta movimento, por intermédio da qual o Banco Central, ao fim de cada dia, transferia ao Banco do Brasil a quantia necessária para o cumprimento das obrigações de liquidez exigidas das instituições financeiras. Ocorre que, como a conta era compartilhada pelas duas entidades, essas movimentações sequer eram consideradas transferências em sentido estrito, razão pelo qual eram praticadas à margem do orçamento fiscal.⁴⁸ Essa utilização indevida da conta movimento possibilitou ao Banco do Brasil que exercesse sem limitações seu papel de agente fomentador e, inclusive, que coordenasse a quantidade de moeda disponível na economia.

Nesse sentido, no Brasil, as tendências em direção às privatizações das empresas estatais decorreram da necessidade de impedir a expansão desenfreada da despesa pública, como condição para conter as consequências político-econômicas provocadas pela ausência de controle da dívida pública, notadamente a pressão inflacionária. Práticas institucionais tais quais essa utilização incauta da conta movimento contribuíram para que se consolidasse uma desconfiança generalizada quanto à necessidade de manutenção dessa atuação intensiva do Estado na economia por meio das empresas estatais.

Conforme Mariana Pargendler, os interesses estatais nas privatizações promovidas durante a década de 90 provocaram relevantes alterações no regime jurídico das empresas estatais, de maneira a possibilitar ao Estado que maximizasse os benefícios privados que extrairia da alienação do controle dessas companhias.⁴⁹ Esse argumento também demonstra que a própria decisão estatal de se retirar do mercado acarreta expressivas consequências ao ambiente econômico, de maneira a caracterizar a própria desestatização como um meio para que o Estado mantenha sua presença de mercado, alterando, tão somente, a técnica a partir da qual ele promove a intervenção. Nesse sentido, de acordo com Giandomenico Majone, a

⁴⁸ LOYOLA, Gustavo. Conta movimento, versão 2010. **O Estado de São Paulo**. Publicado em 15/02/2010. Disponível em: <<https://www.estadao.com.br/noticias/geral,conta-movimento-versao-2010,511443>>.

⁴⁹ “Se a influência dos interesses do Estado no desenvolvimento da Lei das S.A. de 1976 fora sutil, as reformas subsequentes, implementadas com vistas ao processo de privatização, forneceriam um exemplo paradigmático da influência do Estado-acionista na modelagem do Direito Societário. De fato, aquela que se constituiu possivelmente na pior reforma do Direito Societário da história brasileira, da perspectiva dos acionistas minoritários, foi promovida pelo próprio governo federal, com a aquiescência das famílias controladoras. Se nos anos 1940 o Estado cuidou dos seus interesses como acionista, isentando-se de normas restritivas do Direito Societário, desta vez o governo brasileiro promoveu emendas às suas normas gerais, aplicáveis a todas as sociedades anônimas do País, com o objetivo de maximizar as suas receitas com o processo de privatização. Embora muitas características do processo de privatização sejam peculiares ao Estado na condição de acionista vendedor, o mecanismo usado pelo governo para obter benefícios privados do controle – a apropriação de um prêmio de controle substancial não disponível para os investidores minoritários – é familiar em transações do setor privado”. Em: PARGENDLER, Mariana. **Evolução do direito societário: lições do Brasil**. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 202.

privatização, em vez de implicar a retirada do Estado da economia, constitui senão uma forma de posicionar novas técnicas de regulação da atividade econômica, enquanto uma estratégia para atingir determinados objetivos regulatórios por intermédio de mecanismos menos onerosos que a intervenção direta por meio de empresas estatais.⁵⁰

O exemplo central desse argumento reside na possibilidade de reserva de ações de classe especial (conhecidas como *golden shares*) à União, previstas pelo primeiro e segundo Plano Nacional de Desestatização (PND), conforme disposições das Lei nº 8.031/1990 e Lei nº 9.491/1997. De acordo com Rafael Wallbach Schwind, a criação dessa classe especial de ações decorreu de uma “preocupação com interesses estratégicos da União”, que seriam resguardados a partir da atribuição de determinadas prerrogativas ao ente público em decisões das companhias após a privatização.⁵¹ A alienação da Companhia Vale do Rio Doce, por exemplo, contou com a reserva de uma *golden share* em favor da União.

Assim como esses instrumentos societários permitem ao Estado que proteja seus interesses nas empresas estatais privatizadas, a regulação da atividade econômica se apresenta como a principal alternativa de mecanismo de menor onerosidade às contas públicas. Conforme Giandomenico Majone, a regulação é uma atividade que não depende do gasto público direto, de modo que a produção de normas regulatórias não se subordina a restrições orçamentárias, sobretudo porque o custo da regulação é repassado ao próprio agente regulado.⁵²

Assim, compreender a persistência de determinadas empresas estatais no mercado implica reconhecer uma tendência à substituição da presença massiva dessas companhias pela regulação das atividades econômicas que antes eram protagonizadas pelo próprio Estado. Não só a atuação intensiva do Estado por meio de empresas é substituída pela regulação como as próprias empresas estatais que atravessaram incólumes às privatizações também se submetem a seus respectivos regimes setoriais de regulação.

⁵⁰ “What is observed in practice is never a dismantling of all public regulation – a return to a situation of *laissez-faire* which in fact never existed in Europa – but rather a combination of deregulation *and* re-regulation, possibly at a different level of governance. [...] The issue here is not, strictly speaking, deregulation but, rather, how to achieve certain regulatory objectives by less burdensome methods”. Em: MAJONE, Giandomenico. From the positive to the regulatory state: causes and consequences of changes in the mode of governance. **Journal of Public Policy**, v. 17, n. 2, may-aug., pp. 139-167, 1997, p. 143.

⁵¹ “No Brasil, a figura das *golden shares* surgiu sob a denominação de ‘ação de classe especial’. Sua primeira previsão expressa ocorreu com a Lei nº 8.031, de 12 de abril de 1990, que instituiu o Programa Nacional de Desestatização – PND. Na época, deu-se início a um intenso processo de privatizações, que incluíam a alienação a particulares dos direitos que garantiam à União o controle acionário sobre uma série de empresas. Entretanto, havia uma preocupação com interesses estratégicos da União, que poderiam ser afetados após a alienação de suas ações. Assim, previu-se que a União, por sugestão da Comissão Diretora do PND, poderia reservar a si uma ação de classe especial”. Em: SCHWIND, Rafal Wallbach. **O Estado acionista: empresas estatais e empresas privadas com participação estatal**. São Paulo: Almedina, 2017, p. 385.

⁵² MAJONE, Giandomenico. From the positive to the regulatory state: causes and consequences of changes in the mode of governance. **Journal of Public Policy**, v. 17, n. 2, may-aug., pp. 139-167, 1997, p. 149.

A regulação constitui a atividade por meio da qual o Estado intervém de modo indireto na economia, produzindo normas com a finalidade de alterar, estimular ou conformar o comportamento dos agentes econômicos. Este trabalho não pretende se estender em determinados debates empreendidos pela literatura em direito administrativo econômico no Brasil quanto às distinções entre intervenção e atuação do Estado na economia⁵³ ou quantos às distinções entre intervenção *sobre* o domínio econômico e intervenção *no* domínio econômico.⁵⁴ Basta que sejam destacados dois aspectos desse modo de intervenção na economia: a) a regulação constitui uma atividade estatal, operada por intermédio do direito administrativo⁵⁵, não se confundindo, por exemplo, com a autorregulação, cuja natureza é privada (a ser explorada na próxima subseção); b) a regulação é modalidade de intervenção indireta do Estado na economia, distinta da intervenção direta, promovida por intermédio de empresas estatais. No segundo capítulo, este trabalho se deparará, também, com a hipótese da denominada endorregulação ou regulação endógena, a partir da qual as próprias empresas estatais atuam com objetivos regulatórios.⁵⁶ Essa hipótese de utilização das empresas estatais com finalidades regulatórias será debatida no interior do tema da interferência política nas empresas estatais, enquanto um risco a ser considerado na regulação de transações entre partes relacionadas.

A transição de uma intervenção desenvolvimentista para uma intervenção regulatória, com a consequente consolidação da regulação enquanto técnica interventiva, carrega dois aspectos distintos.

⁵³ Cf. ARAGÃO, Alexandre Santos de. **Empresas estatais: o regime jurídico das empresas públicas e sociedades de economia mista**. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2018, p. 34/35.

⁵⁴ Cf. GRAU, Eros Roberto. **A ordem econômica na Constituição de 1988**. 14. Ed. rev. e atual. São Paulo: Malheiros, 2010, p. 147.

⁵⁵ “No Brasil, a intervenção do Estado na economia é regida basicamente pelo Direito Administrativo (com lastro no Direito Constitucional). As normas do gênero intervenção econômica têm essa natureza jurídica: são dispositivos emanados sob o regime de Direito Público, vinculados ao exercício da função administrativa. Tanto a intervenção em sentido estrito como a intervenção regulatória envolvem o exercício de dever-poder outorgado em lei à Administração”. Em: MOREIRA, Egon Bockmann. **O direito administrativo contemporâneo e suas relações com a economia**. Curitiba: Editora Virtual Gratuita (EVG), 2016, p. 211/212.

⁵⁶ “Em contraste à regulação exógena e jurídico-normativa [...], pode-se estipular o *conceito de endorregulação*: é a regulação produzida pelo exercício direto de atividade econômica pelo Estado, sob o figurino empresarial, causadora de mudança comportamental nos agentes privados. De fato, ao desempenhar atividades econômicas – ou seja, ao intervir como agente econômico – o Estado pode assumir objetivos mais amplos do que apenas atender diretamente as necessidades materiais das pessoas e das empresas, fornecendo bens ou prestando serviços. É possível que, para além disso, o Poder Público pretenda *influenciar a conduta* de outros agentes: fornecedores, compradores, concorrentes, consumidores etc”. Em: SILVA, Luiz Augusto da. **Empresa estatal e regulação: a atuação empresarial do Estado com objetivos regulatórios**. Curitiba: CRV, 2019, p. 63.

Em primeiro lugar, essa mudança carrega um aspecto institucional, com a criação de entidades próprias destinadas ao exercício da atividade regulatória, que são as agências reguladoras.⁵⁷

De acordo com Jacob Gersen, o modelo institucional das agências reguladoras se pauta na premissa de que, enquanto atividade de produção de normas jurídicas, a regulação seria delegada pelo Poder Legislativo a essas entidades integrantes da burocracia.⁵⁸ Desse modo, ao instituir agências reguladoras e delegar-lhes autoridade normativa, o Poder Legislativo enfrenta obstáculos à implementação eficiente dessa delegação, sobretudo as divergências de preferência, que constituem a possibilidade de que os reguladores e legisladores divirjam acerca de determinados objetivos regulatórios e acerca da própria política pública para o respectivo setor, e as assimetrias de informação, que decorrem do próprio caráter técnico das atividades exercidas por essas entidades.⁵⁹ Segundo Gersen, esses obstáculos podem ser superados a partir do estabelecimento de um devido processo regulatório.⁶⁰ Nesse sentido, Mario Gomes Schapiro ressalta que o caráter processual da atividade regulatória possibilita aos cidadãos e aos grupos de interesse que participem da produção das normas de regulação.⁶¹

⁵⁷ Sobre o tema agências reguladoras no Brasil, dentre outros, Cf: CUÉLLAR, Leila. **As agências reguladoras e seu poder normativo**. São Paulo: Dialética, 2001; ARAGÃO, Alexandre Santos de. **Agências reguladoras e a evolução do direito administrativo econômico**. 1ª Ed. Rio de Janeiro: Forense, 2002; PRADO, Mariana Mota; PEREIRA, Carlos. Presidential Dominance from a Comparative Perspective: The Relationship between the Executive Branch and Regulatory Agencies in Brazil. In: ROSE-ACKERMAN, Susan; LINDSETH, Peter L. (eds.). **Comparative Administrative Law**. Cheltenham: Edward Elgar, pp. 225-242, 2010.

⁵⁸ “The modern bureaucracy is mainly a congressional creation. Although many Presidents attempt to reorganize the executive branch so as to enhance political control or emphasize different policy domains, most administrative agencies are creatures of statute. Although it is hard to abstract too far from the existing bureaucratic structure, a fundamental lesson of public choice is that bureaucratic structure and agency performance, how should Congress delegate authority? The critical design question is how Congress should structure the bureaucracy to achieve the optimal mix of efficiency and effectiveness”. Em: GERSEN, Jacob. E. Designing agencies. In: FARBER, Daniel A.; O’CONNEL (orgs.), Anne Joseph. **Research handbook on public choice and public law**. pp. 333-362. Massachussets: Edward Elgar, 2010, p. 336.

⁵⁹ “[...] There are two main premises of the modern literature: preference divergence and information asymmetry. That is, agencies (often) have different goals than politicians or different judgments about how to achieve these goals. Although legislators presumably delegate authority to sympathetic agencies, both career civil servants and political appointees are likely to have views that differ somewhat from the enacting legislative coalition. Agencies also have systematically better information than legislators. This informational advantage might refer to better knowledge about the underlying state of the world (regulation needed or not needed), to the technology for implementing policy (price controls versus cap and trade), or to the level of effort required to implement policy”. Em: GERSEN, Jacob. E. Designing agencies. In: FARBER, Daniel A.; O’CONNEL (orgs.), Anne Joseph. **Research handbook on public choice and public law**. pp. 333-362. Massachussets: Edward Elgar, 2010, p. 337.

⁶⁰ “Although the structure and process thesis now has many variants, its simplest form asserts that legislatures can control agency discretion (policy outcomes) by carefully delineating the process by which agency policy is formulated. Together with procedural restrictions, manipulating the structure of agencies serves similar ends”. Em: GERSEN, Jacob. E. Designing agencies. In: FARBER, Daniel A.; O’CONNEL (orgs.), Anne Joseph. **Research handbook on public choice and public law**. pp. 333-362. Massachussets: Edward Elgar, 2010, p. 339.

⁶¹ “Segundo essa interpretação, ao formalizar o rito e o ônus decisório da administração, as normas processuais permitem que os grupos de interesse e seus representantes políticos precavejam-se de uma atuação inesperada da burocracia. [...] O recurso à legalidade processual e à legalidade substantiva na delegação das competências habilitam o caráter participativo deste modo de governança”. Em: SCHAPIRO, Mario G. Do Estado

Em segundo lugar, para além do aspecto institucional, a expansão da atividade regulatória implicou a ampliação de variadas técnicas de regulação. As duas principais técnicas regulatórias constituem a regulação por comando e controle e a regulação por incentivos. Segundo Julia Black, a técnica de regulação por comando e controle consiste no estabelecimento de regras jurídicas pelo Estado apoiadas pela previsão de sanções ao descumprimento desses padrões de conduta.⁶² Em contrapartida, a regulação por incentivos reside na presunção de que o agente econômico pode ser estimulado a se comportar conforme os objetivos regulatórios do Estado caso haja a previsão de prêmios à adoção de determinadas condutas pelo agente regulado.⁶³ Para Egon Bockmann Moreira, a técnica de regulação por incentivos ainda se enquadraria enquanto regulação pública da economia, pois contém todos os elementos que caracterizam essas normas de direito público (que são a hipótese, o mandamento e a sanção, de caráter cogente), em oposição a determinados arranjos privados (regulação concertada, autorregulação, *soft law*) que não compartilham desses elementos e que, portanto, não constituiriam atividade regulatória em sentido estrito.⁶⁴ No entanto, conforme se explorará na próxima subseção, a ampliação da utilização da regulação por incentivos também permite que esses arranjos autorregulatórios assumam uma nova posição de relevância no contexto das relações entre Estado e economia.

Em conclusão, essa transição de uma intervenção desenvolvimentista para uma intervenção regulatória permite que se identifiquem algumas consequências às empresas estatais (e, em especial, às sociedades de economia mista). As empresas estatais que se mantêm no mercado devem privilegiar a profissionalização da gestão e um afastamento entre o aspecto

Desenvolvimentista ao Estado Regulador? Transformação, resiliência e coexistência entre dois modos de intervenção. **Revista de Estudos Institucionais**. V. 4, n. 2, p. 574-614, dez. 2018. ISSN 2447-5467, p. 577. Disponível em: <<https://www.estudosinstitucionais.com/REI/article/view/305>>.

⁶² “The core understanding that many have of ‘regulation’ is some form of command and control’ (CAC) regulation: regulation by the state through the use of legal rules backed by (often criminal) sanctions”. Em: BLACK, Julia. Critical reflections on regulation. **Australian Journal of Legal Philosophy**. V. 27, p. 1-35, 2002, p. 2.

⁶³ “Regulating by means of economic incentives might be thought to offer an escape from highly restrictive, rule-bound, C&C regimes. According to the incentives approach, the potential mischief causer, say a polluter, can be induced to behave in accordance with the public interest by the state or a regulator imposing negative or positive taxes or deploying grants and subsidies from the public purse. Thus, not only can taxes be used to penalize polluters, but rewards can be given for reductions in pollution, or financial assistance can be given to those who build pollution-reducing mechanisms into their production or operational processes”. Em: BALDWIN, Robert; CAVE, Martin; LODGE, Martin. **Understanding regulation**. 2. ed. New York: Oxford University Press, 2012, p. 111.

⁶⁴ “Assim, o conceito de regulação econômica proposto dirige-se a definir com clareza a hipótese, o mandamento e a sanção: são previsões cogentes que independem de atos dispositivos de vontade, mas definem e disciplinam peremptoriamente o comportamento dos agentes econômicos. Pouco importa se a sanção for repressiva ou premial, inserida que está numa estrutura normativa ortodoxa. Seria uma transposição alegórica de conceitos (do mercado para o Direito) a transferência dessas características regulatórias à *soft law*. Talvez no ambiente comunitário europeu seja possível cogitar disso (devido à influência hierárquica do Tratado da CE), mas não no universo jurídico brasileiro”. Em: MOREIRA, Egon Bockmann. **O direito administrativo contemporâneo e suas relações com a economia**. Curitiba: Editora Virtual Gratuita (EVG), 2016, p. 217.

político e o aspecto empresarial das companhias. Ou seja, as empresas estatais que não foram privatizadas habitam um ambiente institucional inóspito à sua presença enquanto instrumento de ação do Estado. A expansão da atuação estatal por meio da regulação econômica exige que as companhias sobreviventes se esforcem para diferenciar as funções de agente econômico exercidas pelas empresas estatais e as funções político-administrativas exercidas diretamente pelo Estado. Essas companhias também devem diferenciar a atividade profissional de gestão exercida pelos administradores e a atividade política exercida pelos ocupantes de cargos eletivos no Executivo e dos nomeados a Ministérios. Enfim, a regulação pública da economia oferece um novo lugar às empresas estatais, que devem abandonar um determinado modo de operar como ferramenta de um Estado planejador da economia.

O Brasil, no entanto, atravessa relevantes resistências institucionais à consolidação desse novo modelo de presença estatal na economia. Em verdade, os novos mecanismos de governança que se inserem na atual dinâmica das empresas estatais convivem com práticas institucionais que, embora se associem a essa dependência de trajetória (*path dependence*)⁶⁵, sofrem paulatinamente maiores constrangimentos à sua permanência no âmbito das relações entre o Estado e as companhias que ele controla. Nesse sentido, Mario Gomes Schapiro se utiliza do termo “coexistência” para se referir a uma “forma de relação entre a intervenção desenvolvimentista e a reforma regulatória” em que prevalece uma interação entre a manutenção de elementos de intervenção desenvolvimentista e a introdução de mecanismos de intervenção regulatória.⁶⁶ Desse modo, não há a possibilidade de afirmar que essa transição entre dois modelos de intervenção estatal se findou por completo, tampouco que ela somente se iniciou com a promulgação do novo regime jurídico da Lei nº 13.303/2016.

2.2.2 Sociedades de economia mista e mecanismos de autorregulação

Esta subseção pretende delimitar a expansão e consolidação dos mecanismos autorregulatórios nas sociedades de economia mista, de maneira a identificar de que modo eles representam uma expectativa de que as empresas estatais sejam protagonistas de sua própria

⁶⁵ Cf. PRADO, Mariana Mota; TREBILCOCK, Michael J. Path Dependence, Development, and the Dynamics of Institutional Reform. **University of Toronto Law Journal**, Legal Studies Research Paper No. 09-04, 2009. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=1415040>>.

⁶⁶ “Na análise em questão, transformação, resiliência e coexistência traduzem as diferentes formas de relação entre a intervenção desenvolvimentista e a reforma regulatória. [...] Por último, no arranjo de coexistências os atributos da difusão regulatória convivem com as dotações institucionais desenvolvimentistas”. Em: SCHAPIRO, Mario G. Do Estado Desenvolvimentista ao Estado Regulador? Transformação, resiliência e coexistência entre dois modos de intervenção. **Revista de Estudos Institucionais**. V. 4, n. 2, p. 574-614, dez. 2018. ISSN 2447-5467, p. 593. Disponível em: <<https://www.estudosinstitucionais.com/REI/article/view/305>>.

governança, possibilitando que se exija dessas companhias a elaboração de políticas corporativas destinadas a submeter a um controle específico as transações entre partes relacionadas.

Na introdução desta primeira seção, a abertura do Estado aos instrumentos de financiamento corporativo oferecidos pelo mercado de capitais se apresentou como uma das consequências do movimento de privatização. Na subseção anterior, a multiplicação de variadas técnicas regulatórias, como a regulação por incentivos, exibiu-se como uma oportunidade aos mecanismos autorregulatórios para que assumissem uma posição de relevância na dinâmica das corporações.

Em primeiro lugar, no que se refere à procura por alternativas pelo Estado de meios para financiar suas atividades empresariais, a própria opção pelo mercado de capitais, embora represente quase uma necessidade para o Estado por conta de sua insuficiência fiscal, acarreta a ampliação dos custos transacionais, sobretudo aqueles derivados das normas regulatórias do segmento. Em razão dessa carga regulatória típica do mercado de capitais, as empresas estatais promovem a abertura de seu capital (inclusive em bolsas de valores estrangeiras) não apenas como uma alternativa à utilização do orçamento fiscal para financiar os projetos empresariais estatais, mas também para elevar os padrões de governança corporativa aos quais essas companhias se submetem.⁶⁷

Assim, a regulação e a presença de uma entidade independente encarregada do exercício da atividade regulatória constituem elementos essenciais à dinâmica do mercado de capitais. Nesse sentido, a literatura especializada em financiamento corporativo assume duas posições antagônicas quanto ao papel das instituições e dos mecanismos jurídicos no direcionamento dos recursos de uma determinada economia para as atividades empresariais, que é a função exercida pelo mercado de capitais.

De um lado, os precursores da linha de pesquisa em *Law and Finance* sustentam que o modelo de sistema jurídico (*common law* ou *civil law*) constitui uma causa para que determinadas jurisdições garantam maior proteção legal a investidores, de modo a provocar

⁶⁷ “The prevalence of listed SOEs [State-Owned Enterprises] – in which government retains a controlling or blocking stake in a firm with private investors – may at first blush appear to present a puzzle: If a government wants to be directly engaged in commercial activity, why cede partial ownership of the firm to private investors? The answer is that listing of SOE shares on stock exchanges has a number of potential advantages over whole ownership by the state. SOE performance may benefit from both monitoring efforts of outside investors and the tighter governance and regulatory constraints applicable to publicly traded firms. Moreover, capital obtained through partial listings of shares may permit states to reallocate funds to other uses, such as paying off public debt or performing critical government functions, while not relinquishing control over corporate operations or other perceived benefits of government ownership of enterprise”. Em: MILHAPUT, Curtis J.; PARGENDLER, Mariana. Governance challenges of listed state-owned enterprises around the world: national experiences and a framework for reform. *Cornell International Law Journal*. V. 50, n. 3, pp. 473-542, 2017, p. 477.

consequências à organização e eficiência do mercado de capitais. Assim, embora haja diferenças endógenas entre os modelos de financiamento corporativo, o modelo de sistema jurídico consistiria num elemento exógeno que determina a presença ou ausência de determinadas características no mercado de capitais de cada país, a exemplo da concentração ou dispersão acionária.⁶⁸

De outro lado, conforme Ronald Gilson e Jeffrey Gordon, o sentido da causalidade não se dirigiria das normas jurídicas às relações econômicas; ao contrário, as alterações nos mecanismos de governança corporativa respondem a inovações nos instrumentos financeiros de compartilhamento de riscos entre os investidores no mercado de capitais.⁶⁹ Desse modo, independentemente do modelo de sistema jurídico que pauta as normas de governança numa determinada jurisdição, as modificações econômicas nas técnicas de financiamento corporativo dirigem os mercados de capitais à concentração acionária, de maneira a pressionar a adaptação das estruturas de governança das companhias.⁷⁰

Nesse sentido, a regulação do mercado de capitais, ao se orientar à obtenção da eficiência da dinâmica desse segmento, visa a garantir a possibilidade de que o investidor tome uma decisão autônoma e informada em relações aos ativos oferecidos pelas companhias abertas. Assim, as corporações que se subordinam às normas regulatórias do mercado de capitais são menos suscetíveis às técnicas tradicionais de regulação da atividade econômica, pautadas na noção de comando-e-controle. Os agentes que participam desse mercado preferem se apegar à

⁶⁸ “Even if we were to find that legal rules matter, it would be possible to argue that these rules endogenously adjust to economic reality, and hence the differences in rules and outcomes simply reflect the differences in some other, exogenous, conditions across countries. Perhaps some countries chose to have only bank finance of firms for political reasons and then adjusted their laws accordingly to protect banks and discourage shareholders. Some individual rules are probably endogenous. However, this is where our focus on the legal origin becomes crucial. Countries typically adopted their legal systems involuntarily (through conquest or colonization). Even when they chose a legal system freely, as in the case of former Spanish colonies, the crucial consideration was language and the broad political stance of the law rather than the treatment of investor protections. The legal family can therefore be treated as exogenous to a country’s structure of corporate ownership and finance. If we find that legal rules differ substantially across legal families and that financing and ownership patterns do as well, we have a strong case that legal families, as expressed in the legal rules, actually cause outcomes”. Em: LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. Law and Finance. **Journal of Political Economy**. v. 106, n. 6, pp. 1113-1155, 1998, p. 1126.

⁶⁹ “We offer these examples simply as evidence that corporate governance functions to support the transfer of risk to investors and is driven by the instrument that financial innovation makes available through the capital markets”. Em: GILSON, Ronald J.; GORDON, Jeffrey N. The agency costs of agency capitalism: activist investors and the revaluation of governance rights. **Columbia Law Review**. v. 113, n. 863, pp. 864-927, 2013, p. 872.

⁷⁰ “Similarly, that capital market evolution drives corporate governance implies that ownership structures may become more concentrated, with significant blockholdings, even in countries with strong shareholder protection, as the continued development of derivative markets permits risk transfer in ways that move equity in the direction of an incentive contract most efficiently held by managers”. Em: GILSON, Ronald J.; GORDON, Jeffrey N. The agency costs of agency capitalism: activist investors and the revaluation of governance rights. **Columbia Law Review**. v. 113, n. 863, pp. 864-927, 2013, p. 873.

expectativa de que os próprios agentes se comportem no sentido de cumprir, por exemplo, as regras referentes à divulgação obrigatória de informações.

De acordo com André Grünspun Pitta, a divulgação obrigatória de informações por companhias abertas, que é o principal instrumento regulatório do mercado de capitais, justifica-se na hipótese de que os investidores tomarão decisões racionais e eficientes caso o preço dos ativos reflita a totalidade das informações disponíveis ao mercado.⁷¹ Assim, embora ainda constitua uma técnica regulatória de comando-e-controle, a divulgação obrigatória de informações representa um instrumento regulatório menos interventivo sobre a atividade econômica, uma vez que não se dirige a reprimir determinada conduta do agente econômico, mas a permitir ao consumidor que decida sobre o produto ou serviço a partir das informações que lhe são disponibilizadas.⁷²

Nessa perspectiva, a eficiência do mercado de capitais também depende de um elemento autorregulatório, que reflete a propensão dos agentes econômicos a adotarem condutas no sentido de garantir a manutenção das condições que possibilitam a adequada dinâmica do financiamento corporativo. Desse modo, identifica-se uma efetiva proliferação de mecanismos autorregulatórios pelos diversos agentes que participam do mercado de capitais, a exemplo dos Códigos de Boas Práticas elaborados pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA) e do próprio Programa de Destaque em Governança de Estatais da B3.

Em segundo lugar, no que se refere à multiplicação de variadas técnicas regulatórias, a proliferação dos mecanismos autorregulatórios, no atual contexto de intervenção do Estado na economia, aparece como uma consequência da técnica de regulação por incentivos. A Lei Anticorrupção (Lei nº 12.846/2013), por exemplo, em seu art. 7º, VIII, prevê a existência de “mecanismos e procedimentos internos de integridade” como um elemento a ser considerado

⁷¹ “[...] uma vez reconhecido que a principal função do mercado de valores mobiliários é permitir a alocação eficiente do capital disponível na economia, para que esse objetivo fosse atendido o ideal seria que as companhias pudessem tomar suas decisões estratégicas e os investidores pudessem escolher entre os valores mobiliários emitidos por essas companhias, sob a premissa de que seu preço reflete, inteiramente, todas as informações disponíveis. Um mercado que operasse nessas condições seria, então, considerado eficiente sob uma perspectiva informacional”. Em: PITTA, André Grünspun. **As funções da informação no mercado de valores mobiliários: uma reflexão sobre o regime de divulgação de informações imposto às companhias abertas brasileiras**. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial). Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo: São Paulo, 2013. Disponível em: < <https://teses.usp.br/teses/disponiveis///2/2132/tde-11082014-082203/pt-br.php> >, p. 64.

⁷² “Structuring the disclosure of information provides a mode of regulation that is not heavily interventionist. It does not regulate the production process, the level of output allowed, prices charged, or the allocation of products. Disclosure rules usually prohibit the supply of false or misleading information and may also require mandatory disclosure [...]. Disclosure regulation allows the consumers of products and services (or even voters more generally) to make decisions on the acceptability of the processes employed in producing those products or services”. Em: BALDWIN, Robert; CAVE, Martin; LODGE, Martin. **Understanding regulation**. 2. ed. New York: Oxford University Press, 2012, p. 119.

na dosimetria de sanções administrativas aplicadas com base na referida lei. O regulamento da Lei nº 12.846/2013, instituído segundo os termos do Decreto nº 8.420/2015, em seus art. 41 e seguintes, prevê diversos parâmetros para avaliação dos programas de integridade implementados pelas empresas, o que inclui, por exemplo, a adoção de “padrões de conduta, código de ética, políticas e procedimentos de integridade”.

A regulação por incentivos se pauta na premissa de que, para que se atinja o objetivo regulatório, o agente econômico deve ser estimulado a cumprir o padrão de conduta definido pela autoridade de regulação, com a previsão de um prêmio à observância desse comportamento obrigatório. Embora não disponham desse caráter heterônomo, os mecanismos autorregulatórios também operam sob a lógica de incentivo e prêmio. O incentivo residiria no prêmio oferecido pelo próprio mercado (na forma de uma valorização dos valores mobiliários negociados por uma companhia, por exemplo) caso o agente econômico opte por submeter seu comportamento a determinado parâmetro autorregulatório.

Nesse ponto, a literatura em direito regulatório não compartilha da mesma definição de autorregulação que é adotada por este trabalho para caracterizar as políticas de transações entre partes relacionadas. Para Egon Bockmann Moreira, a regulação em sentido estrito constitui uma atividade tipicamente estatal, exercida de modo cogente e heterônomo pelo Estado sobre os agentes econômicos, o que reduziria a autorregulação a normas fixadas “de forma interna e autônoma, sem controles heterônomos, [...] com acentuado caráter de *soft law*”.⁷³ Desse modo, a autorregulação não constituiria uma espécie de regulação, tampouco uma norma propriamente jurídica, mas uma decorrência da própria livre iniciativa dos agentes econômicos.⁷⁴

⁷³ “Por meio da autorregulação, são estabelecidas regras de forma interna e autônoma, sem controles heterônomos. No modelo ideal, menos regras (leia-se desregular), com acentuado caráter de *soft law*, em ambientes de acordo de cavalheiros. Pretende-se estabelecer pautas mais eficientes – pois manufaturadas por aqueles que efetivamente entendem das peculiaridades do respectivo setor econômico: as próprias pessoas que desenvolvem a atividade regulada. Mais eficientes, menos intrusivas e mais bem acolhidas pelos mercados, pois feitas pelos pares”. Em: MOREIRA, Egon Bockmann. Liberdade de iniciativa, ordens profissionais e autorregulação – Caso “música e polícia”: STF, ADPF nº 183. **Revista de Direito Público da Economia – RDPE**. Belo Horizonte, ano 18, n. 71, p. 47-59, jul./set. 2020, p. 49.

⁷⁴ Sobre a *soft law* e economia concertada, Egon Bockmann Moreira se manifesta no seguinte sentido: “Não se trata de uma regulação exógena (regras impostas por terceiro), mas de regulação endógena privada (regras previstas pelos próprios agentes em atos de disposição de vontade). Quando muito, o que pode resultar do seu descumprimento é uma repercussão sócio-empresarial negativa – cujos custos certamente o agente levará em conta quando da avaliação de sua conduta (assim como o fez quando se integrou ao grupo). Portanto, não se trata do estabelecimento de regras (repressivas ou premiais), mas da ação de escolhas exercitadas dentro dos limites do possível no mundo do ser. Envolve o exercício de poder econômico por parte dos agentes envolvidos (de usual, o fundador é o detentor de maior parcela desse poder) e a submissão espontânea às regras e benefícios oriundos da existência do grupo”. Em: MOREIRA, Egon Bockmann. **O direito administrativo contemporâneo e suas relações com a economia**. Curitiba: Editora Virtual Gratuita (EVG), 2016, p. 217/218.

Ademais, conforme Francisco Defanti, o conceito jurídico de autorregulação pressupõe seu caráter coletivo, que reflete a reunião de uma pluralidade de agentes de determinado segmento econômico para conformarem seu comportamento num setor específico de mercado.⁷⁵ Aliás, os exemplos tradicionais de autorregulação coincidem com a presença desse elemento coletivo, como é o caso da própria ANBIMA e do Conselho Nacional de Autorregulamentação Publicitária (CONAR). De acordo com os limites dessa concepção, as políticas de transações entre partes relacionadas se posicionariam fora das fronteiras dos instrumentos autorregulatórios, uma vez que elas são definidas de modo individual e autônomo pelas empresas estatais, sem que haja a reunião de diversas companhias de um mesmo setor para que compartilhem de uma política corporativa comum.

Para as empresas estatais, a elaboração de uma política de transações entre partes relacionadas decorre de uma obrigação legal, contida no art. 8º, VII, da Lei nº 13.303/2016. A princípio, não há sanção explícita prevista pela própria Lei das Estatais ao descumprimento dessa regra. Evidentemente, as empresas estatais também se submetem ao controle interno e externo exercidos por diversos órgãos e entidades (Tribunal de Contas da União, Controladoria-Geral da União etc), de modo que a eventual ausência de uma política de transações entre partes relacionadas poderia acionar a atuação desses mecanismos de controle.

Assim, essas políticas corporativas não se incluem nas hipóteses tradicionais de autorregulação, com caráter coletivo, a partir da qual um conjunto de agentes econômicos de um mesmo segmento se reúne para padronizar os comportamentos no setor. Exige-se, assim, que se justifique qual a razão para caracterizar as políticas de transações entre partes relacionadas (e também as demais políticas corporativas) enquanto mecanismos autorregulatórios, ainda que elas não se adequem com precisão à definição apresentada pela literatura para autorregulação.

Segundo alerta Julia Black, a variável essencial que caracteriza a autorregulação se submete a distintas interpretações. De um lado, a autorregulação poderia ser caracterizada pelo exercício coletivo de uma atividade regulatória (em sentido amplo) por entidades não-estatais.

⁷⁵ “A utilização do termo autorregulação para descrever tais casos em que um indivíduo disciplina sua própria conduta, porém, é apenas uma dentre as possíveis acepções da palavra. Isso porque, em um contexto propriamente jurídico, o prefixo “auto” não é utilizado necessariamente em seu sentido literal: sua conotação pode também se relacionar a um grau de controle coletivo que não seria alcançado pelo comportamento individual do mercado por si só (OGUS, 2000, p. 588). Nessa acepção não literal – que, diga-se desde já, é aquela que efetivamente distingue a autorregulação jurídica de outros institutos –, o termo “auto” se traduz em uma dimensão de coletividade, abrangendo grupos ou associações que disciplinam as condutas de seus membros ou mesmo de terceiros que porventura aceitem se submeter ao regime de autorregulação”. Em: DEFANTI, Francisco. Um ensaio sobre a autorregulação: características, classificações e exemplos práticos. **Revista de Direito Público da Economia – RDPE**. Belo Horizonte, ano 16, n. 63, p. 149-181, jul./set. 2018, p. 158.

Os elementos que se destacam nessa interpretação são a ausência de interferência estatal e o caráter coletivo da autorregulação. De outro lado, a autorregulação poderia ser caracterizada enquanto a submissão voluntária a determinado padrão regulatório. O que se destaca nessa interpretação é o elemento voluntarista da autorregulação, independentemente de decorrer de uma atividade unilateral, bilateral ou plurilateral.⁷⁶ Nesse sentido, conforme Julia Black, a autorregulação também poderia se referir a práticas regulatórias intracorporativas, a partir das quais uma única organização empresarial assume uma função regulatória em relação a si própria e a suas distintas instâncias corporativas, seja a assunção dessa função regulatória voluntária, seja em decorrência de uma obrigação legal.⁷⁷

Assim, este trabalho definirá a autorregulação a partir de dois critérios. Em primeiro lugar, segundo Cary Coglianese e Evan Mendelson, a autorregulação se caracteriza por uma confusão ou pela unidade entre a autoridade de regulação e o agente regulado.⁷⁸ Nesse sentido, o próprio agente econômico se transforma na autoridade normativa que estabelece o padrão regulatório a ser observado. Segundo Julia Black, o prefixo “auto” para o contexto desses instrumentos jurídicos intracorporativos pressupõe a corporação enquanto uma entidade internamente fragmentada, na qual os mecanismos autorregulatórios podem se pautar, inclusive, em técnicas de comando e controle orientadas aos agentes corporativos, como administradores e empregados.⁷⁹

Em segundo lugar, em oposição às tradicionais técnicas de regulação, segundo as quais o agente econômico e seu comportamento em mercado são apenas objeto da atividade

⁷⁶ “One set of definitions assumes that ‘self-regulation’ is some form of collective exercise on the part of non-governmental actors, but then there are many variations within that broad grouping. For many, it is that regulation is voluntarily initiated, whether on a unilateral, bilateral, or collective basis, and that the jurisdiction of any enforcer is voluntarily submitted to, which is the hallmark of ‘pure’ self-regulation”. Em: BLACK, Julia. Decentring regulation: understanding the role of regulation and self-regulation in a ‘post-regulatory’ world. **Current Legal Problems**. V. 54, Issue 1, pp. 103-146, 2001, p. 116.

⁷⁷ “The second main sense in which ‘self-regulation’ is used is to refer to the quite distinct practice of ‘intra-firm’ regulation: the design and operation of systems of regulation inside a single organization, which in the regulatory literature is usually a firm (although analytically it could be a school, prison, university, etc., see further below). In this use of the term, the defining feature is that an individual organization is responsible for exercising a regulatory function; whether that regulation is voluntary, mandatory, or within a framework set by law is of less definitional importance”. Em: BLACK, Julia. Decentring regulation: understanding the role of regulation and self-regulation in a ‘post-regulatory’ world. **Current Legal Problems**. V. 54, Issue 1, pp. 103-146, 2001, p. 119/120.

⁷⁸ “What distinguishes self-regulation from other regulatory approaches, then, is not the command or even the consequences, but rather the unity of the regulator and the *target*. When the regulator issues commands that apply to itself, rather than when the regulator is an outside entity such as a government agency, we can describe the regulatory approach as one of self-regulation”. Em: COGLIANESE, Cary; MENDELSON, Evan. Meta-Regulation and Self-Regulation. In: BALDWIN, Robert; CAVE, Martin; LODGE, Martin (Coords.). **The Oxford Handbook of Regulation**. Oxford: Oxford University Press, 2010, p. 3.

⁷⁹ “[...] the ‘self’ is not a monolithic entity but rather an organization which may be internally fragmented, and in which the regulation itself may take a hierarchical form and consist of CAC [command and control] rules backed by sanctions”. Em: BLACK, Julia. Decentring regulation: understanding the role of regulation and self-regulation in a ‘post-regulatory’ world. **Current Legal Problems**. V. 54, Issue 1, pp. 103-146, 2001, p. 122.

regulatória, os mecanismos autorregulatórios posicionam o agente econômico como sujeito ativo da regulação, como emissor dessas normas que guiarão sua conduta em face de determinadas práticas corporativas. Certamente, a Lei nº 13.303/2016 oportuniza à companhia estatal que estabeleça os instrumentos jurídicos que ela entende que serão os mais eficientes no contexto corporativo da própria empresa para controlar essas transações. Nesse sentido, segundo Rodrigo Pironti Aguirre de Castro e Francine Silva Pacheco Gonçalves, as empresas estatais, quando elaboram essas políticas corporativas, estabelecem, frequentemente, regras e procedimentos que não são adaptados às circunstâncias próprias da empresa, de maneira a transformá-las em “códigos de gaveta”, que só se destinam a cumprir o protocolo legal.⁸⁰ Por isso, o critério do papel ativo a ser exercido pela companhia estatal na elaboração das políticas de transações entre partes relacionadas constitui um elemento essencial daquilo que este trabalho entende como autorregulação.

Estabelecidas essas duas características (a unidade entre regulador e regulado e a função ativa exercida pelo agente econômico), exige-se, também, que se diferencie autorregulação e autonomia da vontade. Essa expansão das políticas corporativas (que ocorre também em empresas privadas, mas aparece sobretudo como uma exigência do novo regime jurídico das empresas estatais) não se limita a uma consequência da livre iniciativa dos agentes econômicos, como se a autorregulação equivallesse a uma liberdade para se regular segundo sua própria vontade, extirpando quaisquer conflitos de agência.⁸¹

Em primeiro lugar, para as empresas estatais, embora lhes seja disponibilizada certa discricionariedade no que concerne à definição dos procedimentos e instrumentos jurídicos, as políticas corporativas constituem uma obrigação legal. As empresas estatais, assim, quando

⁸⁰ Falando sobre os Códigos de Conduta e Integridade, os autores relatam: “Com frequência, identificam-se códigos que não são adequados à realidade das empresas, que não tratam sobre aspectos intrínsecos à organização, seus riscos, o público que se relaciona e que não utiliza a linguagem praticada no meio em que são elaborados. A criação de ‘códigos de gaveta’, que serão trazidos à tona apenas quando da defesa em ações anticorrupção, não cumpre o requisito da efetividade do programa de integridade exigido pela Lei Anticorrupção e, consequentemente, não servirá como atenuante às sanções previstas”. Em: CASTRO, Rodrigo Pironti Aguirre de; GONÇALVES, Francine Silva Pacheco. **Compliance e gestão de riscos nas empresas estatais**. 3ª ed. Belo Horizonte: Fórum, 2020, p. 118.

⁸¹ “Further, there is an implicit attraction to self-regulation which derives from its name. Implicit in the term ‘self’-regulation is the assumption that principal and agent are collapsed into one. The core regulatory problem, how to influence other, is assumed away. It is assumed that the ‘self’ is autonomous in that it constructs the reasons for its actions, and that what is at issue is simply the *will* to influence oneself. The *ability* to do so is often simply taken for granted. These are dangerous assumptions. Collectives are clearly not monoliths, but neither are organizations – they are complex, disaggregated, fragmented, with multiple identities, and multiple sub-units, with multiple selves, and one may add, multiple ‘other’. [...] Collective self-regulation and intra-firm regulation, far from avoiding the problems of a clash of rationalities, external-internal boundaries or principal-agent structures, and the incentive and monitoring problems of other forms of regulation, may simply replicate them”. Em: BLACK, Julia. Decentring regulation: understanding the role of regulation and self-regulation in a ‘post-regulatory’ world. **Current Legal Problems**. V. 54, Issue 1, pp. 103-146, 2001, p. 123/124.

elaboram essas políticas, não agem integralmente segundo seus próprios interesses, mas para atender aos requisitos legais. Em segundo lugar, os agentes econômicos optam por adotar esses instrumentos de limitação de sua liberdade porque o próprio mercado de capitais opõe determinadas barreiras à entrada de ativos pouco qualificados. Ou seja, a adoção de determinados instrumentos de governança pelas companhias que emitirão valores mobiliários, quando não decorre de uma obrigação regulatória ou legal, constitui uma expectativa dos investidores.

Assim, os agentes econômicos se submetem a essas limitações autorregulatórias não para perseguir exclusivamente interesses próprios, mas para atender a interesses alheios, aceitando se comportar segundo determinados arranjos autorregulatórios porque também possuem interesse em atrair investidores para seus valores mobiliários. Entretanto, os agentes econômicos não adotariam esses instrumentos autorregulatórios caso se situassem num contexto em que o mercado de capitais não lhes opusesse determinadas barreiras de entrada. Enfim, agir em livre iniciativa significa também submeter seu comportamento a normas jurídicas que são produzidas a partir de interesses conflitantes.

Essas políticas corporativas, possivelmente, poderiam se enquadrar em diversas das variações regulatórias reconhecidas pela literatura (meta-regulação, correção, autorregulação obrigatória etc)⁸², mas, para as finalidades deste trabalho, basta que sejam destacados dois elementos das políticas de transações entre partes relacionadas. Em primeiro lugar, elas são fonte de normas jurídicas, cuja observância é obrigatória para os agentes corporativos. Em segundo lugar, essa força normativa das políticas corporativas decorre de uma soma entre as escolhas da companhia quanto às normas autorregulatórias e as expectativas dos investidores quanto à proteção de seus interesses. Assim, ainda que se considere que não se enquadram com precisão a nenhuma definição de autorregulação, as políticas de transação entre partes relacionadas contêm, ao mínimo, elementos autorregulatórios, sobretudo quando se identifica que a empresa estatal dispõe de relativa autonomia em relação ao conteúdo dessa política corporativa, ou seja, quanto aos instrumentos jurídicos que comporão a solução adotada pela companhia mista para controlar as transações entre partes relacionadas.

⁸² “Co-regulation they take to refer to industry-association self-regulation with some oversight and/or ratification by government. Enforced self-regulation, in contrast, involves a subcontracting of regulatory functions to regulated firms. Which functions should be delegated will vary by context, say Ayres and Braithwaite, but such delegations may include some or more of: the devising of their own regulatory rules, the monitoring of compliance, or the punishing and correcting of episodes of non-compliance. Thus, the primary function of government inspectors would be to audit the efficiency and rigour with which delegated functions are carried out. [...] The term ‘meta-regulation’ similarly refers to processes in which the regulatory authority oversees a control or risk management system, rather than carries out regulation directly [...]”. Em: BALDWIN, Robert; CAVE, Martin; LODGE, Martin. **Understanding regulation**. 2. ed. New York: Oxford University Press, 2012, p. 146/147.

Por fim, os mecanismos autorregulatórios, tal qual definidos por este trabalho, não escapam de dificuldades e obstáculos em sua implementação e monitoramento. Em primeiro lugar, conforme destacam Rodrigo Pironti Aguirre de Castro e Francine Silva Pacheco Gonçalves, a eficiência de políticas corporativas de integridade (a exemplo das políticas de transações entre partes relacionadas) depende do efetivo comprometimento (*tone at the top*) dos administradores com as regras e procedimentos estabelecidos por esses instrumentos autorregulatórios.⁸³ No entanto, segundo John Armour, Jeffrey Gordon e Geeyoung Min, o modo pelo qual os instrumentos de governança corporativa oferecem incentivos aos administradores das companhias contribui apenas para que as políticas de integridade tenham pouca efetividade em curto prazo, sobretudo porque os gestores, ao serem remunerados com opções de compra de ações (*stock options*), não incluem essas políticas corporativas como um fator a compor o valor presente da companhia.⁸⁴ Nesse sentido, para o controle dos riscos inerentes à celebração de transações entre partes relacionadas, não é suficiente que se estabeleçam determinadas regras e procedimentos aplicáveis a essa prática; a efetividade dos mecanismos autorregulatórios depende também de uma reorganização geral da governança dos interesses na companhia.

A segunda fragilidade reside no que este trabalho define como convergência autorregulatória, que representa a tendência a que os instrumentos de autorregulação estabelecidos pelas companhias adotem soluções semelhantes àsquelas já oferecidas pelos órgãos reguladores, numa tentativa de diminuir os custos de observância regulatória. Exemplo dessa prática constitui a inclusão nas políticas corporativas das mesmas definições e

⁸³ “O primeiro passo para a eficiência de um programa de integridade é o comprometimento da alta administração desde a sua implantação até sua manutenção e monitoramento contínuo. O conceito de *tone at the top* deve ser explícito e visível para todos que se relacionam com a empresa”. Em: CASTRO, Rodrigo Pironti Aguirre de; GONÇALVES, Francine Silva Pacheco. **Compliance e gestão de riscos nas empresas estatais**. 3ª ed. Belo Horizonte: Fórum, 2020, p. 19.

⁸⁴ “The conventional view of corporate governance is that managers should maximize the firm’s value on behalf of shareholders, subject to the constraints imposed by law. These constraints—known colloquially as the “rules of the game”—seek to align shareholders’ welfare with social welfare by imposing penalties for socially harmful corporate acts.⁸ These penalties bite only if they are enforced. To facilitate this alignment, prosecutors give firms incentives—through discounts to penalties—to implement compliance programs that guide and monitor employees’ behavior. Such programs work to lower the likelihood, and increase the probability of detection, of relevant misconduct. However, focusing on the incentives of firms overlooks the perspective of managers, who decide how much firms invest in compliance. Stock-based pay, ubiquitous for corporate executives, creates systematic incentives to shortchange compliance. [...] Distortions in managerial incentives created by stock-based pay would not be a problem if the present value of compliance investment were taken into account in the stock price. A second conventional assumption in corporate governance is that the stock market impounds the present value of investments into stock prices. Consequently, where corporate investments are expected to yield value in the future, their present value will show up in stock price today. A successful theory of compliance failure caused by stock-based pay must show why markets cannot assess the present value of compliance”. Em: ARMOUR, John; GORDON, Jeffrey; MIN, Geeyoung. Taking compliance seriously. **Yale Journal on Regulation**. V. 37, pp. 1 – 66, 2020, p. 4-5.

procedimentos para transações entre partes relacionadas que as adotadas pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Essa tentativa de diminuir os custos de observância, contudo, controverte a própria lógica das políticas corporativas, que é garantir à empresa a possibilidade de optar pelo mecanismo que se adapte melhor a seu contexto corporativo. Quando adota a mesma solução da autoridade regulatória, a companhia perde a oportunidade de modelar uma solução mais eficiente que aquela oferecida pela autoridade regulatória.

Nesse sentido, a imposição de normas de comportamento aos agentes econômicos, sejam regulatórias ou autorregulatórias, sempre implica um custo de observância regulatória, que é arcado pelo próprio agente regulado. Esse custo deve ser compensado pelo atingimento de determinada finalidade regulatória, sob pena de se inviabilizar o próprio estímulo ao agente econômico a obedecer a esses parâmetros normativos. No caso da autorregulação, considerando que é o próprio agente econômico que definirá qual conduta deverá seguir e qual será o objetivo a ser atingido, o estímulo dependerá do modo pelo qual o agente fixa a conduta e os objetivos e de que maneira ele equaciona os respectivos custos e retornos.

A convergência autorregulatória no âmbito das empresas estatais também pode decorrer da adoção automática de minutas e modelos oferecidos por órgãos e entidades de controle da Administração Pública, que monitoram a implementação dessas políticas, de maneira que a autonomia oferecida pela lei à empresa estatal para elaboração da política pode entrar em conflito com o entendimento de determinados órgãos de controle interno. A questão do controle interno das empresas estatais será investigada com maior profundidade no segundo capítulo, quando este trabalho se debruçar sobre o tema de canalização política (*policy channeling*).

Em conclusão, a expansão dos mecanismos autorregulatórios nas sociedades de economia mista aparece como consequência de uma aproximação entre o Estado e os instrumentos de financiamento corporativo operados pelo mercado de capitais. Essa aproximação exigiu das empresas estatais que oferecessem uma resposta às expectativas dos investidores quanto à proteção jurídica de seus investimentos. Assim, a autorregulação demanda das companhias mistas que assumam um papel ativo na elaboração das normas que guiarão o comportamento dos agentes corporativos, de modo a garantir que os tradicionais arranjos de governança e as transações entre partes relacionadas não sejam um veículo para a violação a direitos de acionistas minoritários e para a extração de valor da companhia.

2.3 A governança dos interesses corporativos nas sociedades de economia mista

Na seção anterior, este trabalho posicionou as sociedades de economia mista na interseção entre dois modos de conformação da conduta dos agentes econômicos. De um lado, as empresas estatais se situam na transição de uma intervenção estatal desenvolvimentista para uma intervenção regulatória. A regulação pública da economia caminha em paralelo à privatização de uma extensa parcela de empresas estatais e à consolidação de sociedades de economia mista que se adequaram a esses novos contornos na relação entre Estado e economia. De outro lado, as empresas estatais também se situam na expansão da adoção de mecanismos autorregulatórios, que exigem das companhias que assumam o protagonismo na elaboração dos instrumentos de governança que conduzirão os conflitos entre os diversos interesses corporativos que caracterizam a dinâmica das sociedades de economia mista.

Esta seção se dedicará a identificar e delimitar a multiplicidade de interesses que compõe a atual governança corporativa das sociedades de economia mista. Nos itens anteriores, este trabalho se utilizou do termo “governança corporativa” de modo indiscriminado, sem defini-lo explicitamente, para tratar dos diversos elementos que circundam a dinâmica das empresas estatais. Assim, esta seção não apenas se orientará a oferecer uma definição explícita para o termo, como também submeterá as empresas estatais ao escrutínio da literatura em governança corporativa, que pouco aborda as consequências da presença do Estado enquanto acionista de sociedades anônimas.⁸⁵

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) define governança corporativa como “o sistema pelo qual as empresas e demais organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre sócios, conselho de administração, diretoria, órgãos de fiscalização e controle e demais partes interessadas”⁸⁶. Embora agrupe uma variedade de elementos, essa definição não conceitua com precisão a que finalidade se destinam os mecanismos de governança corporativa, tampouco diferencia esses instrumentos de outros fatores que compõem a estrutura das sociedades de capital. Assim, em razão dessa tonalidade genérica oferecida à definição, a governança corporativa aparenta oferecer poucas consequências imediatas aos agentes corporativos diretamente implicados na dinâmica das companhias.

⁸⁵ Essa constatação é de Mariana Pargendler: “yet the existing literature on the political economy of corporate governance focuses exclusively on private owners, managers, and workers as the relevant political constituents. Perhaps due to the relative scarcity of listed state-owned firms in the Anglo-American world (the source of a major part of these studies), the potential role of the state as a shareholder in corporate governance is left entirely of the equation”. Em: PARGENDLER, Mariana. State ownership and corporate governance. **Fordham Law Review**. V. 80, Issue 6, Article 19, Jun., pp.2917-2973, 2012, p. 2920.

⁸⁶ INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. 5.ed. São Paulo: IBGC, 2015, p. 20.

A própria Lei nº 13.303/2016, para além de não apresentar uma definição explícita, também se utiliza do termo “governança” com pouca cautela, em conjunto a termos como “transparência”, “gestão de riscos” e “controle interno”, sem oferecer qualquer distinção entre esses mecanismos. Um exemplo dessa imprecisão reside na previsão constante do art. 8º, III e VIII, da Lei nº 13.303/2016, que exige da empresa estatal que promova “ampla divulgação, ao público em geral, de carta anual de governança corporativa”, por intermédio da qual a companhia ofereceria informações consolidadas a respeito de diversos elementos da dinâmica da corporação, a exemplo de “estrutura de controle”, “fatores de risco” e “políticas e práticas de governança corporativa”. Com evidência, a redação desses dispositivos legais contém uma redundância, pois estabelece que a carta anual de governança corporativa deverá apresentar informações a respeito de políticas e práticas de governança corporativa, sem, no entanto, explicitar quais seriam os conteúdos dessas práticas e políticas.

Nesse sentido, a governança corporativa se apresenta, por vezes, como um conjunto de princípios genéricos, sem densidade normativa e com conteúdo indeterminado. Ela se restringiria, assim, a um preâmbulo da corporação, que auxilia os agentes a interpretar determinadas práticas, mas que não possui força jurídica própria.

Em contrapartida, a literatura especializada em governança corporativa (que se concentra sobretudo nos países de origem anglo-saxã), embora não se oriente a oferecer uma definição para o termo, ostenta de maneira evidente as preocupações que conduzem as pesquisas que circundam essa temática. A governança corporativa, assim, consistiria no modo pelo qual a estrutura institucional das sociedades de capital responde às consequências decorrentes da separação entre a propriedade e o controle das companhias.

Originalmente, conforme formulação de Adolf Berle e Gardiner Means, a separação entre controle e propriedade decorreria da dispersão acionária que se instala com a multiplicação dos sócios das companhias por intermédio da aquisição de participações minoritárias em mercado de capitais. Embora aparecesse sob três formatos (o controle majoritário, o controle minoritário e o controle pelos gestores), essa separação implicava a ausência de poder que os sócios minoritários detinham sobre o destino que a companhia ofereceria aos investimentos aportados a título de contribuição para o capital da sociedade.⁸⁷

⁸⁷ Quanto aos formatos de separação entre propriedade e controle, os autores descrevem: “The corporate system appears only when this type of private or “close” corporation has given way to an essentially different form, the quasi-public corporation: a corporation in which a large measure of separation of ownership and control has taken place through the multiplication of owners. Such separation may exist in varying degrees. Where the men ultimately responsible for running a corporation own a majority of the voting stock while the remainder is widely diffused, control and part ownership are in their hands. Only for the remaining owners is there separation from control. Frequently, however, ownership is so widely scattered that working control can be maintained with but a

Com a contribuição oferecida por Michael Jensen e William Meckling, os problemas decorrentes da separação entre propriedade e controle assumiram os contornos dos conflitos que caracterizam uma relação de agência entre os acionistas e a alta gestão da companhia. A relação de agência pressupõe que determinado sujeito, definido como principal, delegue a outro sujeito, definido como agente, determinado conjunto de prerrogativas decisórias, com a finalidade de que esse agente performe atividades em favor dos interesses do principal. Contudo, conforme Jensen e Meckling, sob a premissa de que ambos agem de modo racional, orientados a maximizar as próprias utilidades, o agente, ainda que investido do mandato, nem sempre atuará em favor dos interesses do principal. Dessa maneira, a fim de garantir o fiel cumprimento do mandato, o principal suportará tanto a necessidade de distribuir incentivos ao agente quanto a assunção de custos de monitoramento das atividades do agente.⁸⁸

Para Jensen e Meckling, os conflitos de agência inerentes à relação entre os acionistas e os gestores impactam a forma pela qual a companhia definirá o instrumento que fornecerá financiamento para as atividades corporativas. Assim, segundo Joseph Stiglitz, o financiamento corporativo pode ser veiculado por meio de operações societárias (*equity*) ou por meio de operações de dívida (*bonds*).⁸⁹ Nesse sentido, conforme Jensen e Meckling, as questões relativas ao conflito de agência se concentrarão nos elementos que determinam o equilíbrio

minority interest. [...] In such a case the greater bulk of ownership is virtually without control. Separation of ownership and control becomes almost complete when not even a substantial minority interest exists [...]. Under such conditions control may be held by the directors or titular managers who can employ the proxy machinery to become a self-perpetuating body, even though as a group they own but a small fraction of the stock outstanding. In each of these types, majority control, minority control, and management control, the separation of ownership from control has become effective – a large body of security holders has been created who exercise virtually no control over the wealth which they or their predecessors in interest have contributed to the enterprise”. Em: BERLE, Adolf A. Jr.; MEANS, Gardiner C. **The modern corporation and private property**. New York: The Macmillan Company, 1933, p. 4/5.

⁸⁸ Os autores definem a relação de agência e os custos que a acompanham da seguinte maneira: “We Define an agency relationship as a contract under which one or more persons (the principal(s)) engage another person (the agent) to perform some service on their behalf which involves delegating some decision-making authority to the agent. If both parties to the relationship are utility maximizers there is good reason to believe that the agent will not always act in the best interests of the principal. The *principal* can limit divergences from his interest by establishing appropriate incentives for the agent and by incurring monitoring costs designed to limit the aberrant activities of the agent. In addition in some situations it will pay the *agent* to expend resources (bonding costs) to guarantee that he will not take certain actions which would harm the principal or to ensure that the principal will be compensated if he does take such actions. However, it is generally impossible for the principal or the agent at zero cost to ensure that the agent will make optimal decisions from the principal’s viewpoint. In most agency relationships the principal and the agent will incur positive monitoring and bonding costs (non-pecuniary as well as pecuniary), and in addition there will be some divergence between the agent’s decisions and those decisions which would maximize the welfare of the principal. The dollar equivalent of the reduction in welfare experienced by the principal due to this divergence is also a cost of the agency relationship, and we refer to this latter cost as the residual loss”. Em: JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**. V. 3, pp. 305-360, 1976, p. 308.

⁸⁹ “The form in which capital is provided has consequences both for how these screening and monitoring functions are performed and the behavior of borrowers. The three most important forms in which capital is provided are equity, long term loans, and short term loans”. Em: STIGLITZ, Joseph E. Government, financial markets, and economic development. **NBER Working Papers Series**. Working Paper n. 3669, 1991, p. 7.

entre custos e incentivos na relação entre os gestores, que constituem os agentes, e os investidores, que constituem os principais.⁹⁰

Após essa abordagem oferecida por Jensen e Meckling, a literatura em governança corporativa transferiu as ferramentas dessa perspectiva para a exploração de uma variedade de conflitos de agência que se multiplicaram na dinâmica das corporações. Assim, a atenção dos mecanismos de governança corporativa se orientou a abarcar, por exemplo, o comportamento de acionistas em regimes nos quais prevalecia o controle majoritário do capital social, adotando instrumentos jurídicos aptos a prevenir determinadas práticas, especialmente a extração de benefícios privados decorrentes do controle societário.⁹¹ Enfim, o conflito de agência ampliou sua abrangência para além do desencontro entre interesses de investidores e gestores, com a finalidade de abarcar uma pluralidade de relações que se desenvolvem no âmbito das companhias.

A definição oferecida pelo IBGC, ainda que englobe esses elementos abordados pela literatura, não evidencia que a governança corporativa se destina a garantir que a estrutura institucional da corporação (o que inclui tanto os órgãos corporativos como os direitos e deveres de acionistas e gestores) seja apta a diluir os conflitos de agência, de modo a reduzir ou mitigar os riscos e custos que são inerentes à separação entre propriedade e controle.

As sociedades de economia mista, enquanto sociedades de capital, também atravessam esses conflitos de agência. A doutrina em direito administrativo, entretanto, ofereceu destaque ao conflito entre interesse público e interesse privado nessas empresas estatais. De um lado, o Estado, ao intervir diretamente no domínio econômico por intermédio de empresas estatais, utiliza-se das sociedades de economia mista para perseguir um interesse público. De outro lado, os acionistas privados, ao investirem em ações das companhias mistas, pretendem apenas extrair um retorno financeiro para o capital investido. Haveria, assim, um

⁹⁰ Os autores se concentram em abordar o aspecto positivo (e não normativo) da teoria da agência: “We focus almost entirely on the positive aspects of the theory. That is, we assume individuals solve these normative problems and given that only stocks and bonds can be issued as claims, we investigate the incentives faced by each of the parties and the elements entering into the determination of the equilibrium contractual form characterizing the relationship between the manager (i.e., agent) of the firm and the outside equity and debt holders (i.e., principals)”. Em: JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure*. **Journal of Financial Economics**. V. 3, pp. 305-360, 1976, p. 310.

⁹¹ “The rules governing controlling shareholders sit at the intersection of the two facets of the core agency problem in United States public corporations law. The first is the familiar principal-agency problem that arises from the separation of ownership and control. With only this facet in mind, the presence of a large shareholder may better police management than the standard panoply of market-oriented techniques. The second is the agency problem that arises between controlling and non-controlling shareholders, which produces the potential for private benefits of control-benefits to the controlling shareholder not provided to the non-controlling shareholders”. Em: GILSON, Ronald J.; GORDON, Jeffrey N.; *Controlling controlling shareholders*. **University of Pennsylvania Law Review**. V. 152, pp. 785-843, 2003, p. 785.

desacordo entre o interesse privado pelo lucro e a atividade estatal orientada ao interesse público.⁹²

Nesse sentido, as tentativas de solucionar esse problema intrínseco à sociedade de economia mista se concentraram em mitigar ou diluir o conflito entre o interesse público e o privado nessas empresas estatais, ora aproximando o lucro e o interesse público, ora operando uma tentativa de encontrar saídas para o conflito, instrumentos para apaziguar esse confronto entre duas intenções aparentemente tão díspares entre si.⁹³

No entanto, essas tentativas de realinhar a rota entre o interesse público e o privado parecem simplificar a complexa dinâmica de interesses que caracteriza as sociedades de economia mista, que não permite que se reduza o interesse privado ao lucro, tampouco que se restrinja a atuação do Estado à persecução do interesse público.

Nesse sentido, este trabalho optará por não adentrar no complexo e relevante debate acerca da definição e do conteúdo do interesse público. Essa discussão toma grande parte dos trabalhos de uma determinada vertente do direito administrativo, cuja preocupação central é compreender a atividade administrativa a partir dos princípios que comportam o interesse público (princípio da indisponibilidade e da supremacia). Ingressar nesse debate não apenas seria superficial, como também pouco útil às finalidades deste trabalho. Embora não se descarte a relevância do interesse público para o direito administrativo brasileiro, crê-se que é possível analisar e compreender as empresas estatais sem a necessidade de recorrer a essa dicotomia entre interesse público e interesse privado. Por isso, este trabalho se utilizará do termo interesse estatal para se referir à atuação do Estado enquanto acionista controlador das sociedades de economia mista.

As sociedades de economia mista incorporam uma complexa rede de relações de agência que não se restringem a uma comparação entre o interesse público (conduzido a partir de uma lógica de direito administrativo) e o interesse privado. Delimitar os contornos dos conflitos de agência nas sociedades de economia mista exige que se reconheça o papel

⁹² Mayara Gasparoto Tonin, em seu trabalho sobre sociedades de economia mista, elabora com precisão o problema que, para a doutrina em direito administrativo, parece ser intrínseco a essas empresas: “Desse modo, as sociedades de economia mista possuem características tanto de empresas privadas quanto de entes estatais. Apesar da (aparente) contradição, parece que é justamente dessa forma que devem compreendidas: em sua dualidade de empresas estatais, sendo tanto ‘empresas’ quanto ‘estatais’. Nessa condição, ao mesmo tempo em que devem realizar os fins perpetrados pelo Estado, devem funcionar com a lógica da atividade empresarial. E mais: ao mesmo tempo em que buscam o interesse *público* que justificou sua criação, devem assegurar os direitos dos minoritários que investiram capital *privado* no empreendimento”. Em: TONIN, Mayara Gasparoto. **Sociedade de economia mista e acionistas minoritários**. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 21.

⁹³ Por exemplo, cf: PINTO JUNIOR, Mario Engler. O interesse público na sociedade de economia mista brasileira: aproximação com a *benefit corporation* do direito norte-americano. **Revista de Direito Administrativo**. v. 279, n. 1, pp. 79-110, jan./abr., 2020.

diferencial que a presença do Estado exerce nessas empresas. O que distingue a governança das empresas estatais das demais empresas não é um conflito entre o interesse público e o privado, mas a própria presença do Estado enquanto acionista, um Estado que se organiza de modo distinto da empresa estatal.

Desse modo, a segunda justificativa para que se exija a elaboração de uma política própria para o escrutínio de transações entre partes relacionadas em sociedades de economia mista reside na necessidade de controlar essa multiplicação de conflitos de agência entre os diversos participantes da dinâmica corporativa, com especial atenção às relações entre a companhia e o Estado. Essas relações podem se refletir tanto em transações celebradas entre a companhia e o próprio acionista controlador como em transações entre a companhia e administradores que ajam em favor do acionista controlador. Assim, a primeira subseção desta seção (Subseção **2.3.1**) se destinará a explorar de que maneira a presença do Estado enquanto acionista altera a governança das sociedades de economia mista. A segunda subseção desta seção (Subseção **2.3.2**) investigará os contornos da presença de investidores privados nessas companhias e de que modo os seus interesses se acomodam no contexto de uma companhia com presença estatal.

2.3.1 Os interesses estatais nas sociedades de economia mista

Esta subseção pretende identificar de que modo se organizam os interesses estatais na governança das sociedades de economia mista. Conforme indicado na introdução desta seção, o elemento diferencial da governança dessas empresas reside na própria presença do Estado enquanto acionista, e não num conflito entre interesse público e privado. Assim, esta subseção não se dedicará a investigar as razões pelas quais o Estado se envereda na atividade empresarial. A criação de empresas estatais constitui uma escolha político-econômica, que congrega tanto agendas econômicas dos governos quanto opções políticas dos legisladores e que depende da circunstância de intervenção estatal na economia, tal qual explorado na primeira seção deste capítulo. Após a criação da empresa estatal, a caracterização do comportamento do Estado enquanto acionista controlador responde à estrutura de incentivos e monitoramento formulada segundo o modelo institucional da sociedade anônima, dispensando que se recorra às razões político-econômicas que sustentaram a criação da empresa para que se compreenda a dinâmica dessas companhias.⁹⁴

⁹⁴ A título de esclarecimento, este trabalho toma como premissa a possibilidade de entender as sociedades de economia mista a partir dos conceitos elaborados por uma literatura especializada em governança corporativa, e

De acordo com Rafael Wallbach Schwind, a possibilidade de o Estado agir enquanto empresa compartilhando riscos com o capital privado pressupõe a compatibilidade entre os interesses estatais e os interesses privados no ambiente da sociedade de economia mista, sobretudo porque, caso não houvesse compatibilidade entre esses interesses, o Estado disporia de outros instrumentos jurídicos para atingir a finalidade que pretende quando cria uma empresa estatal.⁹⁵ Assim, emprestando a terminologia utilizada por Vinícius Klein e Guilherme Grando, a atuação empresarial do Estado por intermédio de sociedades de economia mista representa um veículo para a corporitização do Estado-empresário, com a sua submissão aos “padrões financeiros e operacionais do mercado”.⁹⁶

Certamente, essa corporitização não é automática, sobretudo porque não é o próprio Estado que se transforma em corporação, mas uma entidade estatal destinada ao exercício de atividade econômica assume um formato com maior adaptação ao mercado. Assim, o Estado, quando atua na condição de acionista controlador, carrega também os desafios e obstáculos inerentes à atividade política, considerando que os atos promovidos pelo Estado no ambiente societário serão sempre consumados por agentes próximos ao mandatário político, que representam o ente estatal na condição de acionista.

O tema da interferência política nas empresas estatais será oportunamente explorado no segundo capítulo, quando este trabalho tratar dos riscos a serem controlados por uma política de transações entre partes relacionadas, dentre os quais se situa a prática de canalização política (*policy channeling*). Entretanto, adianta-se que, para compreender a atuação do Estado enquanto acionista, este trabalho pressupõe que os agentes políticos, ao ocuparem cargos

não pelos tradicionais mecanismos de direito administrativo. No entanto, isso não significa que o direito administrativo e seus instrumentos não estarão presentes no debate; ao contrário, como será explorado no segundo capítulo, a governança corporativa das sociedades de economia mista também é atravessada por alguns desses mecanismos, a exemplo do controle interno realizado pelos órgãos de Estado sobre a companhia ou mesmo da organização financeira promovida por intermédio do orçamento de investimento. Crê-se, contudo, que essa análise não depende de que se recorra à distinção entre interesse público e privado.

⁹⁵ “Noutras palavras, o Estado tem à sua disposição diversas possibilidades de arranjos societários. Se a consecução dos interesses públicos que justificam a constituição da empresa fosse absolutamente incompatível com os interesses egoísticos de eventuais acionistas privados, o Estado poderia criar uma empresa pública. Entretanto, se o Estado optou pela constituição de uma sociedade de economia mista, partiu do juízo de que a observância de certos interesses dos sócios privados não inviabilizará o atingimento das finalidades públicas pretendidas”. Em: SCHWIND, Rafael Wallbach. **O Estado acionista: empresas estatais e empresas privadas com participação estatal**. São Paulo: Almedina, 2017, p. 121.

⁹⁶ “A transformação das SOEs [State-Owned Enterprises] pode ser vista a partir da incorporação do conceito de corporitização, seja ela voluntária, como, por exemplo, em função da busca por investidores em mercados de capitais mais maduros e com maiores exigências de governança corporativa, ou em função de normas legais direcionadas exclusivamente para as SOEs, como a Lei das Estatais. A expressão corporitização para fins deste artigo deve ser entendida como a imposição de padrões financeiros e operacionais do mercado às empresas, no caso em estudo as empresas estatais”. Em: GRANDO, Guilherme; KLEIN, Vinícius. *Empresas estatais, governança corporativa e desenvolvimento econômico*. Em: **30 anos de Constituição para quem?: reflexos do I Congresso de Direito Público UEPG**. Alessandro dos Anjos; Bruno Margraf Althaus; Igor Sporch da Costa (Orgs.). Porto Alegre: Editoria Fi, 2019, p. 198.

eletivos na estrutura estatal, comportam-se “com o intuito de obter renda, prestígio e poder que resultam de estar no cargo”, orientando sua conduta de modo a maximizar sua própria utilidade.⁹⁷ Nesse sentido, o objetivo do governo reside em promover políticas que garantirão o apoio eleitoral necessário para que na próxima eleição a coalizão governante seja mantida no poder.⁹⁸ Dessa forma, conforme alerta Juan Linz, a existência de um calendário eleitoral e a própria limitação temporal dos mandatos constituem elementos essenciais à compreensão da dinâmica das atividades exercidas pelo governo, sobretudo num modelo presidencialista.⁹⁹ Esses fatores intrínsecos à política afetam diretamente o modo pelo qual o Estado se comporta na condição de acionista controlador, influenciando, por exemplo, a escolha dos administradores que comporão a alta gestão da companhia.

Fixados esses pressupostos (a corporitização e o caráter político da atuação do Estado-acionista), os interesses estatais nas sociedades de economia mista podem ser classificados em três categorias: a) interesses na corporatização; b) interesses em relação aos gestores; c) interesses em relação aos acionistas privados. Os interesses estatais em relação aos acionistas privados residiriam nos meios de que o Estado pode se utilizar para extrair da companhia vantagens ou valores que também deveriam ser distribuídos aos acionistas privados, razão pela qual esses interesses devem constituir o objeto nuclear de uma política de transações entre partes relacionadas para as sociedades de economia mista. Essa terceira categoria de interesses, assim, será explorada no próximo capítulo, quando este trabalho abordar o tema do escoamento de valores ou *tunneling*. Dessa maneira, esta subseção se concentrará em abordar os aspectos

⁹⁷ Essa premissa se pauta no que Anthony Downs denomina de “axioma do interesse pessoal”, conforme seguinte trecho de sua obra: “Do axioma do interesse pessoal nasce nossa visão do que motiva as ações políticas dos membros partidários. Supomos que eles agem somente com o intuito de obter renda, prestígio e poder que resultam de estar no cargo. Desse modo, os políticos no nosso modelo nunca buscam o poder como um meio de executar políticas específicas; seu único objetivo é colher as recompensas de ocupar um cargo público *per se*. Eles tratam as políticas puramente como meios de atingir seus fins privados, que eles conseguem alcançar somente se forem eleitos. Sobre essa argumentação se assenta a hipótese fundamental de nosso modelo: os partidos formulam políticas a fim de ganhar eleições, e não ganham eleições a fim de formular políticas”. Em: DOWNS, Anthony. **Uma teoria econômica da democracia**. 1 ed., 1 reimp. São Paulo: Editora da Universidade de São Paulo, 2013, p. 50.

⁹⁸ “Nosso modelo se baseia no pressuposto de que todo governo procura maximizar o apoio político. Presumimos ainda que o governo existe numa sociedade democrática em que se façam eleições periódicas, que se objetivo principal é a reeleição, e que a eleição é o objetivo daqueles partidos agora alijados do poder. Em cada eleição, o partido que recebe o maior número de votos (embora não necessariamente a maioria) controla todo o governo até as próximas eleições, sem quaisquer votações intermediárias, seja pelo povo como um todo, seja pelo parlamento. O partido governante, portanto, tem liberdade ilimitada de ação, dentro dos limites da constituição”. Em: DOWNS, Anthony. **Uma teoria econômica da democracia**. 1 ed., 1 reimp. São Paulo: Editora da Universidade de São Paulo, 2013, p. 33.

⁹⁹ “The duration of the president’s mandate becomes a crucial factor in the calculations of all political actors, a fact which (as we shall see) is fraught with important consequences”. Em: LINZ, Juan. The perils of presidentialism. **Journal of Democracy**. V. 1, pp. 51-69, 1990, p. 54.

que circundam a primeira e a segunda categoria, que são os interesses estatais pela corporitização e os interesses estatais em relação aos gestores.

A primeira categoria de interesses estatais reflete as preferências que o Estado assume quando a empresa estatal toma o formato corporativo. Conforme explorado ao longo deste capítulo, o Estado opta por se associar ao capital privado nas sociedades de economia mista ora por razões fiscais, sob o pretexto de encontrar alternativas para o financiamento de projetos públicos, ora por razões de otimização da eficiência da atividade empresarial estatal.

Para Mariana Pargendler, Aldo Musacchio e Sérgio Lazzarini, a ineficiência das empresas públicas (integralmente titularizadas pelo Estado) se justificaria tanto sob a perspectiva dos custos de agência, uma vez que a ausência do interesse lucrativo diminui os incentivos aos administradores para gerir a companhia com competência, quanto sob a perspectiva política, considerando a possibilidade de captura dos gestores por grupos de interesse.¹⁰⁰ Aliás, segundo Andrei Shleifer, a titularidade pública de empresas enfraquece os incentivos oferecidos aos gestores para reduzirem custos e para investirem em inovação.¹⁰¹ Assim, a participação das sociedades de economia mista no mercado de capitais permite um reforço da eficiência operacional ao submeter a empresa a um monitoramento constante pelos analistas de mercado¹⁰² e ao disponibilizar aos investidores informações atuais quanto ao valor da companhia (que se expressam no preço pelo qual seus ativos são negociados no mercado de capitais).¹⁰³

Entretanto, as sociedades de economia mista, enquanto sociedades anônimas, oferecem vantagens adicionais à posição do Estado na condição de acionista controlador. Nesse

¹⁰⁰ “Both *agency* and *political* views can explain the positive effects on firm performance following the floating of SOEs’ stock. According to the *agency view* of SOE inefficiency, the absence of private owners imbued with profit motive decreases the incentives for competent firm management. According to the *political view*, the administration of SOEs may too often be captured by the rent-seeking ambition of powerful special interest groups”. Em: PARGENDLER, Mariana; MUSACCHIO, Aldo; LAZZARINI, Sergio G.. In strange company: the puzzle of private investment in state-controlled firms. **Cornell International Law Journal**. V. 40, pp. 569-610, 2013, p. 576.

¹⁰¹ “To focus on both cost efficiency and quality, Hart Schleifer and Vishny (1997) consider two types of investment incentives: those to reduce costs and those to improve quality or innovate. When assets are publicly owned, the public manager has relatively weak incentives to make either these investments, because this manager is no the owner and hence get only a fraction of the return. In contrast, private regulated contractors have much stronger incentives because, as owners, they get more of the returns on the investment”. Em: SHLEIFER, Andrei. State versus private ownership. **Journal of Economic Perspectives**. V. 12, n. 4, pp-133-150, 1998, p. 137.

¹⁰² “[...] listed mixed enterprises are subject to greater monitoring by private investors compared to wholly-owned SOEs”. Em: PARGENDLER, Mariana; MUSACCHIO, Aldo; LAZZARINI, Sergio G.. In strange company: the puzzle of private investment in state-controlled firms. **Cornell International Law Journal**. V. 40, pp. 569-610, 2013, p. 576.

¹⁰³ “Moreover, the very availability of stock prices serves an important function: it provides the government and the market with timely information about enterprise value, which can, in turn, be used to monitor managerial performance or even to design incentive-based compensation packages”. Em: PARGENDLER, Mariana; MUSACCHIO, Aldo; LAZZARINI, Sergio G.. In strange company: the puzzle of private investment in state-controlled firms. **Cornell International Law Journal**. V. 40, pp. 569-610, 2013, p. 577.

sentido, segundo Mariana Pargendler, Aldo Musacchio e Sérgio Lazzarini, a abertura de capital de empresas estatais em bolsas de valores, para além de incrementar a eficiência operacional e oferecer alternativas de financiamento corporativo, favorece os interesses estatais de duas maneiras.

Em primeiro lugar, a distribuição mista de capital possibilita ao Estado que promova a integração vertical de sua função regulatória, como uma alternativa menos custosa que a associação entre privatização e regulação da conduta dos agentes econômicos privados. O Estado pode se utilizar de sua participação societária para adaptar determinadas políticas da empresa com a finalidade de obter determinado padrão de comportamento do agente econômico.¹⁰⁴ Nesse sentido, a noção de integração vertical da regulação se aproxima da definição de regulação endógena ou material, que representa a utilização das empresas estatais para a consecução de objetivos regulatórios, a fim de alterar ou orientar o comportamento dos agentes econômicos em determinado segmento.¹⁰⁵ A integração vertical, no entanto, não se destina a influenciar a conduta de outros agentes econômicos, mas a conformar o comportamento da própria companhia controlada pelo Estado.

Em segundo lugar, em oposição ao que se pressupõe quando investidores privados são recepcionados nas empresas estatais, a sociedade de economia mista pode reforçar a presença do Estado na economia por intermédio do mecanismo de alavancagem, que opera, por exemplo, pela proliferação de subsidiárias e pela configuração de um grupo econômico com estrutura piramidal sob controle direto e indireto do Estado.¹⁰⁶

¹⁰⁴ “There are four primary primary factors that make this hybrid organizational form potentially appealing to a social planner. The first is its promise for greater regulatory effectiveness compared with a regime that combines private ownership and arm’s length regulation. In economic parlance, mixed enterprise differs from the standard combination of private ownership and government regulation in that it entails the vertical integration of the state’s regulatory function. It economizes on the transaction costs associated with writing and enforcing regulations because the government may use its voice within the firm’s hierarchy to adapt its policies in view of changing circumstances”. Em: PARGENDLER, Mariana; MUSACCHIO, Aldo; LAZZARINI, Sergio G.. In *strange company: the puzzle of private investment in state-controlled firms*. **Cornell International Law Journal**. V. 40, pp. 569-610, 2013, p. 575.

¹⁰⁵ A endorregulação ou regulação material se define da seguinte maneira: “De fato, ao desempenhar atividades econômicas – ou seja, ao intervir como agente econômico – o Estado pode assumir objetivos mais amplos do que apenas atender diretamente as necessidades materiais das pessoas e das empresas, fornecendo bens ou prestando serviços. É possível que, para além disso, o Poder Público pretenda *influenciar a conduta* de outros agentes: fornecedores, compradores, concorrentes, consumidores etc”. Em: SILVA, Luiz Augusto da. **Empresa estatal e regulação: a atuação empresarial do Estado com objetivos regulatórios**. Curitiba: CRV, 2019, p. 63.

¹⁰⁶ “Finally, despite the apparent potential for greater private meddling in public affairs, listed SOEDs might be appealing even for the most committed defenders of government intervention. Partial state ownership does not chip away at but rather reinforces the state’s grip on the economy through ‘leverage’ – a motive that was arguably at the heart of China’s decision to list minority stakes in its SOEs. The presence of private shareholders allows the state to exercise control over a larger number of firms without making a commensurate financial investment”. Em: PARGENDLER, Mariana; MUSACCHIO, Aldo; LAZZARINI, Sergio G.. In *strange company: the puzzle of private investment in state-controlled firms*. **Cornell International Law Journal**. V. 40, pp. 569-610, 2013, p. 577.

Nesse sentido, recuperando o aparato comparativo utilizado na seção anterior, o modelo de governança adotado para as empresas estatais chinesas oferece um evidente exemplo do modo pelo qual a alavancagem favorece os interesses estatais nas sociedades de economia mista. Na China, segundo Li-Wen Li e Curtis Milhaupt, a criação de grupos verticalmente integrados se destinou a otimizar o controle do governo sobre a política econômica, permitindo que as agendas implementadas pelas empresas controladoras fossem transmitidas de modo eficiente a toda a cadeia institucional.¹⁰⁷ Assim, ao mesmo tempo em que há uma preocupação do Estado em manter o pleno controle sobre a dinâmica corporativa das empresas estatais, há, também, o objetivo expresso de fornecer os elementos necessários para que essas empresas se expandam em escala global, utilizando-se, inclusive, da listagem em bolsas de valores estrangeiras.¹⁰⁸

No contexto chinês, o mecanismo da alavancagem também se beneficiou do papel exercido pela SASAC enquanto *holding* das companhias estatais chinesas. Segundo Lin e Milhaupt, embora os acionistas controladores tenham incentivos semelhantes independentemente do regime societário que cada ordenamento jurídico lhes oferece, não há como comparar diretamente a atuação da SASAC com o papel exercido por acionistas controladores em outros contextos político-econômicos.¹⁰⁹ Em primeiro lugar, a SASAC possui uma presença empresarial que abrange a maioria das principais empresas do mercado chinês, abarcando uma diversidade de segmentos econômicos, o que a diferencia do perfil de acionista

¹⁰⁷ “The groups benefited from a range of preferential policies in areas ranging from taxation to government contracts and eligibility for stock exchange listing. The government’s stated purpose in forming these groups was to achieve economies of scale, facilitate interfirm collaboration, and enhance international competitiveness. The formation of vertically integrated groups also had the administrative advantage of streamlining control over the economy: a small number of major firms would serve as conduits through which policy could be transmitted to vast numbers of enterprises organized under the core firms”. Em: LIN, Li-Wen. MILHAUPT, Curtis J. We are the (national) champions: understanding the mechanisms of state capitalism in China. **Stanford Law Review**. v. 65, pp. 697-759, 2013, p. 714.

¹⁰⁸ “In broad overview, China’s growth can be divided into two quite distinct phases. In the first phase, covering the 1980s, growth was sparked by agricultural reform, rural entrepreneurship, and the transformation of local collectives into profit-oriented enterprises. Reforms in the second phase focused on improving the performance of state-owned or affiliated enterprises and the expansion of foreign direct investment. Laws were enacted to provide an infrastructure for the transformation of SOEs into corporate entities with outside investors, stock exchanges were developed in Shanghai and Shenzhen to create an alternative to bank finance, and provincial leaders were incentivized to lure foreign investment”. Em: GILSON, Ronald J.; MILHAUPT, Curtis J. Economically benevolent dictators: lessons for developing democracies. **The American Journal of Comparative Law**. v. 59, n. 1, pp.227-288, 2011, p. 260.

¹⁰⁹ “[...] regardless of identity, all controlling shareholders face similar incentives. The size of their ownership stake provides incentives to monitor managerial performance more closely than do shareholder in dispersed ownership systems. [...] Macro-level generalizations and comparisons with other controlling-shareholder regimes, however, are likely to mislead, because several aspects of China’s regime make it highly distinctive”. Em: LIN, Li-Wen. MILHAUPT, Curtis J. We are the (national) champions: understanding the mechanisms of state capitalism in China. **Stanford Law Review**. v. 65, pp. 697-759, 2013, p.734.

controlador em outros regimes jurídicos.¹¹⁰ Em segundo lugar, ainda que ocupe essa posição de controle, a SASAC dispõe, concomitantemente, de mais e menos direitos sobre a gestão de suas companhias quando comparada a acionistas controladores em outros contextos legais.¹¹¹

Essa qualidade diferenciada dos direitos garantidos à SASAC atribui contornos específicos à atuação da agência na posição de acionista controladora. Em primeiro lugar, a legislação chinesa que rege as companhias estatais exige, por exemplo, que determinados movimentos societários recebam aprovação prévia da SASAC, sob pena de nulidade do negócio, ainda que em circunstâncias sob as quais o direito societário geral não garanta essa prerrogativa ao acionista controlador. A agência, assim, assume o papel de guardião do patrimônio e do capital social das empresas estatais.¹¹² Em segundo lugar, a SASAC contém ações com direito a voto em quantidade superior às ações preferenciais com direito à percepção de dividendos. Essa superioridade permite à SASAC e ao próprio partido que ampliem seus incentivos para a extração de benefícios privados de controle.¹¹³ Esse elemento sugere que a centralização da gestão das participações societárias estatais em uma única agência se destina a fortalecer o próprio modelo de capitalismo de Estado adotado pelo partido único, e não a maximizar os resultados individuais de cada companhia, tal qual a ponte institucional que possibilita a prática de rotação de gestores descrita acima.¹¹⁴

Certamente, no contexto brasileiro, o Estado não maximiza os benefícios que poderia extrair desse mecanismo de alavancagem, sobretudo porque a gestão das participações

¹¹⁰ “First, it is uniquely encompassing in scope. In no other country is a single shareholder – private or public – so pervasively invested in the leading firms in the national economy. SASAC directly or indirectly controls a majority stake in virtually every leading firm in every critical industry in China, from telecom to energy and autos to steel”. Em: LIN, Li-Wen. MILHAUPT, Curtis J. We are the (national) champions: understanding the mechanisms of state capitalism in China. *Stanford Law Review*. v. 65, pp. 697-759, 2013, p. 734/735.

¹¹¹ “SASAC is not only the largest controlling shareholder in the world, at least in formal terms; it may also be the most idiosyncratic. Deconstructing SASAC’s control rights in the firms it ostensibly owns reveals that it is simultaneously weaker and more powerful than a typical controlling shareholder in other regimes”. Em: LIN, Li-Wen. MILHAUPT, Curtis J. We are the (national) champions: understanding the mechanisms of state capitalism in China. *Stanford Law Review*. v. 65, pp. 697-759, 2013, p. 745.

¹¹² “This central mission makes SASAC a gatekeeper with respect to transfers of SOE assets. With passage of the SOE Asset Law, SASAC now has solid legal backing for this role. Under the SOE Asset Law, share transfers involving national SOEs require SASAC’s approval, even transactions over which it does not have veto power as a shareholder under the Company Law”. Em: LIN, Li-Wen. MILHAUPT, Curtis J. We are the (national) champions: understanding the mechanisms of state capitalism in China. *Stanford Law Review*. v. 65, pp. 697-759, 2013, p. 743.

¹¹³ LIN, Li-Wen. MILHAUPT, Curtis J. We are the (national) champions: understanding the mechanisms of state capitalism in China. *Stanford Law Review*. v. 65, pp. 697-759, 2013, p. 744.

¹¹⁴ “These realities suggest that the central-SOE sector as a whole, rather than individual firms, is of greatest concern to SASAC in carrying out its governance responsibilities [...]. For example, the practice of rotating top managers among firms in the same industry makes a good deal of sense if maximizing shareholder wealth at individual firms is less important to the controlling shareholder than building up a number of globally competitive firms in critical industries”. Em: LIN, Li-Wen. MILHAUPT, Curtis J. We are the (national) champions: understanding the mechanisms of state capitalism in China. *Stanford Law Review*. v. 65, pp. 697-759, 2013, p. 745.

societárias estatais não é centralizada do mesmo modo que a opção institucional adotada pela China. De toda maneira, conforme será explorado no capítulo seguinte, as relações internas entre o Estado e as empresas estatais, enquanto integrantes do ambiente organizacional da Administração Pública, também comporá o conjunto de riscos a serem objeto de uma política de transações entre partes relacionadas.

A segunda categoria de interesses estatais reside nos interesses que o Estado sustenta em relação aos gestores das sociedades de economia mista. Conforme destacam Curtis Milhaupt e Mariana Pargendler, a corporitização das empresas estatais (com a oferta de ações em mercado de capitais), embora mitigue alguns dos obstáculos à eficiência dessas companhias, cria novos desafios à sua governança, como os conflitos de agência que se potencializam entre gestores e o acionista controlador.¹¹⁵

A relação entre os administradores e o Estado controlador constitui o principal desafio de agência que se instala no contexto das sociedades de economista. Entretanto, essa relação ocupa o núcleo dos problemas de governança das empresas estatais não por ampliar os conflitos entre os próprios gestores e o Estado, mas porque, considerando o forte teor político que assume no contexto dessas companhias, a indicação de administradores se apresenta como um instrumento ao Estado para veicular seus interesses na companhia em detrimento dos acionistas minoritários.

As pontes institucionais estabelecidas para conectar horizontalmente as diversas arestas institucionais das empresas estatais chinesas oferecem um evidente exemplo do papel estrutural que as relações entre o Estado e os gestores exercem em toda a dinâmica das companhias mistas. Conforme explorado de maneira breve na primeira seção deste capítulo, as pontes institucionais, na China, proporcionam conexões complementares às companhias que integram as corporações estatais chinesas, operando com a finalidade de reunir os grupos corporativos entre si e de associá-los aos organismos de Estado e do partido único.¹¹⁶ Nesse

¹¹⁵ “Nevertheless, as the recent Brazilian experience makes clear, the listing of SOE shares does not eliminate, and often exacerbates, corporate governance challenges. Listed SOEs generally take the form of a joint-stock business corporation. The corporate form, in turn, gives rise to two primary agency problems: (1) between managers and shareholders (which is more severe if corporate ownership is dispersed) and (2) between controlling shareholders and non-controlling shareholders (which is more severe if corporate is concentrated)”. Em: MILHAUT, Curtis J.; PARGENDLER, Mariana. Governance challenges of listed state-owned enterprises around the world: national experiences and a framework for reform. **Cornell International Law Journal**. V. 50, n. 3, pp. 473-542, 2017, p. 477.

¹¹⁶ “[...] But the mechanisms of Chinese state capitalism operate by joining the corporate groups into much larger networks affiliated with party-state. These state-affiliated networks generate Chinese state capitalism’s most distinctive features and raise the thorniest questions for foreign competitors and regulators”. Em: LIN, Li-Wen. MILHAUT, Curtis J. We are the (national) champions: understanding the mechanisms of state capitalism in China. **Stanford Law Review**. v. 65, pp. 697-759, 2013, p. 723.

sentido, há três espécies de pontes institucionais que permitem que se visualize o papel exercido pela relação entre o Estado e os gestores na organização institucional das empresas estatais.

A primeira ponte institucional reside na prerrogativa garantida a determinados Ministros de Estado de indicar gestores de alto escalão e de promover atos de gestão em empresas que atuem no setor econômico supervisionado pelo Ministério. Essa prerrogativa se mantém mesmo em empresas das quais a SASAC detém a integralidade das participações societárias.¹¹⁷

A segunda ponte institucional consiste na prática de rotação de pessoal entre a SASAC e as companhias que a agência controla. Em geral, segundo Lin e Milhaupt, os gestores que são transferidos da SASAC para as companhias são de nível *júnior*, enquanto os gestores transferidos das companhias para a SASAC são de nível *sênior*, o que sugere que essa prática de rotação de pessoal se destina não a otimizar o monitoramento exercido pela agência, mas a consolidar a SASAC e a promover a cooperação entre as empresas estatais e o próprio governo.¹¹⁸

A terceira ponte institucional reside na prática de reservar posições políticas no governo e no partido único para gestores de alto escalão das empresas estatais. Essa prática também reflete o próprio papel que o partido único exerce na escolha dos gestores das companhias. Anteriormente às reformas que culminaram na criação das corporações estatais chinesas, a indicação de gestores constituía um mecanismo de política econômica para garantir ao partido o controle sobre a atividade empresarial num contexto de uma economia planejada.¹¹⁹

¹¹⁷ “A second bridge is the practice, which has roots dating to the era before SASAC’s establishment, of granting substantive management rights in a nationally important SOE to the ministry with supervisory authority over the industry in which that SOE operates. For example, the Ministry of Industry and Information Technology retains important management rights over China Mobile, including the power to nominate its top managers, even though China Mobile is part of a national business group whose core company is 100% owned by SASAC”. Em: LIN, Li-Wen. MILHAUPT, Curtis J. We are the (national) champions: understanding the mechanisms of state capitalism in China. **Stanford Law Review**. v. 65, pp. 697-759, 2013, p. 726.

¹¹⁸ “A third institutional bridge is the routine exchange of personnel between SASAC and the central SOEs it supervises. [...] Available data suggest that the corporate managers seconded to SASC are fairly senior and come from leading enterprises, while the SASC officials are relatively junior. This suggests that the exchanges are not primarily designed to facilitate SASC’s monitoring of the SOEs, but rather to build SASAC capacity and promote cooperation between the SOE sector and the government”. Em: LIN, Li-Wen. MILHAUPT, Curtis J. We are the (national) champions: understanding the mechanisms of state capitalism in China. **Stanford Law Review**. v. 65, pp. 697-759, 2013, p. 726/727.

¹¹⁹ “A fourth institutional bridge between the national champions and the government is the practice of reserving a number of positions in several elite (if functionally obscure) government and party bodies for leaders of the national SOEs. [...] The Party also plays a major role in personnel appointments in the national business groups. [...] At one time, there may have been ideological reasons for the Party’s pervasive role in SOEs. But a compelling political economy explanation for the practice is also apparent: the Party constitutes a massive interest group that maintained extensive ties to economic enterprises in the central-planning era. Indeed, in that era, there was often little separation between governmental, economic, and social organizations, and the Party was involved pervasively across all three spheres of activity. Corporatization and other economic reforms could have posed a major threat to important dimensions of party rule”. Em: LIN, Li-Wen. MILHAUPT, Curtis J. We are the (national)

Nesse sentido, a criação dessa ponte institucional representou um meio para manter a influência do partido em companhias que ele não controlava diretamente, considerando a função de *holding* empresarial exercida pela SASAC.¹²⁰

Para além da função exercida por essas pontes institucionais, a própria SASAC, enquanto *holding*, também assume uma função relevante na relação entre o Estado e os gestores, participando do processo para indicação dos gestores das empresas estatais. Conforme descrito acima, a participação do partido único na escolha dos administradores das companhias estatais é uma ponte institucional que atravessa toda a rede hierárquica do capitalismo de Estado na China. Desse modo, a SASAC exerce a prerrogativa de selecionar e compensar os gestores de suas empresas sempre sob a supervisão e escrutínio do partido único.¹²¹ Assim, embora detenha a prerrogativa formal de promover a indicação dos gestores, a nomeação para os cargos só ocorre após a manifestação de diversos órgãos do partido, órgãos da própria agência e de Ministros de Estado que supervisionam o segmento econômico no qual a empresa estatal atua.¹²²

Além disso, a avaliação e rotação dos gestores também se beneficia de treinamentos fornecidos no âmbito de diversas escolas partidárias, que são instituições orientadas à formação da elite política, com a inclusão de programas destinados à capacitação de administradores de empresas estatais. Essas escolas permitem ao partido único que conheça e selecione os indivíduos com potencial para comandarem as companhias e assumirem posições relevantes de governo.¹²³

Embora haja um compartilhamento de atribuições entre a SASAC e o partido único no que concerne à nomeação dos gestores, o modelo de governança das empresas estatais adotado

champions: understanding the mechanisms of state capitalism in China. **Stanford Law Review**. v. 65, pp. 697-759, 2013, p. 727/728.

¹²⁰ “Institutionalized party involvement in the post-reform state-owned sector can be seen as a way of buying support of the Party for reforms that it might have otherwise blocked”. Em: LIN, Li-Wen. MILHAUPT, Curtis J. We are the (national) champions: understanding the mechanisms of state capitalism in China. **Stanford Law Review**. v. 65, pp. 697-759, 2013, p.728.

¹²¹ “As with controlling shareholders everywhere, one of SASAC’s main powers with respect to the national champions is the selection and compensation of top managers. But SASC exercises this power in the shadow of party control”. Em: LIN, Li-Wen. MILHAUPT, Curtis J. We are the (national) champions: understanding the mechanisms of state capitalism in China. **Stanford Law Review**. v. 65, pp. 697-759, 2013, p. 737.

¹²² “While the appointments power formally resides with SASAC, appointments are made with input from various party organs and ministries supervising relevant business operations, and are subject to approval by the State Council”. Em: LIN, Li-Wen. MILHAUPT, Curtis J. We are the (national) champions: understanding the mechanisms of state capitalism in China. **Stanford Law Review**. v. 65, pp. 697-759, 2013, p. 738.

¹²³ “Moreover, SOE managers are trained in the Party school system, which serves as a think tank midcareer training center for cadres. [...] While little information is available about the content of this training, the Party school system appears to provide an excellent opportunity for Party leadership to evaluate the intelligence, skills, and commitment of those who pass through its programs”. Em: LIN, Li-Wen. MILHAUPT, Curtis J. We are the (national) champions: understanding the mechanisms of state capitalism in China. **Stanford Law Review**. v. 65, pp. 697-759, 2013, p. 738.

pela China não oferece qualquer função ou prerrogativa ao Conselho de Administração das próprias companhias que receberão esses administradores, o que, flagrantemente, escapa aos padrões societários estabelecidos em outros regimes jurídicos.¹²⁴

No Brasil, sobretudo quando prevalecia um modelo de intervenção desenvolvimentista do Estado sobre a economia, os gestores eram alocados nas empresas segundo sua aderência ao governo e como meio para perpetuar a agenda política nas companhias. A escolha dos gestores manteve esse forte teor político mesmo após as privatizações, momento no qual esses cargos também ingressaram na equação distributiva que caracteriza o presidencialismo de coalizão brasileiro. Nesse quesito, o exemplo chinês sugere que a escolha dos administradores (o que engloba tanto os fluxos para definir quem serão os indivíduos a ocupar os cargos de administração quanto os mecanismos institucionais para formação e inclusão desses indivíduos na classe política) é um elemento essencial na supervisão da atividade das empresas estatais promovida pelo acionista controlador. Desse modo, a implementação de instrumentos de governança destinados a aprimorar os procedimentos de escolha e monitoramento da atividade dos gestores constitui, atualmente, o principal desafio à superação desse modelo de intervenção desenvolvimentista que confunde gestão empresarial e atividade política.

Em conclusão, ressalta-se que as distintas categorias de interesses estatais apresentadas nesta subseção se complementam entre si, dificultando, por vezes, a própria diferenciação entre uma e outra. De toda maneira, pretendeu-se explicitar que a melhor compreensão dos efeitos da presença estatal sobre a governança das sociedades de economia mista depende, apenas, de que se evidenciem os interesses perseguidos e sustentados pelo Estado enquanto acionista controlador, sem a necessidade de qualificá-los como interesse público (o que atrairia os incontornáveis gargalos enfrentados tradicionalmente pelo direito administrativo).

2.3.2 Os interesses privados nas sociedades de economia mista

Esta subseção explorará de que maneira os acionistas privados ingressam na dinâmica das sociedades de economia mista e como eles se comportam em sua relação com o Estado. Para além de identificar e delimitar a conduta própria dos acionistas privados nas empresas estatais, esta subseção também se dedicará a investigar o papel nuclear que a proteção jurídica

¹²⁴ “[...] SASAC exercises fairly extensive control rights over top managers in the central SOEs (or at least SASAC is the mechanism through which the Party exercises such control rights), albeit in ways that pay little obeisance to ordinary corporate law norms”. Em: LIN, Li-Wen. MILHAUPT, Curtis J. We are the (national) champions: understanding the mechanisms of state capitalism in China. **Stanford Law Review**. v. 65, pp. 697-759, 2013, p. 742.

de investidores minoritários em sociedades de capital ocupa nas questões enfrentadas pela literatura em governança corporativa e nos distintos modelos de governança corporativa adotados por cada ordenamento jurídico.

Este capítulo esboçou a premissa de que a proteção de investidores aparece como uma necessidade para o Estado, sobretudo quando busca atrair o capital privado para ingressar nos empreendimentos estatais. A própria política de transações entre partes relacionadas seria, aliás, um mecanismo apto a oferecer essa proteção jurídica aos investidores. Essa premissa se pauta num determinado modo de compreender a dinâmica do financiamento corporativo e a presença dos acionistas minoritários nas companhias de capital aberto.

De acordo com Mariana Pargendler, a literatura em governança corporativa propõe duas orientações distintas quanto à formatação dos diversos modelos de governança. Os defensores da tese da convergência entendem que a ampliação da movimentação transnacional de capitais pressionaria os sistemas jurídicos nacionais a adotarem arranjos eficientes de governança, que privilegiariam o estabelecimento de instrumentos jurídicos de proteção aos investidores externos (que adquirem participações societárias via mercado de capitais).¹²⁵ Nesse sentido, conforme Henry Hansman e Reinier Kraakman, os diversos modelos convergiriam para um arranjo do governança corporativa orientado à satisfação dos interesses dos acionistas (*shareholder-oriented*), o que incluiria, sobretudo, a elaboração de mecanismos que garantam que todos os acionistas ostentem iguais pretensões sobre as receitas e ativos da companhia, segundo a classe de ação que detenham.¹²⁶ Em contrapartida, os defensores da tese da dependência de trajetória (*path dependence*) entendem que, ainda que sob a pressão das exigências por eficiência no financiamento corporativo, os sistemas jurídicos oporiam resistência (promovida sobretudo por grupos de interesse consolidados no contexto nacional) à substituição ou aprimoramento de determinadas instituições.¹²⁷

¹²⁵ “There is a long-running debate about the effects of globalization on corporate governance. Proponents of the convergence thesis have argued that, by increasing competition in product and capital markets, globalization would push countries to adopt efficient corporate governance practices that privilege the interests of outside investors, possibly leading to the “end of history for corporate law”. Em: PARGENDLER, Mariana. The grip of nationalism on corporate law. **Indiana Law Journal**. V. 95, Iss. 2, pp. 533-590, 2020, p. 533.

¹²⁶ “The shareholder-oriented model does more than assert the primacy of shareholder interests, however. It asserts the interests of *all* shareholders, including minority shareholders. More particularly, it is a central tenet in the standard model that minority or noncontrolling shareholders should receive strong protection from exploitation at the hands of controlling shareholders. In publicly traded firms, this means that all shareholders should be assured an essentially equal claim on corporate earnings and assets”. Em: HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. The end of history for corporate law. **The Georgetown Law Journal**. V. 89, pp. 439-468, 2001, p. 442.

¹²⁷ “Skeptics have at most warned that path dependence and interest group pressure will permit some persistence of traditional differences in corporate governance despite the powerful forces of globalization and efficiency.³ Both camps focus on the role of corporate law in reducing agency costs, but diverge about whether a single efficient model will emerge given the existing differences in ownership structures and in the power of distinct interest

Essa divergência de orientação quanto à formatação das estruturas de governança corporativa reflete também uma diferença entre modos de se operar o financiamento das companhias numa determinada economia. Conforme já indicado na introdução deste capítulo, a utilização de empresas estatais como ferramenta de intervenção do Estado na economia decorre das necessidades apresentadas por contextos econômicos que não oferecem alternativas ao financiamento das atividades empresariais. Desse modo, de acordo com Mario Gomes Schapiro, a literatura discrimina dois modelos centrais de financiamento corporativo, que são o financiamento operado por meio do mercado de capitais (com base na experiência dos Estados Unidos da América e do Reino Unido) e o financiamento operado por instituições financeiras (com base na experiência de países como a Alemanha e o Japão).¹²⁸

Nesse sentido, a prevalência do mercado de capitais como mecanismo de financiamento corporativo induziria a adoção de estruturas de governança dotadas de dispersão acionária, enquanto que a prevalência da presença de instituições financeiras induziria a consolidação de estruturas de governança dotadas de concentração acionária, especialmente com os bancos, enquanto credores, exercendo funções de monitoramento das companhias financiadas. Segundo Ronald Gilson, a dispersão acionária e a concentração acionária, assim, colocariam em posições opostas os regimes jurídicos que se caracterizam pela ausência de um grupo a exercer o controle societário das companhias abertas e os regimes jurídicos que se caracterizam pela presença de acionistas controladores.¹²⁹

Essas distintas posições quanto à formatação das estruturas de governança e quanto aos modelos de financiamento corporativo orientam a literatura a associar a concentração acionária a um mercado de capitais pouco consolidado (considerando a prevalência de outros

groups". Em: PARGENDLER, Mariana. The grip of nationalism on corporate law. **Indiana Law Journal**. V. 95, Iss. 2, pp. 533-590, 2020, p. 533/534.

¹²⁸ "No transcorrer de seus processos históricos, espelhando o nível correspondente de desenvolvimento econômico e as demais vicissitudes locais, os países formularam diferentes modelos de governança, reagindo assim, cada qual à sua maneira, à necessidade de oferta de créditos e de capitais, em um volume necessário para os investimentos de longo prazo. Foi nessa busca particular por soluções institucionais alternativas para o financiamento corporativo, que se desenharam os diferentes formatos de organização financeira, do que decorre a polaridade funcional entre dois clássicos modelos: o anglo-saxão, baseado no mercado de capitais e o nipo-germânico, baseado nos bancos e no mercado de créditos". Em: SCHAPIRO, Mario Gomes. **Novos parâmetros de intervenção do Estado na economia**. São Paulo: Saraiva, 2010, p. 57.

¹²⁹ "As the issues surrounding hostile takeovers have clarified, attention has begun to shift from debating a phenomenon - observed largely in the United States and the United Kingdom, because only in those two jurisdictions is control of most public companies in the public float - to understanding the kind of control structure that dominates public corporations everywhere other than the United States and the United Kingdom. Put simply, public companies in the rest of the world typically have a single shareholder or group of shareholders with effective voting control, often but not invariably without corresponding equity holdings. Debate is now turning to the merits of these "controlling shareholder" systems, both on their own terms and in comparison to the "widely held shareholder" systems of the United States and the United Kingdom". Em: GILSON, Ronald J. Controlling shareholders and corporate governance: complicating the comparative taxonomy. **Harvard Law Review**. V. 119, n. 6, apr., pp. 1641-1679, 2006, p. 1643.

mecanismos de financiamento corporativo) e a uma fraca proteção jurídica oferecida aos acionistas minoritários em companhias de capital aberto. Em contrapartida, a literatura associaria a dispersão acionária a um mercado de capitais consolidado, posicionado como o principal mecanismo de financiamento corporativo, oferecendo forte proteção jurídica aos acionistas minoritários.

No entanto, essas associações entre a consolidação do mercado de capitais e a estrutura acionária das companhias (dispersa ou concentrada) perdem paulatinamente sua aderência à realidade da dinâmica contemporânea do financiamento corporativo.

Em primeiro lugar, os próprios regimes societários dotados de estrutura acionária tradicionalmente dispersa, como é o caso dos Estados Unidos, atravessam um movimento generalizado de reconcentração de capital, que se implementa sobretudo por intermédio de investidores institucionais. Conforme anotam Ronald Gilson e Jeffrey Gordon, o mercado de capitais dos Estados Unidos experimenta um redirecionamento da distribuição acionária para instituições intermediárias, a exemplo de fundos de investimentos e fundos de pensão, que investem em favor de terceiros beneficiários, o que ocasiona a criação de uma nova camada de custos de agência.¹³⁰ Esse movimento de reconcentração sugere que não há uma relação necessária entre a consolidação do mercado de capitais e a dispersão acionária.

Em segundo lugar, de acordo com Andrei Shleifer e Robert Vishny, a distribuição de capital se orienta à concentração acionária a partir de diversos atores e mecanismos, a exemplo da reunião concertada de acionistas minoritários (por meio de acordo de acionistas) ou das tomadas hostis de controle.¹³¹ Esses distintos modos de se erigir a concentração acionária sugerem também que a proteção jurídica oferecida aos acionistas minoritários dependerá da maneira como o ordenamento jurídico delimita o regime societário dos acionistas controladores.

¹³⁰ “We will argue that the distribution of shareholdings in the United States remains unique, no longer because of its great breadth, but because of the particular structure of the concentrated institutional ownership that has developed. Real blockholders are not insignificant in the United States; however, the central change in equity distribution has been for equity ownership to concentrate in intermediary institutions, like pension funds and mutual funds, that are the record holders of equity on behalf of their beneficiaries, mutual fund shareholders, or pension retirees”. Em: GILSON, Ronald J.; GORDON, Jeffrey N. The agency costs of agency capitalism: activist investors and the revaluation of governance rights. *Columbia Law Review*. v. 113, n. 863, pp. 864-927, 2013, p. 876.

¹³¹ “If legal protection does not give enough control rights to small investors to induce them to part with their money, then perhaps investors can get more effective control rights by being large. When control rights are concentrated in the hands of a small number of investors with a collectively large cash flow stake, concerted action by investors is much easier than when control rights, such as votes, are split among many of them. In particular, this concerted action is possible with only minimal help from the courts. In effect, concentration of ownership leverages up legal protection. There are several distinct forms that concentration can take, including large shareholders, takeovers, and large creditors”. Em: SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*. V. 52, n. 2, pp. 737-783, jun., 1997, p. 753.

Considerando esses elementos que conformam os distintos modelos de governança corporativa, compreender a dinâmica do interesse privado nas empresas estatais brasileiras exige que se fixem as fronteiras institucionais que circundam os acionistas privados quando eles optam por participar dessas companhias.

Em primeiro lugar, a experiência brasileira posiciona o mercado de capitais como instrumento lateral ou acessório do financiamento corporativo, sobretudo porque a trajetória institucional brasileira se caracterizou pelo papel essencial exercido pelo Estado enquanto “principal articulador” da organização do sistema financeiro.¹³² Em segundo lugar, a própria ausência de um mercado de capitais consolidado direcionou as estruturas de governança à concentração acionária, com o controle societário das grandes companhias ostentado por famílias ou pelo próprio Estado.

Entretanto, conforme destacado nos parágrafos anteriores, a ausência de um mercado de capitais consolidado ou a própria concentração acionária no Brasil não impõem a automática conclusão de que o regime jurídico brasileiro oferece pouca proteção aos acionistas minoritários. Não há relação necessária e direta entre a proteção dos acionistas minoritários e a dispersão acionária. Exige-se, nesse sentido, que se extrapole a mera identificação dos direitos atribuídos aos acionistas minoritários para que se delimite o contexto institucional no interior do qual esses direitos são atribuídos, a fim de que se estabeleça se ele provê as condições para garantir que essa proteção jurídica seja efetivamente implementada.¹³³

Os elementos que compõem esse contexto institucional residem, por exemplo, nas justificativas que incentivam ou atraem o ingresso dos investidores privados nas empresas estatais. Não há como definir antecipadamente quais as razões que conduzem um investidor a

¹³² Mario Gomes Schapiro apresenta esta observação quando trata da organização financeira dos países em desenvolvimento: “Particularmente no setor financeiro, esta forma de organização do processo econômico caracteriza-se pela ampla presença do Estado que, além de disciplinar os agentes privados, atua diretamente na mobilização das poupanças privadas e no direcionamento dos recursos públicos. Nessa medida, a intervenção estatal vai além de constituir uma infraestrutura jurídica, disciplinando os mecanismos de proteção dos investidores e de mitigação dos problemas de agência, existentes entre financiadores e administradores. Ao reconhecerem que nesses países os mercados privados de capitais e de créditos apresentam falhas ainda mais agudas, mostrando-se insuficientes para sustentar os respectivos planos de desenvolvimento, os formuladores de política pública deram consecução a um estilo de organização financeira que conta com o Estado como o seu principal articulador”. Em: SCHAPIRO, Mario Gomes. **Novos parâmetros de intervenção do Estado na economia**. São Paulo: Saraiva, 2010, p. 71/72.

¹³³ Nesse sentido, transcreve-se a própria ressalva apresentada por autores da literatura em *Law and Finance*: “But the view that securities are inherently characterized by some intrinsic rights is incomplete as well. It ignores the fact that these rights depend on the legal rules of the jurisdictions in which securities are issued. [...] Law and the quality of its enforcement are potentially important determinants of what rights security holders have and how well these rights are protected. Since the protection investors receive determines their readiness to finance firms, corporate finance may critically turn on these legal rules and their enforcement”. Em: LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. *Law and Finance*. **Journal of Political Economy**. v. 106, n. 6, pp. 1113-1155, 1998, p. 1114.

adquirir uma participação societária na empresa estatal. Em evidência, pressupondo-se que age de modo racional, o investidor adquire a participação societária para buscar um retorno financeiro para seu investimento, seja pela valorização de seu ativo ou pela distribuição dos resultados da companhia. A participação societária, entretanto, por sua própria natureza, não garante esse retorno, sobretudo porque carrega o risco que é inerente a qualquer atividade empresarial. Aliás, nesse sentido, conforme já explorado neste capítulo, o Estado se interessa em oferecer aos investidores privados a possibilidade de adquirirem participações em sociedades de economia mista para que compartilhem os riscos do empreendimento empresarial, ainda que esses acionistas minoritários sejam menos suscetíveis a assumir riscos de longo prazo.¹³⁴

No entanto, assumindo-se que o investidor privado busca um retorno para seu investimento, a reunião de capitais públicos e privados numa mesma companhia, inicialmente, não ocorria de modo espontâneo, com a aproximação voluntária de investidores privados a projetos públicos. Conforme Mariana Pargendler, Aldo Musacchio e Sérgio Lazzarini, nos Estados Unidos, durante o século XIX, o registro (ou incorporação, na terminologia do direito americano) das sociedades de capital era condicionado ao oferecimento de participações societárias em favor do Estado.¹³⁵ No Brasil, por exemplo, a injeção de capital privado para a criação da Petrobrás S.A. decorreu da participação compulsória exigida pelo Estado, que oferecia aos contribuintes a possibilidade de converter os valores pagos a título tributário em ações da companhia.¹³⁶

Quando as empresas estatais começaram a buscar os tradicionais mecanismos de financiamento do mercado de capitais, o caráter voluntário da participação privada nas

¹³⁴ “To be sure, Market investors tend to emphasize short-term profitability and may be less ‘patient’ to accept riskier, longer-term investments”. Em: PARGENDLER, Mariana; MUSACCHIO, Aldo; LAZZARINI, Sergio G.. In strange company: the puzzle of private investment in state-controlled firms. **Cornell International Law Journal**. V. 40, pp. 569-610, 2013, p. 577.

¹³⁵ “In the nineteenth century, prior to the advent of general incorporation, revenue-hungry state governments in the United States habitually conditioned the grant of a corporate charter on a gift of presumably lucrative stocks (as well as the extension of loans) to the state. The same type of stock for the privilege of incorporation also occasionally occurred in nineteenth-century Brazil. Although corporate promoters in such cases technically consented to the state’s shareholdings, their only alternative would likely have been to forego the venture altogether”. Em: PARGENDLER, Mariana; MUSACCHIO, Aldo; LAZZARINI, Sergio G.. In strange company: the puzzle of private investment in state-controlled firms. **Cornell International Law Journal**. V. 40, pp. 569-610, 2013, p. 580.

¹³⁶ “Brazil’s Petrobras has formally been a mixed enterprise since the outset of its creation in 1953, even if the lion’s share of its financing came directly from the state. Its founding followed a nationalistic campaign known as ‘the oil is ours’ and great hopes to find promising oilfields along Brazil’s shores to propel the country’s economic and industrial development. Investment by Brazilian private shareholders was initially compulsory, deriving from a mandatory tax on automobile owners in exchange for shares”. Em: PARGENDLER, Mariana; MUSACCHIO, Aldo; LAZZARINI, Sergio G.. In strange company: the puzzle of private investment in state-controlled firms. **Cornell International Law Journal**. V. 40, pp. 569-610, 2013, p. 592.

sociedades de economia mista prevaleceu sobre essas estratégias de ingresso compulsório de investidores privados. Assim, considerando os diversos riscos que são próprios da participação minoritária em empresas estatais, sobretudo a possibilidade de sua utilização para a veiculação de interesses particulares do acionista controlador (conforme será explorado no próximo capítulo), as peculiaridades dessas companhias devem conter incentivos adicionais aptos a estimular a entrada dos investidores privados.

Desse modo, sob as condições do contexto brasileiro de intervenção estatal na economia, os investidores privados encontrariam duas razões nucleares para participarem dos projetos públicos veiculados por intermédio das empresas estatais. A primeira razão para que os investidores privados decidam se aliar ao Estado nessas companhias reside na garantia oferecida pelo ente público controlador às obrigações assumidas pela empresa estatal. Segundo Mariana Pargendler, Aldo Musacchio e Sergio Lazzarini, o Estado suportaria uma garantia implícita à empresa estatal que diminuiria o risco de crédito da companhia e os próprios incentivos aos credores para monitorarem as atividades da empresa.¹³⁷ Nesse sentido, o ordenamento jurídico brasileiro oferece uma garantia explícita às empresas estatais, sobretudo quando se nota que essas companhias não se submetem ao regime falimentar comum a todas as sociedades empresariais, conforme previsão expressa da Lei nº 11.101/2005, em seu art. 2, I, que exclui as empresas públicas e as sociedades de economia mista dos procedimentos da recuperação judicial e falência.

A segunda razão residiria nas próprias vantagens de mercado garantidas a determinadas empresas estatais, sobretudo aquelas que atuam em setores monopolizados pelo Estado. Essas vantagens reduzem os riscos que seriam intrínsecos a atividades econômicas exercidas por empresas que atuam sob regime de concorrência, o que contribui para fortalecer a presença de mercado das companhias estatais.¹³⁸ Esse elemento perdeu sua centralidade enquanto atrativo para a participação privada em empresas estatais à medida que reformas legislativas retiraram o monopólio estatal sobre determinadas atividades, submetendo-as a

¹³⁷ “Nevertheless, the borrowing capacity of government firms is often attributable to an implicit bailout guarantee by the government. This implicit bailout contract, in turn, provides disincentives for creditors to monitor the firm’s day-to-day management”. Em: PARGENDLER, Mariana; MUSACCHIO, Aldo; LAZZARINI, Sergio G.. In strange company: the puzzle of private investment in state-controlled firms. *Cornell International Law Journal*. V. 40, pp. 569-610, 2013, p. 576/577.

¹³⁸ “Although government ownership and monopolistic exploitation of industry are not inevitably intertwined, SOEs very often possess market power. This privileged position typically derives either from outright monopoly grants by the government or from industry characteristics – natural monopoly or ‘strategic’ activities – that have called for the government’s intervention in the first place. Even if the state has political objectives to fulfill, there should be sufficient money left on the table to provide for decent returns”. Em: PARGENDLER, Mariana; MUSACCHIO, Aldo; LAZZARINI, Sergio G.. In strange company: the puzzle of private investment in state-controlled firms. *Cornell International Law Journal*. V. 40, pp. 569-610, 2013, p. 589.

modelos que admitem a concorrência e a participação de agentes privados.¹³⁹ Entretanto, ainda que sob a perda de um monopólio, a consolidação obtida por uma empresa estatal em determinado setor se mantém como um incentivo à entrada dos acionistas privados, a exemplo da Petrobrás, que, embora não detenha mais o monopólio sobre sua atividade, ainda não enfrenta forte concorrência nacional em seu segmento de atuação.

Essas duas razões (a exclusão do regime falimentar e a potencial existência de monopólios) estimulam indistintamente todos os acionistas privados que participam das empresas estatais. No entanto, ainda que compartilhem dos motivos para compor o quadro societário das companhias estatais, esses acionistas privados carregam divergências quanto às razões que os mantêm na posição de sócios, o que também provoca peculiaridades no modo como se comportam na dinâmica dessas companhias.

Nesse sentido, em primeiro lugar, para que se compreenda como se comportam os acionistas privados nessas empresas, o investimento minoritário em sociedades de economia mista não deve ser confundido com investimento privado. No cenário brasileiro, a empresa estatal dispõe de acionistas minoritários que não constituem pessoas jurídicas financiadas integralmente por capital privado. O principal exemplo dessa categoria de acionista minoritário seria o Banco Nacional de Desenvolvimento Social (BNDES). Essa empresa pública e suas subsidiárias (sobretudo o BNDESPar) possuem participação ativa em toda a dinâmica do setor público da economia, que se estende do protagonismo na organização e execução de processos de privatização até o planejamento de projetos de concessões de serviço público e de outros modelos de interação entre o Estado e o mercado. Assim, embora esteja presente no quadro societário de diversas empresas estatais enquanto acionista minoritário, o BNDES constitui uma empresa estatal titularizada integralmente pela União. Outros exemplos seriam a Caixa Econômica Federal (CEF) e fundos públicos que investem em companhias de capital aberto. Ou seja, o próprio Estado também atua na condição de acionista minoritário nas empresas estatais, por intermédio de entidades que perseguem finalidades específicas a partir desses investimentos minoritários.

¹³⁹ Nesse sentido, conforme anota Vitor Rhein Schirato, ressalta-se que não há incompatibilidade entre a prestação de serviços públicos e o regime concorrencial, afastando-se a antiga noção de que o Estado deteria a exclusividade sobre a prestação de serviços públicos: “dessas considerações, não se depreende, em hipótese alguma, qualquer forma de titularidade estatal que interdite o empreendimento das atividades erigidas a serviço público por qualquer interessado. É dizer, à luz dos elementos que constituem o núcleo dos serviços públicos, nada predica que apenas o Estado possa prestá-los e nem muito menos que o agente incumbido dos serviços públicos tenha qualquer exclusividade ou privilégio que impeça que com ele concorram outros agentes. Os serviços públicos são configurados por uma finalidade a ser atingida, e não por qualquer forma de titularidade ou exclusividade estatal, donde deflui a plena possibilidade de terceiros, nas condições a seguir descritas, de empreender atividades consideradas materialmente serviços públicos”. Em[^]: SCHIRATO, Vitor Rhein. **Livre iniciativa nos serviços públicos**. Belo Horizonte: Fórum, 2012, p. 277.

Em segundo lugar, os acionistas minoritários integralmente financiados por capital privado não são homogêneos entre si. O principal elemento que caracteriza essa heterogeneidade reside na distinção entre os investidores de varejo, que adquirem participações societárias em pequena quantidade e sem conduta profissionalizada, e os investidores institucionais, que adquirem participações em grande quantidade e segundo determinado padrão profissionalizado de conduta. Para além da conduta profissionalizada e da quantidade massificada de participação acionária, os investidores institucionais, a exemplo de fundos de investimento, gerenciam, em geral, ativos de propriedade de terceiros, e não ativos próprios.

Assim, a delimitação da conduta dos acionistas privados nas sociedades de economia mista se atrela a essa distinção entre investidores de varejo e investidores institucionais. A principal diferença no comportamento dessas categorias de investidores reside na aptidão para exercer um papel ativo sobre a governança da empresa estatal.

Para Mario Engler Pinto Junior, os investidores do mercado de capitais (sejam institucionais ou varejistas) tendem a se comportar de modo passivo nas decisões corporativas, pois seu objetivo com a participação na companhia se orienta à extração de um resultado financeiro para seu investimento, em oposição aos investidores de *private equity* (ou seja, investidores de companhias de capital fechado e de outras sociedades empresariais que não participam do mercado de capitais), que se interessam diretamente por aspectos da gestão da companhia investida. Nesse sentido, os investidores de mercado de capitais favorecem a liquidez da participação societária (ou seja, a possibilidade de que o investimento seja resgatado por meio da alienação da ação no mercado), enquanto que os investidores em *private equity* aceitam ostentar participações societárias com pouca liquidez, em empresas que só fornecerão retorno financeiro em médio ou longo prazo.¹⁴⁰

No entanto, ainda que assumam essa tendência a se comportar de modo passivo, os investidores institucionais se situam sob condições favoráveis para exercer um papel ativo na governança corporativa das companhias investidas, sobretudo porque detêm a capacidade financeira para adquirir uma participação societária expressiva e a capacidade operacional para

¹⁴⁰ “Os investidores no mercado de capitais estão mais interessados nos resultados financeiros e não pretendem dividir com o Estado as decisões sobre os destinos da companhia. Comportam-se quase sempre como acionistas passivos e pouco dispostos a interferir na condução dos negócios sociais, salvo nas operações de reorganização societária com potencial espoliação de propriedade acionária. A sua principal preocupação reside na liquidez do investimento e na boa perspectiva de lucratividade. Já o investidor típico de *private equity* está vocacionado ao exercício do ativismo acionário e é muito mais sensível às decisões sobre políticas públicas adotadas pela companhia. Isso porque não dispõe da mesma facilidade de desinvestimento e pode ainda ter outros interesses não pecuniários de difícil acomodação no convívio societário, por conta de estratégias mais amplas envolvendo negócios correlatos”. Em: PINTO JUNIOR, Mario Engler. **Empresa estatal: função econômica e dilemas societários**. São Paulo: Atlas, 2010, p. 73.

monitorarem a atividade das companhias de seu portfólio.¹⁴¹ Em contrapartida, os investidores de varejo não dispõem desse caráter profissionalizado de conduta que orienta a atuação dos investidores institucionais, tampouco sustentam um interesse financeiro na companhia suficiente para justificar a assunção de custos de monitoramento.

A literatura em governança corporativa, entretanto, sugere que os investidores institucionais possuem poucos incentivos para exercer essa função ativa na governança das companhias. Conforme Ronald Gilson e Jeffrey Gordon, uma intervenção positiva de fundos de investimento sobre a governança oferece benefícios que são compartilhados por todos os acionistas da companhia investida, inclusive outros fundos de investimento que competem com o investidor ativista, de modo a reduzir os incentivos ao gestor do fundo para que promova com regularidade essa atividade de monitoramento e intervenção.¹⁴² Nesse sentido, segundo os autores, os investidores institucionais adotam uma conduta “racionalmente reticente”, pois reagem a proposições apresentadas por outros acionistas em relação a questões de governança das companhias investidas, mas não tomam a iniciativa do exercício dessa função ativa de monitoramento.¹⁴³ Além disso, Luca Enriques e Alessandro Romano sustentam que o eventual papel ativo a ser exercido por investidores institucionais depende também das relações que eles estabelecem com os demais investidores institucionais (concorrentes ou partes relacionadas) e do modo como esses outros investidores agem em determinadas circunstâncias.¹⁴⁴

¹⁴¹ Nesse sentido, Ronald Gilson e Jeffrey Gordon identificam que o investimento institucionalmente potencialmente diminuiria os custos de agência e estimularia o monitoramento: “In theory such institutional ownership should mitigate the managerial agency cost problems of the Berle-Means corporation. Fewer owners, larger positions, more sophistication – the combination should reduce coordination costs and spontaneously generate more active monitoring”. Em: GILSON, Ronald J.; GORDON, Jeffrey N. The agency costs of agency capitalism: activist investors and the revaluation of governance rights. **Columbia Law Review**. v. 113, n. 863, pp. 864-927, 2013, p. 889.

¹⁴² “A successful intervention will produce benefits enjoyed by all shareholders, including the mutual fund’s competitors. But a shared gain, unlike the private gain of a successful trade, provides little competitive advantage to the proactive investment manager whose portfolio products and services are chosen in comparison to competitors offering similar products or services. In an environment in which fund managers are evaluated in relative terms, absolute performance will play a secondary role. Investment managers thus have little private incentive to address proactively strategy and performance problems at portfolio companies and therefore do not develop the expertise to engage in that activity, even if such activity would benefit their beneficiaries”. Em: GILSON, Ronald J.; GORDON, Jeffrey N. The agency costs of agency capitalism: activist investors and the revaluation of governance rights. **Columbia Law Review**. v. 113, n. 863, pp. 864-927, 2013, p. 890.

¹⁴³ “As this Article develops, institutional shareholders are not ‘rationally apathetic’ as were the dispersed owners on whose behalf the institutions now hold shares, but instead are ‘rationally reticent’: intermediary institutional holders will respond to proposals but are unlikely themselves to create them”. Em: GILSON, Ronald J.; GORDON, Jeffrey N. The agency costs of agency capitalism: activist investors and the revaluation of governance rights. **Columbia Law Review**. v. 113, n. 863, pp. 864-927, 2013, p. 867.

¹⁴⁴ “We argue that the traditional atomistic focus on the incentives of *individual* institutional investors is inadequate to understand institutional investors’ role in corporate governance. Like ties for audience members at the end of an opera, institutions’ and their agents’ interconnectedness is a key factor in shaping institutions’ behavior vis-à-vis their portfolio companies and, more specifically, their voting decisions”. Em: ENRIQUES, Luca; ROMANO, Alessandro. Institutional investor voting behavior: a network theory perspective. **University of Illinois Law Review**. n. 1, pp. 223-267, 2019, p. 225.

Esses elementos colocam a governança das empresas estatais sob um dilema: os mecanismos jurídicos de proteção aos acionistas minoritários demandam dos investidores que exerçam um papel ativo para garantir a perseguição de seus interesses pela companhia. Ou seja, a proteção do investidor minoritário não será implementada caso ele se comporte de modo passivo na dinâmica corporativa, sem participar da tomada de decisões nos órgãos da companhia e sem exercer prerrogativas que lhe são atribuídas em relação a questões de seu interesse. Exemplos dessas prerrogativas seriam a reserva de uma parcela dos administradores para que seja nomeada pelos acionistas minoritários e a submissão de determinadas decisões corporativas à aprovação prévia de acionistas minoritários.

No entanto, a dinâmica das sociedades de economia mista brasileiras permite que esse dilema seja desafiado a partir de dois elementos.

Em primeiro lugar, o BNDES, enquanto investidor institucional minoritário financiado integralmente por capital público, exerce um papel ativo em suas companhias investidas, sobretudo nas empresas estatais, em oposição à posição da literatura em governança corporativa, que entende que os investidores institucionais adotariam, predominantemente, um comportamento passivo. Um exemplo dessa função ativa exercida pelo BNDES reside nas posições divergentes que essa empresa pública e a União adotaram em assembleia de acionistas da Petrobrás.¹⁴⁵ Enquanto empresa pública, sem a necessidade de compartilhar seu capital social com interesses de acionistas privados, o BNDES se depara com um caminho menos árduo para perseguir interesses que não ocupam com preponderância a atividade dos demais investidores institucionais, porque priorizam a eficiência e a diminuição dos custos de agência. Assim, o BNDES, em oposição aos demais investidores institucionais minoritários, dispõe da aptidão para interferir de modo ativo em favor da proteção dos interesses dos acionistas minoritários em geral, como um instrumento para aprimorar a governança da empresa estatal.

Em segundo lugar, as entidades fechadas de previdência complementar, comumente denominadas de fundos de pensão, constituem relevantes investidores institucionais no contexto brasileiro, sobretudo porque os fundos de pensão com maior quantidade de recursos no Brasil são as entidades atreladas aos empregados de empresas estatais, a exemplo da Fundação Petrobras de Seguridade Social (PETROS) e da Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil (PREVI). Os fundos de pensão assumem obrigações específicas em relação a seus beneficiários, uma vez que administram valores que são

¹⁴⁵ GÓES, Francisco; MOREIRA, Talita; RAMALHO, André; SCHINCARIOL, Juliana. BNDES e Caixa votam contra o interesse da União na Petrobras. **Valor Investe**. Publicado em 27/07/2020. Disponível em: <<https://valorinveste.globo.com/mercados/renda-variavel/empresas/noticia/2020/07/27/bndes-e-caixa-votam-contra-o-interesse-da-uniao-na-petrobras.ghml>>.

destinados a financiar benefícios de caráter previdenciário, em observância ao regime jurídico estabelecido pela Lei Complementar nº 109/2001 e por regulamentos editados pelo Conselho Nacional da Previdência Complementar (CNPC). A presença dessas entidades enquanto acionistas minoritários das empresas estatais e a especialidade das obrigações assumidas em relação aos beneficiários induzem esses investidores institucionais a exercerem um papel diferencial sobre a governança das companhias estatais, com a atuação enquanto efetivo grupo de interesse e com a defesa lateral dos interesses relativos aos beneficiários do fundo. Conforme Mario Engler Pinto Junior, esse papel exercido pelos fundos de pensão propulsionou a noção de que as empresas estatais seriam ineficientes porque seus agentes atuavam em favor de benefícios próprios, com caráter corporativista.¹⁴⁶ Novamente, a presença e atuação dos fundos de pensão desafia a premissa de que os investidores institucionais adotam um comportamento passivo nas questões de governança que habitam as companhias investidas.

Por fim, os trabalhos que abordam o tema da proteção de acionistas minoritários em sociedades de economia mista não se atentam a essa heterogeneidade da composição dos interesses nessas companhias. Nesse sentido, Mayara Gasparoto Tonin identifica que, ainda que haja uma pluralidade de categorias de investidores nas sociedades de economia mista, a Lei nº 6.404/1976 não estabelece nenhuma distinção entre os diversos acionistas minoritários.¹⁴⁷ Entretanto, a proteção de acionistas minoritários num contexto em que outras entidades estatais também se encontram nessa condição (conforme explorado nos parágrafos anteriores) pode ampliar a própria presença estatal nessas companhias. Assim, os acionistas que não possuem direito a voto e que não dispõem da capacidade de investimento dos investidores institucionais se situam numa circunstância de maior fragilidade diante do acionista controlador, sobretudo quanto aos potenciais benefícios privados que podem ser extraídos em decorrência do controle societário estatal (o que será objeto do próximo capítulo). Desse modo, a distinção entre as diversas categorias de investidores minoritários apenas incrementa a amplitude dos eventuais riscos que devem ser acobertados por mecanismos de proteção a esses acionistas.

¹⁴⁶ “A deterioração da capacidade gerencial das empresas estatais brasileiras, com reflexos negativos no desempenho operacional, decorreu de dois fatores básicos que acabaram estimulando a solução privatizante. O primeiro deles consistia na insinuação de pretensões corporativistas desvinculadas do interesse público, que se traduziam na excessiva generosidade da política de pessoal, notadamente em matéria de fundo de pensão. Em boa medida, a representação do Estado nos conselhos de administração das companhias controladas favorecia o corporativismo”. Em: PINTO JUNIOR, Mario Engler. **Empresa estatal: função econômica e dilemas societários**. São Paulo: Atlas, 2010, P. 48.

¹⁴⁷ “Os interesses dos diversos tipos de acionistas podem ser distintos, mas o ordenamento jurídico garante direitos a todos eles. Ainda que existam acionistas minoritários com características e objetivos diferentes ou não coincidentes, a Lei 6.404 não distingue entre si os acionistas não controladores”. Em: TONIN, Mayara Gasparoto. **Sociedade de economia mista e acionistas minoritários**. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 137.

2.4 Conclusões parciais

Este capítulo pretendeu sustentar as justificativas para que as transações entre partes relacionadas fossem objeto de uma política corporativa própria, considerando que essa prática já é endereçada por outras normas legais e regulatórias. Inicialmente, este capítulo indicou que as transações entre partes relacionadas mereciam receber uma política corporativa específica em razão da multiplicidade de regimes regulatórios e da multiplicidade de interesses corporativos que compõem a atual dinâmica das sociedades de economia mista.

A multiplicidade de regimes regulatórios se refletiu na interseção entre dois mecanismos de regulação que habitam o atual contexto corporativo enfrentado pelas empresas estatais. Em primeiro lugar, as sociedades de economia mista se posicionaram na transição entre um modelo de intervenção desenvolvimentista e um modelo de intervenção regulatória. A intervenção desenvolvimentista caracterizou essas companhias a partir da função tipicamente estatal que elas exerciam, provocando uma confusão entre o papel político e o papel de agente econômico exercido pelas empresas estatais. Em contrapartida, a intervenção regulatória ofereceu às sociedades de economia mista a possibilidade de superar esses elementos que caracterizavam a intervenção desenvolvimentista, de modo a estimular o estabelecimento de uma autonomia e independência em relação ao ente controlador. Em segundo lugar, as sociedades de economia mista se situaram numa circunstância de expansão dos mecanismos autorregulatórios, no âmbito dos quais se incluiria a política de transações entre partes relacionadas. Essa ampliação dos mecanismos autorregulatórios exigiu das sociedades de economia mista que assumissem o protagonismo de sua governança corporativa, optando pelos instrumentos jurídicos que melhor se adequassem ao contexto da companhia.

A multiplicidade de interesses corporativos se refletiu na expansão dos conflitos de agência que se instalam entre os diversos agentes corporativos que interagem na dinâmica das empresas estatais. Em oposição à abordagem tradicional de direito administrativo, que privilegia a tensão entre interesse público e interesse privado nas sociedades de economia mista, este capítulo optou por interpretar as relações entre os agentes que integram essas companhias sob a perspectiva da governança corporativa. Assim, em primeiro lugar, o Estado se apresentou como portador de interesses em relação ao próprio formato corporativo das sociedades de economia mista, de interesses em relação aos gestores e de interesses em relação aos acionistas minoritários. Essa diversidade de interesses estatais permitiu que se identificasse a impossibilidade de equiparar a atuação do Estado nessas companhias ao interesse público. Em segundo lugar, os interesses privados foram inseridos no contexto das relações entre a proteção

de acionistas minoritários e a estrutura acionária que as companhias assumem em determinada circunstância econômica. Este capítulo, assim, evidenciou a impossibilidade de se confundir o investimento privado com o investimento minoritário e a necessidade de se distinguir os investidores institucionais dos investidores de varejo.

Enfim, a delimitação dessa multiplicidade de regimes regulatórios e dessa multiplicidade de interesses corporativos demonstrou que, apesar da diversidade de normas legais e regulatórias que já endereçam as transações entre partes relacionadas, a elaboração de uma política corporativa destinada de modo específico a construir mecanismos jurídicos para controlar essa prática corporativa se apresenta como uma necessidade da atual dinâmica das sociedades de economia mista.

3 O QUE REGULAR NAS TRANSAÇÕES ENTRE PARTES RELACIONADAS EM SOCIEDADES DE ECONOMIA MISTA?

3.1 Introdução: os benefícios privados do controle e as transações entre partes relacionadas nas empresas estatais

O primeiro capítulo apresentou justificativas para que as transações entre partes relacionadas sejam objeto de uma política corporativa específica no atual contexto de intervenção estatal na economia. As empresas estatais que se mantêm no mercado sobreviveram a uma forte tendência de privatizações, estimulando-as a se adaptar a um modelo de intervenção estatal na economia moldado em favor da adoção de mecanismos autorregulatórios pelas sociedades de economia mista, a exemplo da política de transações entre partes relacionadas exigida pela Lei nº 13.303/2016. A necessidade de elaboração desses mecanismos autorregulatórios decorre não apenas de uma pressão do mercado e das instituições para que as empresas estatais exerçam um papel ativo em sua governança corporativa, mas também da própria expansão dos conflitos de agência no interior dessas companhias, com o papel exercido pelo Estado em relação a gestores e aos acionistas minoritários e com a participação diferenciada dos investidores institucionais na dinâmica corporativa.

Para avançar na busca pela resposta ao problema de pesquisa, este capítulo pretende aprofundar o exame dos elementos que caracterizam as transações entre partes relacionadas nas sociedades de economia mista, o que demanda a delimitação dos riscos a serem endereçados por uma política corporativa destinada a mitigar os potenciais impactos negativos dessa prática. Assim, este capítulo pretende delimitar os riscos inerentes às transações entre partes relacionadas celebradas no contexto das sociedades de economia mista, a serem objeto da política corporativa destinada a controlar essa prática, que consistem, em síntese, no escoamento de valores de titularidade da companhia (*tunneling*) e na canalização política da empresa estatal (*policy channeling*).

No primeiro capítulo, este trabalho identificou que o Estado, na condição de acionista controlador de empresas estatais, sustenta interesses em relação aos acionistas privados. O primeiro interesse estatal em relação aos acionistas privados reside na expectativa de que esses investidores aportem capital ao projeto empresarial público, com a criação de incentivos à entrada desses acionistas nas sociedades de economia mista, como a política de transações entre partes relacionadas e outros mecanismos de proteção a acionistas minoritários, conforme também explorado no capítulo anterior.

Após o ingresso desses acionistas na estrutura de capital das companhias mistas, o Estado sustenta o interesse de extrair benefícios de sua posição de acionista controlador, em prejuízo aos interesses dos acionistas privados. Embora já mencionada anteriormente neste trabalho, a introdução deste capítulo pretende aprofundar a definição e os limites da noção de “*private benefits of control*”, que, em tradução literal, constituiriam os “benefícios privados do controle”, também denominados no contexto brasileiro pela doutrina e jurisprudência como “benefício particular”. Assim, a introdução deste capítulo se destina a enquadrar as práticas de escoamento de valores e de canalização política no interior dessa noção de benefícios privados de controle, o que contribuirá para delimitar o modo pelo qual as transações entre partes relacionadas são utilizadas como instrumento dessas práticas.

O capítulo anterior abordou as distintas formas a partir das quais os acionistas minoritários se acomodam no contexto das estruturas de capital das companhias em determinados contextos econômicos. Os acionistas minoritários participam de companhias com estrutura concentrada, na qual o controle societário é sustentado por um único acionista ou por um grupo concertado de acionistas (controle familiar ou institucional), ou com estrutura dispersa, na qual nenhum acionista ostenta o controle societário, que pode estar à disposição para aquisição pelo mercado de capitais.

A estrutura acionária concentrada ou dispersa das companhias não determina o nível de proteção aos acionistas minoritários em determinado regime jurídico, como entenderiam os autores da linha de pesquisa em *Law and Finance*, sobretudo porque, segundo Ronald Gilson, há distintos regimes jurídicos estabelecidos para a atuação dos acionistas controladores, de maneira a permitir a identificação de boas e más estruturas concentradas de governança corporativa.¹⁴⁸

A despeito de se situar sob um bom ou mau regime jurídico, a própria presença de um acionista controlador na companhia, de acordo com Ronald Gilson e Jeffrey Gordon, coloca os acionistas minoritários diante da necessidade de assumir um compromisso (*tradeoff*): o controlador se encontrará em posição favorável para monitorar os gestores, provocando a

¹⁴⁸ Ronald Gilson resume uma das críticas à corrente de *Law and Finance* da seguinte maneira: “This brings us to an emergent generation of scholarship that stresses two themes. The first, largely positive, argues that the parsimony of the law and finance taxonomy - which asks only whether a national system is characterized by controlling shareholders - camouflages a much more complicated reality. In fact, countries with good law and countries with bad law both may have controlling shareholder systems. For example, both Mexico (with bad law) and Sweden (with good law) have controlling shareholder systems. Moreover, countries with controlling shareholder systems experience dramatically different levels of private benefit extraction. Mexican controlling shareholders are said to expropriate more than a third of the value of the company, while expropriation by their Swedish counterparts is limited to 1% of company value”. Em: GILSON, Ronald J. Controlling shareholders and corporate governance: complicating the comparative taxonomy. **HARVARD LAW REVIEW**. V. 119, n. 6, apr., pp. 1641-1679, 2006, p. 1648/1649.

redução dos custos de agência para os acionistas minoritários, mas também se encontrará em situação vantajosa para extrair benefícios privados dessa posição de controle, incrementando os riscos para o investimento minoritário.¹⁴⁹

As consequências provocadas por esses benefícios privados de controle assumiram a centralidade das questões enfrentadas pela literatura em governança corporativa. Inicialmente, o artigo de Oliver Hart e Sanford Grossman identificou a existência desses benefícios no interior do argumento que desafiava uma premissa admitida pela literatura quanto à dinâmica dos modelos de governança corporativa dotados de dispersão acionária. Essa premissa consistia na afirmação de que a possibilidade de aquisição de controle societário em companhias com capital disperso (por meio de uma oferta pública de aquisição) representaria um incentivo aos administradores para promoverem a adequada gestão da companhia, sob pena de serem substituídos por outros gestores numa tomada de controle.¹⁵⁰

Assim, o tomador do controle, ao assumir o comando e substituir os gestores, incrementaria o valor das ações da companhia, com a finalidade precípua de revender sua posição e embolsar o retorno financeiro obtido com a tomada de controle.¹⁵¹ Hart e Grossman argumentam que essa premissa é falsa porque alguns acionistas não acatariam a proposta oferecida pelo potencial tomador de controle, sob a expectativa de que a tomada de controle fosse eficiente e promovesse a valorização de sua própria ação. Assim, os acionistas remanescentes, que não aceitassem a oferta de aquisição e mantiveram sua posição na

¹⁴⁹ Este trabalho traduziu o termo “*tradeoff*” para “compromisso” porque a língua portuguesa não possui uma tradução precisa para essa expressão. No entanto, o inglês também dispõe do verbo “*to compromise*” para exprimir essa troca ou compensação entre vantagens que se excluem mutuamente. Ronald Gilson e Jeffrey Gordon descrevem esse compromisso da seguinte maneira: “Thus, from the public shareholders’ point of view, the two facets of the agency problem present a tradeoff. The presence of a controlling shareholder reduces the managerial agency problem, but at the cost of the private benefits agency problem. Non-controlling shareholders will prefer the presence of a controlling shareholder so long as the benefits from reduction in managerial agency costs are greater than the costs of private benefits of control”. Em: GILSON, Ronald J.; GORDON, Jeffrey N. Controlling controlling shareholders. **University of Pennsylvania Law Review**. V. 152, pp. 785-843, 2003, p. 785/786.

¹⁵⁰ Essa premissa também é colocada por Zohar Goshen como um mecanismo apto a controlar os riscos atrelados à prática de *self-dealing*: “One mechanism which has generated a great deal of attention as a remedy for the agency problem and the related problem of self-dealing is the market for corporate control. When a corporation is mismanaged, its shares lose value, and the company becomes a potential target for a takeover. Spotting an opportunity to turn a profit by employing more efficient management, a tender offeror acquires shares at a rate that allows him to replace the management and raise the company’s value to efficient standards. The market for corporate control thus corrects inefficiency both by imposing a potential threat of a takeover as a deterrent to poor management and by taking steps to improve efficiency after a takeover has actually been executed”. Em: GOSHEN, Zohar. The efficiency of controlling corporate self-dealing: theory meets reality. **California Law Review**. V. 91, p. 393-438, 2003, p. 421.

¹⁵¹ “It is argued that this situation will not persist because an entrepreneur (i.e., a “raider”) can make a takeover bid: he can buy the company at a low price, manage it well, and then sell it back at a high price”. Em: HART, Oliver; GROSSMAN, Sanford J. Take-over bids, the free rider problem and the theory of the corporation. **The Bell Journal of Economics**. V. 11, n. 1, pp. 42-64, 1980, p. 42/43.

companhia, seriam *free-riders* no incremento de eficiência e valor obtidos por intermédio da operação executada pelo tomador do controle.¹⁵²

Nesse sentido, Hart e Grossman sustentam que, a fim de garantir a manutenção desse papel de monitoramento exercido pelas ofertas públicas de aquisição de controle, os acionistas podem elaborar regras estatutárias que limitam esse efeito carona das ofertas públicas de aquisição, garantindo ao tomador de controle que não compartilhe com todos os acionistas os ganhos que resultarem de sua aquisição. Esses ganhos não compartilhados seriam definidos como benefícios associados exclusivamente à condição do acionista controlador.

A literatura subsequente expandiu a abrangência dos benefícios privados de controle para além do contexto das ofertas públicas de aquisição, utilizando-se dessa noção para compreender a própria dinâmica das estruturas concentradas de governança corporativa. Por exemplo, o artigo de Michael Barclay e Clifford Holderness promove uma quantificação desses benefícios, identificando-os no prêmio oferecido ao acionista controlador por sua participação societária em operações de alienação de controle.¹⁵³ Alexander Dick e Luigi Zingales, após descreverem uma série de exemplos distintos que poderiam se enquadrar nessa noção, definem os benefícios privados de controle como qualquer valor que não é compartilhado de modo equânime entre os acionistas proporcionalmente à sua participação societária.¹⁵⁴ Ronald Gilson e Jeffrey Gordon sustentam que os acionistas controladores extraem esses benefícios privados

¹⁵² Hart e Grossman prosseguem em seu argumento: “We show that this argument is false. Any profit a raider can make from the price appreciation of shares he purchases represents a profit shareholders could have made if the had not tendered their shares to the raider. In particular, suppose each shareholder is so small that his tender decision will not affect the outcome of the raid. Then, if a shareholder thinks that the raid will succeed and that the raider will improve the firm, he will not tender his shares, but will instead retain them, because he anticipates a profit from their price appreciation”. Em: HART, Oliver; GROSSMAN, Sanford J. Take-over bids, the free rider problem and the theory of the corporation. **The Bell Journal of Economics**. V. 11, n. 1, pp. 42-64, 1980, p. 43.

¹⁵³ Os autores definem o prêmio de controle como a diferença entre o preço oferecido pelas ações do controlador e o preço cotado para as ações fora do bloco de controle: “If all shareholders receive corporate benefits in proportion to their ownership, large-percentage blocks will trade at the exchange price, or at a discount if blockholders incur costs that others do not. If, on the other hand, large-block shareholders anticipate using their voting power to secure benefits unavailable to other shareholders, the blocks will trade at a premium to the exchange price. In short, we argue that because the exchange price reflects the value of corporate benefits that accrue to all shareholders in proportion to their fractional ownership, any difference between the block price and the exchange price reflects benefits that accrue to the blockholder alone – the private benefits from control”. Em: BARCLAY, Michael J.; HOLDERNESS, Clifford G. Private benefits from control of public corporations. **Journal of Financial Economics**. V. 25, pp. 371-395, 1989, p. 372.

¹⁵⁴ Os autores destacam, inclusive, que a fonte desse “valor” diferencial não é relevante para caracterizá-lo como um benefício privado de controle: “The common feature of all the above examples is that some the source, is not shared among all the shareholders in proportion owned, but it is enjoyed exclusively by the party in control. Hence, the name private benefits of control”. Em: DYCK, Alexander; ZINGALES, Luigi. Private benefits of control: an international comparison. **The Journal of Finance**. V. 59, n. 2, apr., pp. 537-600, 2004, p. 541.

por intermédio de três mecanismos, que são o redirecionamento de receitas da companhia, as operações de *freeze-out* e as alienações de controle.¹⁵⁵

A existência dos benefícios privados atrelados ao controle não representa, necessariamente, uma ofensa à legalidade. Hart e Grossman indicaram que esses benefícios seriam atribuídos de modo voluntário pelos acionistas ao tomador de controle como forma de manter o mecanismo de monitoramento das ofertas de aquisição.¹⁵⁶ A própria diferença entre acionista controlador e acionista minoritário contém assimetrias que, por si só, não refletem qualquer ilegalidade. Os acionistas controladores incorrem em custos superiores para exercer seu papel de direção e monitoramento da companhia, que também são atrelados a obrigações especiais associadas à posição de controle, o que poderia justificar a atribuição desses benefícios.

Segundo Mariana Pargendler, a reforma societária promovida por intermédio da Lei nº 9.457 de 1997 eliminou da legislação brasileira mecanismos que garantiam aos acionistas minoritários o direito de retirada e o direito ao compartilhamento do prêmio em operações de alienação de controle.¹⁵⁷ O art. 254, §1º, da Lei nº 6.404/1976 exigia, para a operação de alienação de controle, a oferta pública obrigatória de aquisição das ações titularizadas pelos minoritários (denominado em inglês de *tag-along rights*). Para Mariana Pargendler, essa reforma possibilitou à União que ampliasse o prêmio que extrairia das privatizações de diversas empresas estatais, especialmente das empresas do grupo Telebrás.¹⁵⁸ Posteriormente, a Lei nº

¹⁵⁵ “As we will show, a controlling shareholder may extract private benefits of control in one of three ways: by taking a disproportionate amount of the corporation's ongoing earnings, by freezing out the minority, or by selling control”. Em: GILSON, Ronald J.; GORDON, Jeffrey N. Controlling controlling shareholders. **University of Pennsylvania Law Review**. V. 152, pp. 785-843, 2003, p. 786.

¹⁵⁶ Conforme anotam Hart e Grossman, essa limitação representa uma diluição voluntária dos direitos dos acionistas, que optam por oferecer essa vantagem ao acionista controlador para que o mecanismo de monitoramento das ofertas públicas de aquisição mantenha sua função: “Shareholders can overcome this free-rider problem. Specifically, they can write a constitution for the firm which permits the raider to exclude minority shareholders (i.e., shareholders who do not tender their shares to the raider and who hold shares in the postraid company) from sharing in all the improvements in the firm brought about by the raider. One method is for the shareholders to permit a successful raider to sell the firm's assets or output to another company owned by the raider at terms which are disadvantageous to minority shareholders. The raider then receives more from the raid than just his share of the company's (increased) profits. This compensation comes at the expense of other shareholders and represents a voluntary dilution of their property rights”. Em: HART, Oliver; GROSSMAN, Sanford J. Take-over bids, the free rider problem and the theory of the corporation. **The Bell Journal of Economics**. V. 11, n. 1, pp. 42-64, 1980, p. 43.

¹⁵⁷ PARGENDLER, Mariana. **Evolução do direito societário: lições do Brasil**. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 205/206.

¹⁵⁸ Para Mariana Pargendler, esse era o objetivo principal do Estado com a promulgação da Lei nº 9.457/1997: “Se a eliminação dos direitos de retirada em operações de cisão cumpria o objetivo do governo de aumentar a concorrência após a eliminação da sua participação, a extinção do *tag-along* foi concebida a fim de aumentar o prêmio de controle a ser obtido pelo Estado. Era substanciais os ganhos esperados do governo com a reforma jurídica que aboliu a exigência de compartilhamento do prêmio. [...] Como planejado, o governo brasileiro conseguiu obter um prêmio substancial com a venda desta gigante das telecomunicações. O preço agregado de compra, de US\$ 19 bilhões, pago pelo controle das companhias pertencentes ao grupo Telebrás excedeu em 64%

10.303/2001 inseriu novamente essa regra de compartilhamento obrigatório do prêmio de controle, acrescentando à Lei nº 6.404/1976 o art. 254-A, que assegura aos acionistas minoritários a oferta de aquisição de suas ações pelo importe de 80% do preço oferecido às ações integrantes do bloco de controle. Assim, no regime proporcionado pela Lei nº 9.457/1997, o prêmio de controle poderia ser embolsado pelo acionista controlador alienante sem qualquer violação à legislação societária, o que contribui para confirmar que a existência desses benefícios nem sempre representa uma afronta à legalidade. No atual regime da Lei nº 10.303/2001, o prêmio de controle ainda pode ser legalmente extraído pelo controlador-alienante, mas em percentual menor.

Sob o risco de soar redundante, a extração de benefícios privados de controle só configurará uma ilegalidade quando a operação que veicular essa extração provocar a violação a determinada norma jurídica ou a determinado direito de interessados (da própria companhia ou de acionistas minoritários, por exemplo). Essa aparente redundância assume uma relevância peculiar no contexto das transações entre partes relacionadas, uma vez que o controle dessa prática se coloca como um mecanismo para filtrar ilegalidades que sequer seriam estritamente ilegais caso a extração de benefícios privados de controle fosse concretizada por intermédio de outros instrumentos jurídicos.

As transações entre partes relacionadas constituem o principal instrumento à disposição do controlador para extrair os benefícios privados atrelados à sua posição privilegiada no contexto corporativo, de maneira a torná-las preferíveis em relação a outros instrumentos que não infringem a lei. Por exemplo, no Brasil, o acionista controlador ainda pode embolsar a porcentagem equivalente a 20% do prêmio de controle sem que isso implique violação à regra do art. 254-A da Lei nº 6.404/1976. Essa extração, entretanto, exigiria a alienação do controle societário e, por consequência, implicaria a perda de sua posição privilegiada enquanto acionista controlador, com a prerrogativa de dirigir as atividades da companhia e com a possibilidade de extrair benefícios superiores por intermédio de transações entre partes relacionadas (mesmo que elas possam ser reputadas ilegais).

Por essas razões, a primeira seção deste capítulo (Seção 3.2) se dedicará a avaliar esses mecanismos potencialmente ilegais de extração de benefícios privados de controle, que se encontram abrangidos pela prática de escoamento de valores (*tunneling*) e também pela prática de escoramento corporativo (*propping*).

o preço mínimo de leilão fixado pelo governo, o qual, por sua vez, já incluía um prêmio significativo sobre a cotação de mercado do dia do anúncio”. Em: PARGENDLER, Mariana. **Evolução do direito societário: lições do Brasil**. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 210/211.

Além desses benefícios pecuniários associados ao controle societário (a exemplo do prêmio de controle, que possui uma expressão monetária), os acionistas controladores também desfrutam de benefícios reputacionais atrelados à sua posição na companhia. Em determinados contextos econômicos, ostentar o controle societário de uma companhia de grande porte acarreta também o recebimento de prestígio e de regalias sociais e políticas relacionadas a essa condição. Na China, por exemplo, a ocupação de um cargo da alta administração em empresas estatais coloca os gestores em posição para assumir uma diversidade de oportunidades de carreira que só lhes são oferecidas em razão do prestígio associado à posição.¹⁵⁹

Nesse sentido, Ronald Gilson propõe uma distinção entre benefícios privados de controle pecuniários e não-pecuniários. Os benefícios pecuniários consistiriam no movimento não-proporcional de recursos da companhia em favor do acionista controlador, veiculado sobretudo por intermédio de transações entre partes relacionadas.¹⁶⁰ Em contrapartida, os benefícios não-pecuniários consistiriam em benefícios psíquicos, que não implicam a transferência desproporcional de recursos em favor do acionista controlador, tampouco a diluição do valor das participações societárias de acionistas minoritários. Para ilustrar os benefícios não-pecuniários, Ronald Gilson oferece o exemplo de uma família que controla uma grande companhia numa economia pequena.¹⁶¹

Com base nessa distinção entre benefícios pecuniários e não-pecuniários, Mariana Pargendler e Curtis Milhaupt sustentam que a posição de acionista controlador nas empresas

¹⁵⁹ Li-Wen Lin e Curtis Milhaupt indicam que a expressão “money for power” (cuja tradução para a língua portuguesa seria “dinheiro em troca de poder”) revela que a remuneração dos administradores das estatais chinesas não é o único elemento que conduz um indivíduo a assumir essa espécie de cargo nas companhias: “while this reported compensation is obviously very low on an international scale, it must be understood in context. The figures do not include a host of perquisites and privileges enjoyed by corporate executives and their families, such as free – or nominally priced – housing, education, and medical care. Generous corporate expense accounts and side payments for nominal additional services provided to the firm by top managers are also commonplace and may comprise a far larger portion of executives’ income than formal compensation. And in contemporary Chinese society, leadership positions in any sphere attract other remunerative opportunities, a reality succinctly summarized by the phrase ‘money for power’, which we heard often in our interviews”. Em: LIN, Li-Wen. MILHAUPT, Curtis J. We are the (national) champions: understanding the mechanisms of state capitalism in China. *Stanford Law Review*. v. 65, pp. 697-759, 2013, p. 743.

¹⁶⁰ “For present purposes, I want to make a quite simple conceptual distinction, which may turn out to be somewhat less distinct in application, between two kinds of private benefits of control. The first is pecuniary private benefits of control; that is, the nonproportional flow of real resources from the company to the controlling shareholder. A familiar example is tunneling accomplished through intercompany dealings whose terms favor the company in which the controlling shareholder has the larger equity stake”. Em: GILSON, Ronald J. Controlling shareholders and corporate governance: complicating the comparative taxonomy. *Harvard Law Review*. V. 119, n. 6, apr., pp. 1641-1679, 2006, p. 1663.

¹⁶¹ “The second is nonpecuniary private benefits of control; that is, forms of psychic and other benefits that, without more, involve no transfer of real company resources and do not disproportionately dilute the value of the company's stock to a diversified investor. For example, control of a large company in a small economy may provide a desirable social status for the controlling family”. Em: GILSON, Ronald J. Controlling shareholders and corporate governance: complicating the comparative taxonomy. *Harvard Law Review*. V. 119, n. 6, apr., pp. 1641-1679, 2006, p. 1663/1664.

estatais possibilita ao Estado que extraia uma espécie distinta de benefício não-pecuniário, que consistiria no benefício político do controle. Para Pargendler e Milhaupt, a diferença entre os benefícios não-pecuniários psíquicos e os benefícios não-pecuniários políticos residiria na possibilidade de que estes sejam prejudiciais aos interesses dos acionistas minoritários.¹⁶² A extração desses benefícios não-pecuniários políticos decorrentes do controle ocorre sobretudo com a perseguição de interesses de política pública pelo Estado por intermédio das empresas estatais, que é a prática denominada pelos autores de “*policy channeling*”, traduzida neste trabalho por “canalização política”.¹⁶³

Pargendler e Milhaupt argumentam que, em razão da própria natureza das empresas estatais (atravessadas pelos interesses políticos do Estado e de seus agentes), as transações entre partes relacionadas não são o instrumento principal por intermédio do qual o Estado extrai os benefícios privados do controle. Para os autores, as transações entre partes relacionadas são um mecanismo à disposição do controlador para extrair benefícios pecuniários, que são menos prevalentes nas empresas estatais, considerando a prática de canalização política.¹⁶⁴

Assim, a segunda seção deste capítulo (Seção 3.3) se dedicará a explorar as consequências desse argumento no contexto brasileiro e a aprofundar a investigação sobre os

¹⁶² Os autores esclarecem que o conceito de benefícios não-pecuniários é utilizado para explicar a persistência de acionistas controladores em regimes jurídicos que adotam boas práticas de governança corporativa, no âmbito dos quais a possibilidade de extração de benefícios pecuniários é menor: “the concept of non-pecuniary private benefits of control is useful in explaining the prevalence of concentrated ownership structures in “good law” environments where pecuniary private benefits of control are low. The situation is different, however, in the realm of SOEs. By using SOEs to promote public policy objectives, the state (or, more specifically, the politicians and public officials that manage affairs of state) may extract private benefits that are both non-pecuniary (in that they do not financially enrich state agents) and harmful to minority shareholders”. Em: MILHAUPT, Curtis J.; PARGENDLER, Mariana. Related party transactions in state-owned enterprises: tunneling, propping and policy channeling. **European Corporate Governance Institute Working Paper Series in Law**. Working paper n. 386, mar., 2018, p. 5.

¹⁶³ “Now we turn to a type of conduct conceptually related to, but distinct from, RPTs that is exclusively found in SOEs: what we will call *policy channeling*. Policy channeling is the state’s use of an SOE (as opposed to regulation or taxation) to achieve a public policy or political objective. Policy channeling is not in the financial interests of private investors in the SOE when it diverts financial and managerial resources to projects that are not designed to maximize profits in the short or long term. States may engage in policy channeling because it generates a distinctive type of non-pecuniary private benefit of control—what we will call *political* private benefits of control”. Em: MILHAUPT, Curtis J.; PARGENDLER, Mariana. Related party transactions in state-owned enterprises: tunneling, propping and policy channeling. **European Corporate Governance Institute Working Paper Series in Law**. Working paper n. 386, mar., 2018, p. 5.

¹⁶⁴ Pargendler e Milhaupt organizam o argumento da seguinte maneira: “one implication of policy channeling is that RPTs are not as central a tool for the extraction of private benefits of control in SOEs as compared to POEs. As noted, private benefits of control harmful to minority shareholders in the POE context tend to be pecuniary in nature. Short of outright theft of corporate assets, RPTs provide the principal tool for the extraction of pecuniary private benefits of control to the detriment of minority shareholders. That is to say, a *transaction* is the mechanism of extraction. In SOEs, however, putting aside corruption and cronyism, the state uses SOEs to pursue non-pecuniary and non-psychological—political—private benefits of control. As Leviathan, the state can pursue these benefits by fiat through its power as a controlling shareholder”. Em: MILHAUPT, Curtis J.; PARGENDLER, Mariana. Related party transactions in state-owned enterprises: tunneling, propping and policy channeling. **European Corporate Governance Institute Working Paper Series in Law**. Working paper n. 386, mar., 2018, p. 6.

limites da canalização política. Adianta-se que essa distinção entre benefícios pecuniários e não-pecuniários atrelados ao controle societário possa, talvez, não ser adequada para caracterizar o modo como o risco da canalização política se associa às transações entre partes relacionadas no âmbito das sociedades de economia mista.

Em síntese, a primeira seção deste capítulo (Seção 3.2) se destinará a caracterizar o escoamento de valores e o escoramento corporativo no contexto das transações entre partes relacionadas, enquanto a segunda seção deste capítulo (Seção 3.3) aprofundará a delimitação da canalização política nas sociedades de economia mista.

3.2 As transações entre partes relacionadas como instrumento do escoamento de valores (*tunneling*) e do escoramento corporativo (*propping*)

Esta seção pretende explorar a maneira como as transações entre partes relacionadas são utilizadas enquanto mecanismo para a prática de escoamento de valores e de escoramento corporativo. Assim, a primeira subseção desta seção (Subseção 3.2.1) se dedicará a caracterizar as transações entre partes relacionadas no contexto das sociedades anônimas e a diferenciá-las de outros elementos que também habitam o cotidiano das sociedades de capital. Por sua vez, a segunda subseção desta seção (Subseção 3.2.2) oferecerá uma definição para o escoamento de valores (*tunneling*) e para o escoramento corporativo (*propping*), de maneira a identificar as transações entre partes relacionadas como um instrumento para a implementação dessas estratégias corporativas.

3.2.1 *Self-dealing*, conflito de interesses e transações entre partes relacionadas

Esta subseção pretende explorar o conceito de transações entre partes relacionadas, a fim de situá-las em relação às temáticas que tangenciam os desafios oferecidos por essa prática corporativa e para posicionar as questões que serão enfrentadas por este capítulo.

A literatura brasileira em direito empresarial não explora com profundidade uma definição para transações entre partes relacionadas, sobretudo porque investiga essa prática corporativa nos interstícios de outras questões que habitam a dinâmica das sociedades de capital. Por exemplo, Renato Vilela entende que as transações entre partes relacionadas constituiriam uma “categoria específica de contratações sob conflitos de interesses”,¹⁶⁵ o que

¹⁶⁵ “Uma categoria específica das contratações sob conflitos de interesses, as transações entre partes relacionadas, é apontada pela literatura especializada como um dos principais caminhos disponíveis à obtenção de benefícios

orienta o autor a apreciar essa temática sob a perspectiva das regras que endereçam o conflito de interesses nas sociedades anônimas. Além disso, André Antunes Soares de Camargo define as transações entre partes relacionadas como “toda e qualquer relação contratual, formal ou não, estabelecida entre pessoas físicas e jurídicas ligadas a um grupo de fato”, de modo a dirigir o autor a investigar essa prática em conjunto à temática dos grupos empresariais.^{166 167} Aliás, a própria literatura estadunidense em governança corporativa se utiliza de diversas terminologias para se referir a circunstâncias que ora se aproximam, ora se afastam dos problemas específicos que caracterizam as transações entre partes relacionadas.

Segundo definição constante do Pronunciamento Técnico CPC 05 (R1) do Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC), as transações entre partes relacionadas constituem “a transferência de recursos, serviços ou obrigações entre uma entidade que reporta a informação e uma parte relacionada, independentemente de ser cobrado um preço em contrapartida”¹⁶⁸. Essa definição decorre da adoção, no Brasil, da padronização internacional na divulgação de documentos contábeis oferecida pelo *International Accounting Standards Board* (IASB), com especial atenção para o IAS 24, que trata da divulgação de transações entre partes relacionadas.¹⁶⁹

privados pelos representantes da companhia”. Em: VILELA, Renato. **Conflito de interesses nas companhias: reflexões sobre as transações entre partes relacionadas pós IFRS**. 1. ed. São Paulo: Almedina. 2017, p. 18.

¹⁶⁶ O autor apresenta a seguinte definição completa para transações entre partes relacionadas: “para fins deste trabalho, portanto, transações entre partes relacionadas serão consideradas como toda e qualquer relação contratual, formal ou não, estabelecida entre pessoas físicas e jurídicas ligadas a um grupo de fato, que se manifestam por força de um poder de controle advindo de uma já existente relação societária, contratual, gerencial ou pessoal (familiar ou relativo a qualquer outro vínculo afetivo), cuja influência traz, na prática uma unidade econômica nas ações e no processo de tomada de decisão que afeta o agrupamento empresarial como um todo”. Em: CAMARGO, André Antunes Soares de. **Transações entre partes relacionadas: um desafio regulatório complexo e multidisciplinar**. 4. ed. rev. e atual. São Paulo: Almedina, 2019, p. 76.

¹⁶⁷ Ainda que inclua a noção de grupo de fato em seu conceito, o autor também apresenta a ressalva de que as transações entre partes relacionadas não exigem, necessariamente, a existência de grupos societários: “[...] o conceito desse fenômeno empresarial varia muito, passando por relações societários, de influência econômica, vínculos familiares, pessoais ou profissionais, podendo alcançar estruturas contratuais híbridas e atípicas, não envolvendo a criação de grupos societários necessariamente”. Em: CAMARGO, André Antunes Soares de. **Transações entre partes relacionadas: um desafio regulatório complexo e multidisciplinar**. 4. ed. rev. e atual. São Paulo: Almedina, 2019, p. 72.

¹⁶⁸ COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS. **CPC 05 (R1): Divulgação sobre Partes Relacionadas**. Brasília: CPC, 2010. Disponível em: <<http://www.cpc.org.br/CPC/Documentos-Emitidos/Pronunciamentos/Pronunciamento?Id=36>>.

¹⁶⁹ No Brasil, a adoção formal dessas diretrizes de padronização contábil se iniciou com a promulgação da Lei nº 11.638/2007, que promoveu uma alteração na Lei nº 6.404/1976, conforme relata Renato Vilela: “No âmbito das companhias de capital aberto, um importante passo veio com a Lei nº 11.638/2007, a qual modificou a redação do artigo 177 da Lei das Sociedades por Ações, incluindo o §5º. Este novo texto determina que as normas relativas a demonstrações financeiras expedidas pela CVM deverão ser elaboradas em consonância com padrões internacionais de contabilidade, empregados nos principais mercados de valores mobiliários”. Em: VILELA, Renato. **Conflito de interesses nas companhias: reflexões sobre as transações entre partes relacionadas pós IFRS**. 1. ed. São Paulo: Almedina. 2017, p. 94.

A definição apresentada pelo IAS 24 contém um caráter estritamente financeiro ou contábil, uma vez que se pauta, apenas, no trânsito de valores entre a companhia e a parte relacionada como requisito para caracterizar a operação enquanto uma transação entre partes relacionadas.¹⁷⁰ Assim, o núcleo dessas transações é a companhia (a “entidade que reporta a informação”, a quem se dirige a obrigação de divulgar informações), a partir da qual se identificam as partes relacionadas. Embora não ofereça de modo explícito uma definição para parte relacionada,¹⁷¹ o Pronunciamento Técnico CPC 05 (R1) elenca diversas circunstâncias que enquadrariam um sujeito nessa condição, a exemplo da detenção de “influência significativa sobre a entidade que reporta a informação”, de “controle pleno ou compartilhado da entidade que reporta a informação” ou da participação enquanto “membro do pessoal chave da administração” da companhia.

Nesse sentido, conforme já sustentado por este autor em outra oportunidade, o enquadramento de uma operação enquanto transação entre parte relacionada depende do preenchimento de requisitos subjetivos, “[...] ou seja, de requisitos atinentes às posições subjetivas ocupadas por cada parte no contexto de um grupo empresarial”.¹⁷² Dessa maneira, os elementos jurídicos objetivos que caracterizam essa prática corporativa, a exemplo do tipo contratual, não determinam a subsunção de uma determinada operação aos limites estritos de uma transação entre partes relacionadas.¹⁷³ Aliás, as transações entre partes relacionadas, com frequência, tomam o formato de uma diversidade de negócios jurídicos, desde a compra e venda de um imóvel (que constitui um negócio jurídico de caráter sinalagmático) até a remuneração de administradores (que sequer possui essa dimensão contratual restrita que se aplica aos

¹⁷⁰ Aqui, utiliza-se o termo “transferência de valores” em vez de “transferência de recursos” para ressaltar que as operações que se caracterizam enquanto transações entre partes relacionadas também aparecem sob a forma de transferência de obrigações e serviços, e não apenas como transferência de recursos, com a realização ou recebimento de um pagamento.

¹⁷¹ O Pronunciamento Técnico CPC 05 (R1) define parte relacionada como “a pessoa ou entidade que está relacionada com a entidade que está elaborando suas demonstrações contábeis (neste Pronunciamento Técnico, tratada como ‘entidade que reporta a informação’)”. Com evidência, essa definição é redundante (parte relacionada é a parte que tem alguma relação). A norma técnica, contudo, elenca diversos exemplos de relações que ensejariam o posicionamento de um sujeito na condição de parte relacionada. Em: COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS. **CPC 05 (R1): Divulgação sobre Partes Relacionadas**. Brasília: CPC, 2010. Disponível em: <<http://www.cpc.org.br/CPC/Documentos-Emitidos/Pronunciamentos/Pronunciamento?Id=36>>.

¹⁷² FRANCO, Bruno Henrique Kons. Transações entre partes relacionadas em concessões de serviço público: regulação, governança e controle. **Revista de Direito Público da Economia – RDPE**, Belo Horizonte, ano 18, n. 70, p. 9-28, abr./jun. 2020, p. 12.

¹⁷³ “Nesse sentido, a princípio, os atributos jurídicos objetivos dos negócios celebrados entre partes relacionadas são indiferentes à finalidade de divulgação de informações contábeis referentes a essas transações, sobretudo quando se verifica que a definição contábil para transações entre partes relacionadas abarca, inclusive, valores repassados a executivos e demais gestores a título de remuneração pelos serviços prestados”. Em: FRANCO, Bruno Henrique Kons. Transações entre partes relacionadas em concessões de serviço público: regulação, governança e controle. **Revista de Direito Público da Economia – RDPE**, Belo Horizonte, ano 18, n. 70, p. 9-28, abr./jun. 2020, p. 12.

negócios sinalagmáticos). Além disso, as transações entre partes relacionadas também não constituem transações em sentido estrito, tal qual definido pelo Código Civil em seus art. 840 e seguintes, que consistem na realização de concessões mútuas para findar ou evitar um litígio.¹⁷⁴

Assim, a pluralidade de circunstâncias fáticas e jurídicas que caracterizam essa prática corporativa provoca uma dificuldade para delimitar os problemas que se circundam às transações entre partes relacionadas, sobretudo porque, comumente, elas aparecem acopladas a outras temáticas de direito empresarial, com especial atenção para dois temas que sempre são associados a essas transações.

Em primeiro lugar, a literatura estadunidense em governança corporativa circunscreve a problemática das transações entre partes relacionadas aos debates em torno da prática de *self-dealing*.¹⁷⁵ Por exemplo, o artigo de Andrew Tuch restringe a prática de *self-dealing* a transações celebradas entre os administradores e a companhia, concentrando sua investigação nos obstáculos que essas transações opõem aos gestores no cumprimento de seus deveres fiduciários.¹⁷⁶ O artigo de Simeon Djankov, Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes e Andrei Shleifer também inclui nos limites da prática de *self-dealing* as transações celebradas entre a companhia e seu acionista controlador.¹⁷⁷ No Brasil, a literatura em direito econômico

¹⁷⁴ Em nota de rodapé, Renato Vilela também apresenta essa diferença entre transações entre partes relacionadas e a transação em sentido estrito: “O termo ‘transação tem um significado jurídico próprio na lei civil brasileira, o qual se refere a ‘concessões mútuas’ feitas pelos contratantes para prevenirem ou terminarem um litígio judicial, nos moldes do artigo 840 do Código Civil. Já a expressão ‘transações entre partes relacionadas’ refere-se a negócios ou contratos realizados entre partes relacionadas, quer dizer, neste caso o termo ‘transação’ é utilizado como sinônimo de um ato negocial ordinário realizado entre tais sujeitos relacionados, sem que uma das partes conceda ou abra mão de uma parcela de seus direitos para a outra”. Em: VILELA, Renato. **Conflito de interesses nas companhias: reflexões sobre as transações entre partes relacionadas pós IFRS**. 1. ed. São Paulo: Almedina. 2017, p. 18.

¹⁷⁵ Para alguns exemplos de artigos que se utilizam do termo *self-dealing*, Cf: GOSHEN, Zohar. The efficiency of controlling corporate self-dealing: theory meets reality. **California Law Review**. V. 91, p. 393-438, 2003; DJANKOV, Simeon; LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei. The law and economics of self-dealing. **Journal of Financial Economics**. v. 88, pp. 430-465, 2008; TUCH, Andrew F. Reassessing self-dealing: between no conflict and fairness. **Fordham Law Review**. v. 88, n. 3, pp. 939-998, 2019; FARRAR, John H.; WATSON, Susan. Self-dealing, fair dealing and related party transactions – history, policy and reform. **Journal of Corporate Law Studies**. v. 11, n. 2, oct., pp. 495-523, 2011.

¹⁷⁶ “In fact, any transaction between directors or officers and their corporation constitutes self-dealing since it pits fiduciaries against the corporation they are obligated to serve”. Em: TUCH, Andrew F. Reassessing self-dealing: between no conflict and fairness. **Fordham Law Review**. v. 88, n. 3, pp. 939-998, 2019, p. 941.

¹⁷⁷ “Specifically, those who control a corporation, whether they are managers, controlling shareholders, or both, can use their power to divert corporate wealth to themselves rather than sharing it with other investors”. Em: LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei. The law and economics of self-dealing. **Journal of Financial Economics**. v. 88, pp. 430-465, 2008, p. 430.

e empresarial já traduziu esse termo para a língua portuguesa como, por exemplo, “transação autointeressada”¹⁷⁸ ou “negociação em causa própria”.¹⁷⁹

O prefixo “*self*” ou “auto” sugere que essa modalidade de transação ocorre entre sujeitos que participam de um mesmo contexto corporativo. Considerando que acionistas e administradores compartilham dessa participação na dinâmica de uma sociedade empresarial, uma transação entre um acionista ou administrador e a sociedade representaria um negócio jurídico entre a sociedade empresarial e ela própria, um “autonegócio”, como se houvesse uma confusão entre o polo ativo e o polo passivo do negócio jurídico.

A temática do *self-dealing* revela uma faceta do modo pelo qual a literatura em governança corporativa enfrenta as transações entre partes relacionadas, que reside na atenção oferecida aos potenciais abusos que os acionistas controladores e administradores cometem em relação a acionistas minoritários por intermédio dessas transações.¹⁸⁰ No caso das sociedades de economia mista, por exemplo, a literatura em direito administrativo costuma tratar do abuso de poder de controle pelo Estado.¹⁸¹ Esses potenciais abusos consistiriam sobretudo na transferência de valores que seriam de titularidade da companhia (em relação aos quais todos os acionistas sustentariam um interesse econômico) em favor, exclusivamente, do acionista controlador ou administrador. Nesse sentido, o principal risco a ser endereçado por uma política de transações entre partes relacionadas constitui a prática que este trabalho traduz como “escoamento de valores” (*tunneling*), que representa a expropriação de valores pertencentes à

¹⁷⁸ “A preocupação principal envolvendo o dever de lealdade recai sobre a chamada transação autointeressada (*self-dealing transaction*), embora também abranja o patrocínio de interesses extrassociais de terceiros, considerados conflitantes com o verdadeiro interesse da companhia”. Em: PINTO JUNIOR, Mario Engler. **Empresa estatal: função econômica e dilemas societários**. São Paulo: Atlas, 2010, p. 453.

¹⁷⁹ “Afora episódios drásticos como esse, há diversas outras possibilidades menos evidentes e mais sofisticadas, em que administradores podem se fazer valer de sua posição estratégica para promover os seus interesses, com prejuízos para a própria empresa. Trata-se, por exemplo, de negociações em causa própria, *self-dealing*, verificável em casos como de uma fixação excessiva de salários e benefícios, ou de episódios em que os administradores, valendo-se das dificuldades de monitoramento de suas atividades, desempenham uma gestão ineficiente, capaz de produzir perdas econômicas e custos de oportunidade”. Em: SCHAPIRO, Mario Gomes. **Novos parâmetros de intervenção do Estado na economia**. São Paulo: Saraiva, 2010, p. 36.

¹⁸⁰ Por exemplo, a menção de Ronald Gilson e Jeffrey Gordon aos benefícios privados do controle: “Imagine that a controlling shareholder can extract benefits from its ongoing operation of the company. For example, the controlling shareholder can take out significant benefits through cost-sharing arrangements that overpay the controlling shareholder for providing central services such as pension, accounting, or the like. Alternatively, the controlling shareholder can benefit through “tunneling”-that is, through contractual dealings with the company, like transfer pricing, that favor the controlling shareholder. In either event, the controlling shareholder secures value from its control position that is not received by the non-controlling shareholders”. Em: GILSON, Ronald J.; GORDON, Jeffrey N. Controlling controlling shareholders. **University of Pennsylvania Law Review**. V. 152, pp. 785-843, 2003, p. 787.

¹⁸¹ Para exemplos dessa literatura, dentre outros, Cf: TONIN, Mayara Gasparoto. **Sociedade de economia mista e acionistas minoritários**. São Paulo: Quartier Latin, 2018; FRAZÃO, Ana. O abuso do poder de controle na lei das estatais. In: NORONHA, João Otávio de; FRAZÃO, Ana; MESQUITA, Daniel Augusto (Coord.). **Estatuto jurídico das estatais: análise da Lei nº 13.303/2016**. Belo Horizonte: Fórum, 2017.

companhia em favor de uma parte relacionada, assim como o oposto simétrico do escoamento, que é a prática de “escoramento corporativo” (*propping*), quando os valores são transferidos da parte relacionada para a companhia, que serão objeto da próxima subseção (Subseção 3.2.2). A seção seguinte (Seção 3.3) explorará as peculiaridades desses riscos no contexto das sociedades de economia mista, com especial atenção à veiculação de interesses políticos por intermédio da empresa estatal, que recebeu de Curtis Milhaupt e Mariana Pargendler a denominação de “canalização política” (*policy channeling*).¹⁸²

Assim, considerando os elementos apresentados no parágrafo anterior, a prática de *self-dealing* aparenta ser menos abrangente que as transações entre partes relacionadas. Estas abarcariam operações entre a companhia e terceiros que não participam diretamente do contexto empresarial, mas que guardam relação com algum agente interno da corporação. Em contrapartida, a prática de *self-dealing* se restringiria às operações entre a companhia e administradores ou acionistas.

A caracterização de uma transação entre partes relacionadas exige, necessariamente, que a companhia seja posicionada em um dos polos da operação. Desse modo, fixam-se, primeiramente, os elementos subjetivos (companhia e parte relacionada), para, em seguida, identificar os elementos objetivos da operação (valor transferido de uma entidade para a outra). Sob essa perspectiva, não haveria, a princípio, distinção entre a prática de *self-dealing* e as transações entre partes relacionadas. Entretanto, alguns autores incluem nos limites da prática de *self-dealing* fenômenos como a assunção de oportunidades de negócio por administradores (*corporate opportunity doctrine*)¹⁸³ ou a utilização de informações privilegiadas (*insider trading*).¹⁸⁴ Este trabalho não abará essas hipóteses, sobretudo porque não constituem transações entre partes relacionadas, cuja caracterização exige a presença da companhia em um

¹⁸² Cf.: MILHAUPT, Curtis J.; PARGENDLER, Mariana. Related party transactions in state-owned enterprises: tunneling, propping and policy channeling. **European Corporate Governance Institute Working Paper Series in Law**. Working paper n. 386, mar., 2018.

¹⁸³ É o caso do seguinte artigo, que inclui a expropriação de uma oportunidade de negócio como um exemplo de *self-dealing transaction*: “tunneling comes in two forms. First, a controlling shareholder can simply transfer resources from the firm for his own benefit through self-dealing transactions. Such transactions include outright theft or fraud, which is illegal everywhere (though often goes undetected or unpunished), but also asset sales and contracts such as transfer pricing advantageous to the controlling shareholder, excessive executive compensation, loan guarantees, expropriation of corporate opportunities, and so on”. Em: JOHNSON, Simon; LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei. Tunneling. **The American Economic Review**. V. 90, n. 2, pp. 22-27, papers and proceedings of the one hundred twelfth annual meeting of the American economic association, May, 2002, p. 22/23.

¹⁸⁴ É o caso, por exemplo, do seguinte artigo: “examples of equity tunneling include dilutive offerings, freeze-outs of minority shareholders, loans to insiders (which will not be repaid in bad states of the world), equity-based incentive compensation which exceeds a market level, and insider trading”. Em: ATASANOV, Vladimir; BLACK, Bernard; CICCOTELLO, Conrad S. Unbundling and measuring tunneling. **University of Illinois Law Review**. n. 5, pp. 1697-1738, 2014, p. 1701.

dos polos da operação.¹⁸⁵ Em contrapartida, este trabalho abrangerá todas as transações celebradas entre a companhia e suas partes relacionadas, sejam *insiders* (acionistas e administradores) ou terceiros.

Em segundo lugar, as transações entre partes relacionadas também são atravessadas pelo tema do conflito de interesses nas sociedades anônimas. A parte relacionada, quando negocia com a própria companhia, pode atuar em favor dos interesses do agente corporativo a que ela é relacionada, ainda que sob o invólucro de interesses que corresponderiam aos da companhia, posicionando essa parte relacionada numa situação de conflito de interesses. Por exemplo, um administrador que celebra um contrato entre a sociedade que administra e uma terceira sociedade da qual ele é sócio majoritário. No caso, um único agente corporativo carregaria interesses distintos que conflitam entre si, que são o interesse social (ou o interesse do agente na condição de sócio ou administrador) e o interesse particular do próprio agente.¹⁸⁶

A temática das transações entre partes relacionadas, contudo, não se confunde com a temática do conflito de interesses. No direito societário brasileiro, a questão do conflito de interesses assume um formato peculiar, emergindo apenas de determinadas circunstâncias da dinâmica corporativa.

Calixto Salomão Filho apresenta uma distinção entre o problema do conflito de interesses e a regra de conflito.¹⁸⁷ O problema do conflito de interesses, em sentido amplo, seria

¹⁸⁵ Esse é o critério utilizado por Luca Henriques, Gerard Hertig, Hideki Kanda e Mariana Pargendler para diferenciar a prática de *insider trading* e as transações entre partes relacionadas: “to be sure, insider trading is not strictly speaking a related-party transaction like the others examined in this chapter, for at least two reasons. First, the counterparty to the typical insider trading transaction is not the corporation itself, but an unrelated third party. Em: ENRIQUES, Luca; HERTIG, Gerard; KANDA, Hideki; PARGENDLER, Mariana. Related-party transactions. In: KRAAKMAN, Reinier, ARMOUR, John; DAVIES, Paul, ENRIQUES, Lucas; HANSMANN, Henry; HERTIG, Gerard; KANDA, Hideki; PARGENDLER, Mariana; RINGE, Wolf-Georg; ROCK, Edward. **The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach**. 3. ed., pp. 145-169. Oxford: Oxford University Press, 2017, p. 159.

¹⁸⁶ Esse é o exemplo oferecido por Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França para definir o conflito formal de interesses: “na figura em questão, verifica-se que *al* possui interesses em conflito: um deles, diz respeito ao seu interesse meramente individual, como parte na relação jurídica; outro, ao seu interesse como membro do grupo que, por sua vez, também é parte na mesma relação. Dessa forma, na situação enfocada, *al*, por se achar numa situação de contraparte em relação a *a*, poderá sacrificar o seu interesse como membro do grupo ao seu interesse meramente individual. Diz-se, assim, haver, na hipótese, conflito *formal* de interesses (saliente-se que, na mesma hipótese, poderá ocorrer o que se denomina de conflito *substancial* de interesses se, *efetivamente*, *al* sacrificar o seu interesse como membro do grupo ao seu interesse individual)”. Em: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. **Conflito de interesses nas assembleias de S.A. (e outros escritos sobre conflito de interesses)**. 2. ed. São Paulo: Malheiros, 2014, p. 26.

¹⁸⁷ Para Calixto Salomão Filho, o problema do conflito seria mais amplo que a regra de conflito: “o tratamento do tema conflito de interesses padece de uma importante ambiguidade de fundo. É importante entender que existe um problema de conflito de interesses que não se confunde com a regra de conflito. O problema de conflito entre os vários interesses envolvidos pela sociedade (sócios, credores, trabalhadores, comunidade etc) é algo conatural a ela mesma. Como se verá em breve, é, em verdade, para muitos teóricos, a própria função da pessoa jurídica. Ocorre que o problema do conflito de interesses nem sempre é resolvido por meio de uma regra de conflito”. Em: SALOMÃO FILHO, Calixto. **O novo direito societário: eficácia e sustentabilidade**. 5 ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2019, p. 181.

inerente à natureza das sociedades empresariais, que se destina a oferecer uma solução orgânica ou estrutural aos confrontos entre os interesses dos diversos agentes que participam da dinâmica empresarial.¹⁸⁸ A regra do conflito, em contrapartida, endereçaria apenas situações conflituosas que provocassem risco à sociedade empresarial, atribuindo deveres especiais aos administradores e controladores quando deparados com essas circunstâncias específicas.¹⁸⁹

O direito societário brasileiro estabelece uma regra de conflito por intermédio do art. 115, §1º, da Lei das Sociedades Anônimas (Lei nº 6.404/1976). Esse dispositivo oferece como solução ao conflito de interesses o impedimento do exercício de direito de voto ao acionista em conflito. Entretanto, a literatura brasileira em direito empresarial enfrenta grande controvérsia na interpretação desse dispositivo, sobretudo quanto à natureza formal ou material do conflito de interesses que é tutelado por essa regra.¹⁹⁰

De um lado, o conflito formal de interesses impediria o exercício do voto *ex ante*, uma vez que a própria posição do acionista em determinadas circunstâncias assembleares acarretaria prejuízo à companhia, sem a necessidade de demonstração do dano (*in re ipsa*).¹⁹¹ No caso,

¹⁸⁸ O autor oferece o seguinte significado para “solução orgânica ou estrutural”: “por solução orgânica ou estrutural quer-se significar a tentativa de resolver nos órgãos societários o problema do conflito, seja por meio da incorporação no órgão de todos os agentes que têm interesse ou sofrem as consequências, ou através da criação de órgãos independentes, não passíveis de ser influenciados pelos interesses conflitantes. Como se verá, obviamente isso não significa eliminar totalmente a aplicação da regra de conflito, mas reduzir bastante sua abrangência”. Em: SALOMÃO FILHO, Calixto. **O novo direito societário: eficácia e sustentabilidade**. 5 ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2019, p. 182.

¹⁸⁹ O autor explora as dimensões da regra de conflito da seguinte maneira: “para bem definir uma regra de conflito assim elevada, a primeira tarefa é identificar e definir as hipóteses que podem gerar riscos para a sociedade e qual o grau de risco gerado. Isso não requer um retorno à espinhosa discussão do interesse social. A regra de conflito liga-se, nessa hipótese, muito mais ao cumprimento de um geral fiduciário em relação à gerência ou intervenção sobre qualquer formal de gestão do patrimônio de terceiros do que o agir conforme o interesse social”. Em: **O novo direito societário: eficácia e sustentabilidade**. 5 ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2019, p. 186/187.

¹⁹⁰ Renato Vilela apresenta uma síntese dessa distinção entre conflito de interesses formal e material, que toma extensos debates da doutrina de direito empresarial: “neste caso, o impasse da literatura especializada reside na definição do momento no qual é possível aferir a violação do interesse social, de acordo com a corrente formalista ou substancialista. Em um dos extremos, a primeira defende que as possíveis manifestações de conflito de interesses são formalmente verificáveis, logo, não há a necessidade de avaliar o resultado das condutas conflitivas. Desta forma, as medidas legais de combate aos problemas causáveis por elas são aplicáveis *ex ante*, ou seja, tão logo um negócio mostre seu potencial conflitivo, ele deverá ser tratado por alguma regra pertinente, sem o adiamento da verificação. Na outra ponta, a segunda corrente sustenta que a confirmação de existência do conflito é apenas substancialmente aferível, razão pela qual este grupo defende uma análise casuística dos atos questionados e a eventual aplicação *ex post* das disciplinas legais. Neste caso, a avaliação postergada para momento além da tomada de decisão recai sobre o elemento factual do comportamento do acionista ou administrador, ponderando acerca da incompatibilidade entre o objetivo que foi buscado pelo ‘agente’ e a realização do interesse social”. Em: VILELA, Renato. **Conflito de interesses nas companhias: reflexões sobre as transações entre partes relacionadas pós IFRS**. 1. ed. São Paulo: Almedina. 2017, p. 77.

¹⁹¹ Para Erasmo Valladão Azevedo de Novaes e França, a consequência para um voto exercido nessas condições seria a nulidade: “nos casos enfocados, pois, a violação do *divieto* acarreta, *ipso facto*, a nulidade do voto e a consequente anulabilidade da deliberação, se o voto for determinante para a formação da maioria. Aqui, pois, o legislador estabeleceu, com base em precisas circunstâncias formais, à semelhança do que ocorre no direito alemão e no italiano, um controle *ex ante* de legitimidade do voto, sendo de todo dispensável perquirir acerca da ocorrência de prejuízo para a companhia ou para outros acionistas, de vez que o perigo de dano, como acentua Galgano, acha-

essas circunstâncias assembleares previstas pelo art. 115, §1º, da Lei nº 6.404/1976 residiriam nas “deliberações da assembleia geral relativas ao laudo de avaliação de bens com que concorrer para a formação do capital social, à aprovação de suas contas como administrador” e “quaisquer outras que puderem beneficiá-lo de modo particular”.

De outro lado, o conflito material não impediria o voto, mas exigiria do acionista que exercesse esse direito sem provocar prejuízos aos interesses da companhia ou de outros acionistas, o que só seria suscetível de avaliação após o efetivo exercício do voto naquelas circunstâncias em que o acionista “tiver interesse conflitante com o da companhia”.¹⁹² Nesse sentido, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França também diferencia o benefício particular, que é a vantagem lícita atribuída a um acionista, do interesse conflitante, que consiste na vantagem ilícita perseguida por um acionista por meio do exercício do voto em situação de conflito material de interesses.¹⁹³

Com base na distinção proposta por Calixto Salomão Filho, a temática das transações entre partes relacionadas, embora tenha relação direta com o problema do conflito de interesses, não se restringe ao objeto tutelado pela regra do conflito, sobretudo no direito societário brasileiro, com a previsão do art. 115, §1º, da Lei nº 6.404/1976.

Em comentário à decisão da CVM no caso da renovação de contratos de concessão celebrados entre a União e a Eletrobrás, Mario Engler Pinto Junior alerta que os administradores desta empresa estatal poderiam ter evitado a questão do conflito de interesses no voto da União caso não tivessem submetido os contratos à apreciação da assembleia geral, a qual não se

se *in re ipsa*”. Em: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. **Conflito de interesses nas assembleias de S.A. (e outros escritos sobre conflito de interesses)**. 2. ed. São Paulo: Malheiros, 2014, p. 92.

¹⁹² “Entendemos, dessa forma, que, ao fazer referências a ‘interesse conflitante com o da companhia’, no §1º, do art. 115, a lei não está se reportando a um conflito meramente formal, mas sim a um conflito *substancial*, que só pode ser verificado mediante o exame do conteúdo da deliberação. Tal como na Itália, pois, a lei, nessa hipótese, proíbe, cautelarmente, o acionista de votar. Se o acionista vota, deve-se verificar, então, o modo como votou: se, efetivamente, sacrificou o interesse da companhia ao seu interesse pessoal, com prejuízo, potencial ou atual, à companhia ou aos outros acionistas, seu voto será nulo, bem como anulável a deliberação tomada, se o voto foi decisivo para a formação da maioria. Em suma, a lei não estabeleceu, para tal situação, um *divieto di voto*, como o fez para as demais hipóteses do §1º, do art. 115”. Em: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. **Conflito de interesses nas assembleias de S.A. (e outros escritos sobre conflito de interesses)**. 2. ed. São Paulo: Malheiros, 2014, p. 102/103.

¹⁹³ Essa distinção é apresentada pelo autor da seguinte maneira: “esta é, pois, a distinção, em nosso entender. O benefício particular é a vantagem *lícita*, que pode ser outorgada estatutariamente, mas que impede o acionista beneficiário de votar, porque representa um *favor* ou algo *aleatório*. Tem, geralmente, um caráter de liberalidade, mesmo quando se trata de compensar serviços prestados. Quando o acionista, porém, busca uma vantagem *ilícita*, abusiva, com o exercício do voto, em detrimento, atual, ou mesmo potencial, da companhia ou outros acionistas, caracteriza-se o conflito de interesses”. Em: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. **Conflito de interesses nas assembleias de S.A. (e outros escritos sobre conflito de interesses)**. 2. ed. São Paulo: Malheiros, 2014, p. 311/312.

resguardava a competência privativa para deliberar sobre as concessões.¹⁹⁴ Esse comentário revela que determinadas transações entre partes relacionadas escapam à tutela promovida pela regra de conflito prevista no art. 115, §1º, da Lei nº 6.404/1976. Entretanto, embora não se submetam aos limites oferecidos pela regra de conflito, as transações entre partes relacionadas ainda compõem o problema geral do conflito de interesses que caracteriza a dinâmica das corporações. No caso Eletrobrás, ainda que os contratos não fossem submetidos à assembleia geral, a União ainda se situaria em conflito de interesses com a companhia, uma vez que o contrato não perderia sua condição de transação entre partes relacionadas apenas por contornar a tutela da regra de conflito.

Ainda, conforme Luca Enriques, a identificação de um conflito de interesses numa determinada operação se submete a incertezas e indeterminações que estão menos presentes nas transações entre partes relacionadas, o que facilita o monitoramento e controle desta prática corporativa.¹⁹⁵ Assim, essa incerteza e indeterminação tornam a temática do conflito de interesses menos objetiva que a temática das transações entre partes relacionadas. Nesse sentido, Luca Enriques e Hans Tobias Tröger elaboram um diagrama que apresenta as distinções e interseções entre conflito de interesses, transações entre partes relacionadas e a prática de escoamento de valores (*tunneling*)¹⁹⁶:

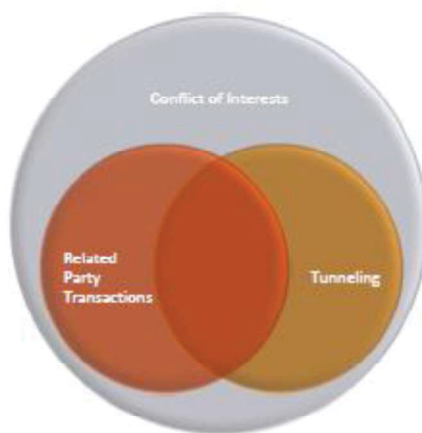
¹⁹⁴ Este é o trecho do comentário de Mario Engler Pinto Junior que corrobora a distinção entre transações entre partes relacionadas e conflito de interesses apresentada por este trabalho: “aparentemente, a deliberação sobre renovar os contratos de concessão não era da competência privativa da assembleia geral, eis que não havia exigência estatutária nesse sentido, nem tampouco o tema se enquadrava nas hipóteses do artigo 122 da Lei nº 6.404/1976. A rigor, a matéria poderia ser decidida no âmbito do conselho de administração, evitando toda a polêmica em torno da existência de conflito de interesses no voto proferido pela União, como acionista controladora”. Em: PINTO JUNIOR, Mario Engler. Exercício do controle acionário na empresa estatal: comentários à decisão da CVM no Caso Eletrobrás. **FGV Direito SP Research Paper Series**. n. 144, Abr. 2016, p. 6/7. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=2716310>>.

¹⁹⁵ Luca Enriques dedica uma seção inteira de seu artigo para tratar da diferença entre o escoamento de valores (*tunneling*), o conflito de interesses e as transações entre partes relacionadas: “so why do reform efforts in various jurisdictions in recent years focus on RPTs as opposed to, for example, the broader (and, in many jurisdictions, more traditional) category of conflict-of-interest transactions? One plausible explanation (in addition to the more prosaic one that the international policy debate is framed in terms of RPTs and domestic policy makers are just receptive of that language) is that rules applying to RPTs are more easily complied with and enforced than rules on conflicts of interest. Intuitively, the question of whether a “conflict of interest” exists in a given transaction is much more subjective and uncertain than the question of whether someone is a related party (although there is room for discretion in that respect as well)”. Em: ENRIQUES, Luca. Related party transactions. In: GORDON, Jeffrey N.; RINGE, Wolf-George. **The oxford handbook of corporate law and governance**. 1. Ed., pp. 506-531. Oxford: Oxford University Press, 2018, p. 515.

¹⁹⁶ ENRIQUES, Luca; TRÖGER, Tobias Hans. The law and (some) finance of related party transactions: an introduction (July 15, 2018). **European Corporate Governance Institute Law Working Paper**. n. 411, 2018, p. 5. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=3214101>>.

Figura 1 – Conflitos de interesse, escoamento de valores e transações entre partes relacionadas

Figure 1: Conflicts of interest, tunneling and RPTs



Fonte: ENRIQUES, Luca; TRÖGER, Tobias Hans. The law and (some) finance of related party transactions: an introduction (July 15, 2018). **European Corporate Governance Institute Law Working Paper**. n. 411, 2018, p. 5. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=3214101>>.

Para o direito societário brasileiro, tomando como referência apenas a regra de conflito prevista pelo art. 115, §1º, da Lei nº 6.404/1976, as transações entre partes relacionadas extrapolariam a temática do conflito de interesses. Assim, no diagrama acima, as transações entre partes relacionadas não seriam um subconjunto dos conflitos de interesses, mas seriam um conjunto próprio, que compartilharia apenas uma interseção com o conjunto dos conflitos de interesse.

Desse modo, o diagrama acima só reflete de modo adequado a relação entre a temática de conflito de interesses e a temática das transações entre partes relacionadas quando aquela é tomada em seu sentido amplo, e não no sentido estrito oferecido pela regra de conflito do art. 115, §1º, da Lei nº 6.404/1976. O controle das transações entre partes relacionadas se destina a evitar e remediar as circunstâncias em que a perseguição de interesses particulares por um agente corporativo provoca prejuízos à companhia e aos acionistas, com a expropriação de valores em favor de um único agente em detrimento dos demais. Nos termos utilizados pela doutrina de direito empresarial, a regulação das transações entre partes relacionadas se ocupa, com maior atenção, do aspecto material ou substancial de uma operação conflituosa, e não do seu aspecto formal.

Em conclusão, as transações entre partes relacionadas, enquanto temática de interesse do direito empresarial, não se confundem com a temática do *self-dealing* e com a temática do conflito de interesses. Com evidência, as transações entre partes relacionadas compartilham uma extensa interseção com a prática de *self-dealing*, mas alguns autores também estendem a

esta temática determinadas operações que não estão abrangidas pelo conceito de transações entre partes relacionadas, como é o caso da assunção de oportunidades de negócio ou negociação com informações privilegiadas. Além disso, as transações entre partes relacionadas também compartilham uma interseção com a temática do conflito de interesses, sobretudo porque a maioria daquelas transações contém esses conflitos. No entanto, no contexto do direito empresarial brasileiro, a legislação societária endereça a questão do conflito de interesses de uma maneira que não permite que essa temática seja confundida com o endereçamento das transações entre partes relacionadas. Nesse sentido, essa prática corporativa recebe seu adequado tratamento jurídico quando é posicionada enquanto instrumento para o escoamento de valores e para o escoramento corporativo, conforme explorará a próxima subseção.

3.2.2 O escoamento de valores e o escoramento corporativo

Esta subseção pretende explorar as práticas de escoamento de valores (*tunneling*) e de escoramento corporativo (*propping*), que se situam entre as técnicas utilizadas por acionistas controladores e administradores para a extração de valor de uma companhia em detrimento dos interesses sociais e dos interesses dos próprios acionistas. Assim, esta subseção se dedicará a localizar esses fenômenos empresariais nas sociedades de capital, com a finalidade de possibilitar a posterior caracterização dessas práticas no âmbito das sociedades de economia mista, de maneira a incluí-las enquanto objeto das políticas corporativas de transações entre partes relacionadas.

Conforme indicado na subseção anterior, a definição contábil para transações entre partes relacionadas contém um elemento objetivo, que é a “transferência de recursos, serviços e obrigações” entre a companhia e uma parte relacionada.¹⁹⁷ Com a finalidade de estabelecer os limites da prática de escoamento de valores, esta subseção pretende também explorar a definição desse elemento objetivo que caracteriza as transações entre partes relacionadas, sobretudo para identificar o conteúdo do valor que pode ser escoado por meio dessas transações.

Em outra oportunidade, este autor já sustentou que os elementos objetivos das transações entre partes relacionadas (ou seja, os recursos, serviços ou obrigações que são

¹⁹⁷ COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS. **CPC 05 (R1): Divulgação sobre Partes Relacionadas**. Brasília: CPC, 2010. Disponível em: <<http://www.cpc.org.br/CPC/Documentos-Emitidos/Pronunciamentos/Pronunciamento?Id=36>>.

transferidos entre a companhia e uma parte relacionada) “são indiferentes à finalidade de divulgação de informações contábeis referentes a essas transações”.¹⁹⁸

Essa afirmação acarreta duas consequências. Em primeiro lugar, para a caracterização de uma transação entre partes relacionadas, a fixação do elemento subjetivo (o posicionamento da companhia e da parte relacionada nos polos da transação) precede a identificação do elemento objetivo (o conteúdo do valor transferido, ou seja, um recurso, serviço ou obrigação). Aliás, determinadas transações são isentas do cumprimento de obrigações contábeis referentes à divulgação de informações porque as partes da operação não são partes relacionadas, embora aparentemente se enquadram nessa condição.¹⁹⁹ Em segundo lugar, conforme também indicado na introdução deste capítulo, a transferência de recursos, serviços ou obrigações assume diversos formatos jurídicos, que ora se enquadram, ora extrapolam os limites de um contrato. Comparam-se, por exemplo, um contrato de compra e venda de um imóvel entre a companhia e uma parte relacionada e uma operação de capital que aumenta a participação acionária de um acionista.

A precedência do elemento subjetivo, contudo, não diminui a relevância do elemento objetivo para a regulação das transações entre partes relacionadas. No âmbito do direito privado, Enzo Roppo sustenta que o contrato, enquanto conceito jurídico, não se encerra em si próprio, mas se orienta em favor da operação econômica da qual ele é instrumento.²⁰⁰ Para Roppo, a caracterização de uma operação econômica depende da identificação de elementos objetivos, que residem na circulação de riquezas, ou seja, na transferência entre dois sujeitos de bens ou quaisquer utilidades passíveis de avaliação econômica.²⁰¹ Assim, determinados

¹⁹⁸ FRANCO, Bruno Henrique Kons. Transações entre partes relacionadas em concessões de serviço público: regulação, governança e controle. **Revista de Direito Público da Economia – RDPE**, Belo Horizonte, ano 18, n. 70, p. 9-28, abr./jun. 2020, p. 12.

¹⁹⁹ O item 11 do Pronunciamento Técnico CPC 05 (R1), em seu item 11, apresenta uma lista de circunstâncias que excluiriam determinados sujeitos da condição de parte relacionada, como é o caso de empreendedores que participam de um empreendimento conjunto em *joint venture*. Em: COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS. **CPC 05 (R1): Divulgação sobre Partes Relacionadas**. Brasília: CPC, 2010. Disponível em: <<http://www.cpc.org.br/CPC/Documentos-Emitidos/Pronunciamentos/Pronunciamento?Id=36>>

²⁰⁰ Enzo Roppo não apenas distingue o contrato da operação econômica, mas também fixa o contrato enquanto forma jurídica que é construída “em função da operação econômica”, conforme seguinte passagem: “Mas se isto é verdade - e se, consequentemente, se pode e se deve falar do contrato-conceito jurídico, como de algo diverso e distinto do contrato-operação econômica, e não identificável pura e simplesmente com este último - é, contudo, igualmente verdade que aquela formalização jurídica nunca é construída (com os seus caracteres específicos e peculiares) como fim em si mesma, mas sim com vista e em função da operação econômica, da qual representa, por assim dizer, o invólucro ou a veste exterior, e prescindindo da qual resultaria vazia, abstracta, e, consequentemente, incompreensível: mais precisamente, com vista e em função do arranjo que se quer dar às operações econômicas, dos interesses que no âmbito das operações econômicas se querem tutelar e prosseguir”. Em: ROPPO, Enzo. **O contrato**. Coimbra: Almedina, 2009, p. 9.

²⁰¹ Enzo Roppo define os elementos objetivos da operação econômica da seguinte maneira: “Uma operação é ou não é - objectivamente - uma operação econômica, conforme apresente ou não apresente as suas características objectivas, independentemente daqueles que possam ser, em concreto, os motivos e os interesses individuais que

elementos formais de um instrumento contratual cederão a esses aspectos materiais inerentes às operações econômicas veiculadas por meio de contratos. Por exemplo, pouco importa que o cabeçalho de um contrato indique que o instrumento constitui um contrato de aluguel quando as prestações estabelecidas no negócio jurídico refletem uma operação econômica de comodato. Esse contrato se submeterá ao regime jurídico do comodato porque a dimensão material e objetiva prevalece em relação à dimensão formal descrita no instrumento contratual.

Esse argumento de Enzo Roppo, que coloca a operação econômica como substrato do contrato, pode também ser importado para o contexto das transações entre partes relacionadas. A submissão dessas transações a determinadas limitações jurídicas se destina a impedir que elas sejam utilizadas para prejudicar interesses da companhia e de acionistas (especialmente os acionistas minoritários), a exemplo dos prejuízos que resultam da prática de escoamento de valores. Assim, embora haja uma precedência do elemento subjetivo sobre o elemento objetivo para a caracterização da transação do ponto de vista contábil, o elemento objetivo, sob a perspectiva jurídica, prevalece sobre o elemento subjetivo. Em outras palavras, os mecanismos jurídicos que endereçam as transações entre partes relacionadas devem preconizar o aspecto material dessas transações, que reside no valor transferido entre as partes relacionadas, em detrimento de aspectos formais, como, por exemplo, a própria formalização da operação por escrito. A finalidade de regular essa prática corporativa reside em avaliar se as transferências de valores entre partes relacionadas refletem o encerramento de uma operação eivada de ilicitude, com potencial para provocar prejuízos a interessados.

Dada a prevalência do aspecto material ou objetivo das transações entre partes relacionadas, a definição de escoamento de valores a ser adotada por este trabalho refletirá os atributos do valor que é transferido entre a companhia e a parte relacionada, que se concentram em duas características nucleares.

A primeira característica do escoamento de valores veiculado por intermédio de transações entre partes relacionadas constitui a expressão contábil que a transferência de recursos, serviços ou obrigações assume (ou deveria assumir) nas demonstrações financeiras da companhia. Essa característica do escoamento de valores no contexto das transações entre

levaram o sujeito a concluí-la [...]. Quais são então essas características objectivas? Muito simplesmente, pode dizer-se que existe operação económica -e portanto possível matéria de contrato -onde existe circulação da riqueza, actual ou potencial transferência de riqueza de um sujeito para outro (naturalmente, falando de “riqueza” não nos referimos só ao dinheiro e aos outros bens materiais,~ mas consideramos todas as “utilidades” susceptíveis de avaliação económica, ainda que não sejam “coisas” em sentido próprio: nestes termos, até a promessa de fazer ou de não fazer qualquer coisa em benefício de alguém, representa, para o promissário, uma riqueza verdadeira e própria como adianta melhor se verá)”. Em: ROPPO, Enzo. **O contrato**. Coimbra: Almedina, 2009, p. 12/13.

partes relacionadas é relevante para diferenciá-las de outras práticas que também são incluídas pela literatura em governança corporativa como instrumentos de escoamento.

O valor escoado, no entanto, não corresponde de modo imediato ao valor da transação que é indicado nas contas da companhia. O valor escoado é a diferença entre o valor escriturado nas demonstrações financeiras e o valor a que supostamente corresponderia à transação caso realizada entre partes não-relacionadas. Desse modo, o escoamento de valores provoca prejuízos que demandam liquidação, o que depende da avaliação econômica dessa transação hipotética. Essa questão será explorada com maior profundidade na próxima seção. Adianta-se que esse constitui um dos principais obstáculos ao controle do escoamento de valores: avaliar e demonstrar que a transação entre partes relacionadas extrapola os parâmetros esperados para a operação quando comparada a uma transação hipotética.

Assim, a diferença do escoamento de valores veiculado por meio de transações entre partes relacionadas para aquele operacionalizado com o auxílio de outros instrumentos jurídicos reside nesse caráter escritural ou contábil do valor escoado. Luca Enriques reconhece que a caracterização de uma transação entre partes relacionadas, conforme a definição contábil contida no IAS 24, exige a presença dessa transferência de recursos, razão pela qual a assunção de oportunidades de negócio não se enquadraria adequadamente aos limites dessa prática corporativa.²⁰² Assim, a definição contábil de valor dispõe da aptidão para atrair ou afastar a incidência das normas regulatórias ou de governança aplicáveis às transações entre partes relacionadas.

No entanto, Lucas Enriques também destaca que a transposição automática de definições de caráter contábil para o âmbito dos mecanismos jurídicos provoca desafios ao controle das transações entre partes relacionadas. Em nota de rodapé, o autor oferece o exemplo da assunção de uma ideia ou oportunidade de negócio em troca da qual a parte relacionada promove o pagamento de um preço. Nesse caso, a operação constituiria uma transação entre partes relacionadas, considerando a presença da transferência de recursos, embora a assunção de oportunidades de negócio, em geral, não se enquadre aos limites dessa prática corporativa. Assim, o transplante da gramática contábil para os mecanismos jurídicos importaria na possibilidade de excluir do regime das transações entre partes relacionadas algumas operações

²⁰² “Finally, according to its accounting notion, a RPT involves a transfer of resources. When value is transferred between the company and the related party that does not qualify as a resource, no RPT is involved. Such is for example the case where the controller appropriates a mere business idea (or a corporate opportunity)”. Em: ENRIQUES, Lucas. Related party transactions. In: GORDON, Jeffrey N.; RINGE, Wolf-George. **The oxford handbook of corporate law and governance**. 1. Ed., pp. 506-531. Oxford: Oxford University Press, 2018, p. 514.

que constituiriam a própria razão para a limitação substancial ou procedimental do comportamento de determinados agentes no contexto dessas transações.²⁰³

O fenômeno da convergência autorregulatória, descrito no primeiro capítulo, auxilia a esclarecer as razões para que essas definições contábeis sejam transplantadas para os mecanismos jurídicos de controle das transações entre partes relacionadas. As companhias adotam em suas políticas corporativas as definições oferecidas por normas regulatórias de divulgação contábil com a finalidade de reduzir os custos de observância regulatória. Permanece, entretanto, o dilema: as companhias disporiam da autonomia para estabelecer em suas políticas corporativas definições de transações entre partes relacionadas diferentes daquelas oferecidas pelas normas de padronização de divulgação contábil (com a adoção de definições mais amplas, por exemplo)? Sob a perspectiva dos custos de observância regulatória, a adoção de definições próprias no âmbito das políticas de transações entre partes relacionadas apenas ampliaria os custos para o escrutínio dessa prática corporativa, sobretudo porque exigiria da companhia que controlasse uma ampla variedade de operações, que nem sempre contém a potencial ilicitude presente nas transações entre partes relacionadas. Assim, embora seja possível que as políticas adotem conceitos distintos daqueles contidos nas normas de divulgação contábil, a replicação dessas definições oferece apenas benefícios à companhia, proporcionando o incremento na eficiência do controle das transações no contexto da corporação.

Contudo, assim como sugere Luca Enriques, as definições contábeis oferecidas por essas normas regulatórias não se confundem com a própria regulação das transações entre partes relacionadas. Esses conceitos contábeis são oferecidos no interior de regras referentes à divulgação obrigatória de informações, que constitui apenas um dos mecanismos jurídicos disponíveis para o controle dessa prática corporativa. Essas normas que abordam a divulgação obrigatória de informações se destinam sobretudo a orientar os contadores responsáveis pela companhia quanto à forma de escrituração contábil dessas transações. O mecanismo jurídico

²⁰³ Na nota de rodapé de número 41, Luca Enriques explora esses obstáculos que o transplante das definições contábeis opõe à implementação de mecanismos jurídicos para controle das transações entre partes relacionadas: “the point is tricky, however, because there is no doubt that a RPT [Related-Party Transaction] is entered into if the controller indeed pays a price for the business idea. In the absence of a formal deal, there is a transfer of value between the company and the controller, but what is transferred would arguably not qualify as a “resource,” because there is no evidence thereof in the company’s books. This makes sense from an accounting perspective, because in the absence of a resource (i.e., asset), there can be no entry for the tacit transaction in the company’s accounts. It makes much less sense if RPTs are the subject of procedural rules or other mandatory disclosure rules. This example shows how the automatic transplant of accounting concepts into regimes aimed to substantially or procedurally regulate behavior may be problematic”. Em: ENRIQUES, Lucas. Related party transactions. In: GORDON, Jeffrey N.; RINGE, Wolf-George. **The oxford handbook of corporate law and governance**. 1. Ed., pp. 506-531. Oxford: Oxford University Press, 2018, p. 514.

da divulgação de informações, assim, não interfere ou limita a função exercida pelos demais mecanismos jurídicos que se endereçam às transações entre partes relacionadas.

A segunda característica do escoamento de valores consiste no caráter ilícito da transferência de valores entre a companhia e as partes relacionadas. Este trabalho se ocupa sobretudo da ilicitude civil, que provoca danos a interessados e que enseja a responsabilização dos agentes, embora determinadas condutas praticadas no contexto das transações entre partes relacionadas também possam ser reputadas como ilícitas na esfera criminal. Os limites dessa ilicitude serão explorados com maior profundidade no próximo capítulo, quando este trabalho tratar dos mecanismos jurídicos orientados ao controle de transações entre partes relacionadas. Precisamente, esses mecanismos jurídicos exigem que as transações entre partes relacionadas respeitem determinados limites materiais para que não ultrapassem a fronteira da legalidade.

Conforme indicado na introdução deste capítulo, a extração de benefícios privados de controle nem sempre representa uma conduta ilegal, uma vez que a lei, por vezes, prevê determinadas assimetrias nos regimes jurídicos de cada espécie de acionista. A própria possibilidade de celebrar um contrato com parte relacionada já é uma potencial vantagem para o controlador que nem sempre está à disposição dos acionistas minoritários. Entretanto, essa vantagem, por si só, não é ilegal, desde que respeite determinados limites. As políticas corporativas, assim, deverão se ocupar das hipóteses em que esses benefícios e quaisquer outros valores sejam extraídos de maneira ilícita por intermédio de transações entre partes relacionadas. Essa linha tênue que divide a legalidade e a ilegalidade do escoamento de valores também acarreta a possibilidade de que o acionista ou administrador opte pela técnica de escoamento que contenha menos riscos sob a perspectiva do potencial reconhecimento de ilicitudes, que reflete a prática denominada por Luca Enriques de arbitragem de instrumentos de escoamento (*tunneling arbitrage*).²⁰⁴

Estabelecidas essas duas características nucleares (a expressão contábil do valor escoado e a ilicitude da conduta escoante), o escoamento de valores recebe uma classificação a depender da técnica utilizada para operá-lo. Assim, a arbitragem de instrumentos de escoamento evidencia um aspecto essencial do escoamento de valores, que reside na diversidade de técnicas

²⁰⁴ “At the same time, when the law treats differently two tunneling techniques allowing a controller to reach exactly the same expropriation outcome, the controller may engage in “tunneling arbitrage” and choose the more loosely regulated technique. For instance, should a legal system provide that the procedural safeguards for RPTs have to be followed in the case of parent-subsidary mergers, while much looser rules apply to tender offers initiated by the dominant shareholder and followed by a squeeze-out (again executed other than via a merger), the latter will be the preferred avenue to freeze out minorities”. Em: ENRIQUES, Lucas. Related party transactions. In: GORDON, Jeffrey N.; RINGE, Wolf-George. **The oxford handbook of corporate law and governance**. 1. Ed., pp. 506-531. Oxford: Oxford University Press, 2018, p. 515.

a partir das quais os acionistas e administradores podem operar a expropriação de valores da companhia.

As transações entre partes relacionadas, embora constituam a principal técnica à disposição dos sujeitos escoantes, não são o único instrumento de escoamento de valores. Nesse sentido, Vladimir Atanasov, Bernard Black e Conrad Ciccotello classificam o escoamento em três modalidades: o escoamento de fluxo de caixa (*cash flow tunneling*), o escoamento de ativos (*asset tunneling*) e o escoamento de capital (*equity tunneling*).²⁰⁵ Em trabalho posterior, os autores também diferenciam o escoamento de fluxo de caixa em duas modalidades: o escoamento de fluxo de caixa para dentro (*cash flow tunneling “in”*) e o escoamento de fluxo de caixa para fora (*cash flow tunneling “out”*).²⁰⁶ Essa classificação apresentada pelos autores confirma que as transações entre partes relacionadas não equivalem a contratos, mas representam operações econômicas que impactam de distintas formas a situação financeira (quando o fluxo de caixa é escoado), patrimonial (quando um ativo é escoado) e de capital de uma companhia. Esse aspecto das transações entre partes relacionadas também impactará o modo pelo qual determinados mecanismos jurídicos exigem dessa prática corporativa que observe parâmetros como a comutatividade para a avaliação da legalidade material das transações. Conforme explorará o próximo capítulo, a comutatividade dispõe de um sentido próprio no âmbito do direito contratual, que não pode ser importado de modo pouco criterioso para as normas que endereçam as transações entre partes relacionadas.

Vladimir Atanasov, Bernard Black e Conrad Ciccotello diferenciam as modalidades de escoamento de valores a partir dos impactos que cada modalidade provoca na situação financeira e patrimonial da companhia.

O escoamento de fluxo de caixa, que constitui a operação que escoar valores indicados no fluxo de caixa operacional da empresa, não afeta os ativos operacionais (como bens imóveis, que pertencem ao ativo imobilizado), tampouco a capacidade futura da companhia de gerar caixa.²⁰⁷ Exemplos seriam a compra e venda de bens de consumo e a remuneração de

²⁰⁵ ATASANOV, Vladimir; BLACK, Bernard; CICCOTELLO, Conrad S. Law and tunneling. **The Journal of Corporation Law**. V. 37, pp. 1-49, 2011, p. 5.

²⁰⁶ ATASANOV, Vladimir; BLACK, Bernard; CICCOTELLO, Conrad S. Unbundling and measuring tunneling. **University of Illinois Law Review**. n. 5, pp. 1697-1738, 2014, p. 1700.

²⁰⁷ Para caracterizar o escoamento de fluxo de caixa, os autores também mencionam que ele pode ocorrer por tempo indeterminado e que não afeta o direito dos acionistas (*“ownership claims”*) da companhia: “cash flow tunneling can be defined as ‘transactions which divert what would otherwise be operating cash flow from the firm to insiders...’. There are several stylized attributes of cash flow tunneling: ‘(a) it can potentially recur indefinitely, but may or may not do so in fact; (2) it leaves the firm’s long-term productive assets unchanged; (3) it leaves ownership claims over the firm’s assets unchanged; and (4) if limited in extent, it may not significantly affect the firm’s long-term cash-generating ability’”. Em: ATASANOV, Vladimir; BLACK, Bernard; CICCOTELLO, Conrad S. Law and tunneling. **The Journal of Corporation Law**. V. 37, pp. 1-49, 2011, p. 6.

executivos. O escoamento de ativos, em contrapartida, constitui a venda por preço abaixo do mercado (escoamento de ativos para fora) ou a compra por preço acima do mercado (escoamento de ativos para dentro) sobretudo de ativos operacionais, a exemplo de bens imóveis.²⁰⁸ Os autores também incluem nessa modalidade o escoamento de ativos intangíveis, como a assunção de oportunidades de negócio.

Em oposição ao escoamento de fluxo de caixa, o escoamento de ativos penetra de modo perene sobre diversos aspectos da situação econômico-financeira da companhia, porque impede de modo definitivo que o ativo escoado gere caixa para a companhia e diminui de modo geral a capacidade operacional da empresa.²⁰⁹ O escoamento de ativos e o escoamento de fluxo de caixa também impactam de modo distinto as demonstrações financeiras da companhia. Aquele afeta o balanço patrimonial, enquanto este afeta a demonstração de resultados e a demonstração de fluxo de caixa.²¹⁰

O escoamento de capital, por sua vez, incrementa o valor das participações societárias de uns acionistas em detrimento de outros sem afetar a operação ou o caixa da companhia. Exemplos de escoamento de capital seriam as operações de *freezeout* de acionistas minoritários, a recompra de ações por preço acima do mercado ou a emissão de novas ações para acionistas por preço abaixo do valor da companhia.²¹¹

Essas diferentes formas de operar o escoamento evidenciam, também, uma diferença entre escoamento de valores e transações entre partes relacionadas. Estas constituem apenas um instrumento para o escoamento, que pode ser operado com o auxílio de técnicas que não configuram transações entre partes relacionadas. Desse modo, as políticas de transações entre partes relacionadas apenas endereçarão a prática de escoamento quando operadas por meio de transações entre partes relacionadas. Essas operações incluirão contratos estritamente

²⁰⁸ ATASANOV, Vladimir; BLACK, Bernard; CICCOTELLO, Conrad S. Law and tunneling. **The Journal of Corporation Law**. V. 37, pp. 1-49, 2011, p. 7.

²⁰⁹ Os autores apresentam essas duas razões como distinções entre o escoamento de fluxo de caixa e o escoamento de ativos para fora: “We treat asset tunneling “out” as separate from cash flow tunneling for several reasons. First, asset tunneling out diverts all future cash flows associated with significant assets in a single transaction. In contrast, diverting cash flows is an ongoing process which can be modified or even stopped in the future. Second, if there is synergy between different aspects of a firm’s business, asset tunneling out may reduce the value of the firm’s remaining assets. Cash flow tunneling is closer to being purely redistributive. Unless large in scale, it may have little impact on a firm’s future operating performance, if the cash flow tunneling were to cease”. Em: ATASANOV, Vladimir; BLACK, Bernard; CICCOTELLO, Conrad S. Unbundling and measuring tunneling. **University of Illinois Law Review**. n. 5, pp. 1697-1738, 2014, p. 1704/1705.

²¹⁰ ATASANOV, Vladimir; BLACK, Bernard; CICCOTELLO, Conrad S. Law and tunneling. **The Journal of Corporation Law**. V. 37, pp. 1-49, 2011, p. 8.

²¹¹ “The core characteristic of equity tunneling is that it rearranges ownership claims over the firm’s assets, to the detriment of minority shareholders, without directly affecting the firm’s assets or operations. Two central forms of equity tunneling are offerings of shares (or securities convertible into shares) to insiders for below fair value and going-private transactions, often called freezeouts”. Em: BLACK, Bernard; CICCOTELLO, Conrad S. Unbundling and measuring tunneling. **University of Illinois Law Review**. n. 5, pp. 1697-1738, 2014, p. 1707.

sinalagmáticos, como a compra e venda ou a prestação de serviços, mas também abrangerão operações de capital e qualquer operação em que se identifiquem os elementos subjetivos e objetivos que configuram uma transação entre partes relacionadas.

Em conjunto à temática do escoamento de valores, enquanto fenômeno próximo e semelhante, a literatura em governança também se ocupa da prática de escoramento corporativo (*propping*), que, conforme Curtis Milhaupt e Mariana Pargendler, reside no suporte e na assistência que podem ser oferecidos à companhia por intermédio de transações entre partes relacionadas.²¹² Quando implementado por meio de operações entre companhias de um mesmo grupo empresarial, o escoramento corporativo constitui o oposto simétrico do escoamento de valores, pois reflete o trânsito de valores escoados de uma companhia em favor de outra no interior do próprio grupo.²¹³ Em contrapartida, quando promovido pelo acionista controlador, o escoramento aparece como um meio disponível ao sócio para subsidiar a companhia com recursos próprios, o que, segundo Curtis Milhaupt e Mariana Pargendler, beneficia tanto a companhia como acionistas minoritários e credores.²¹⁴

No entanto, embora pareça inofensivo à companhia, o escoramento corporativo se revela como um mecanismo intermediário nas estratégias adotadas para implementar o escoamento de valores. Os próprios motivos que conduzem os acionistas a escorarem as companhias não são uniformes. Eric Friedman, Simon Johnson e Todd Mitton identificam uma relação entre a adoção de instrumentos de dívida para financiamento das atividades da companhia, a ausência de proteção a investidores em determinado regime jurídico e a prática de escoramento corporativo.²¹⁵ Conforme sustentam os autores, a prevalência de instrumentos de dívida como mecanismo de financiamento corporativo estimula o escoramento, pois o

²¹² “Quite apart from their use as a means of extracting wealth from minority shareholders, however, RPTs can also be used to *assist* firms, conduct known as ‘propping’”. Em: MILHAUPT, Curtis J.; PARGENDLER, Mariana. Related party transactions in state-owned enterprises: tunneling, propping and policy channeling. **European Corporate Governance Institute Working Paper Series in Law**. Working paper n. 386, mar., 2018, p. 3.

²¹³ “Such assistance can come from other sister firms within the corporate group, in which case it is simply the flip side of tunneling: resources are transferred from one company within the group (the victim of tunneling) to another (the beneficiary of propping)”. Em: MILHAUPT, Curtis J.; PARGENDLER, Mariana. Related party transactions in state-owned enterprises: tunneling, propping and policy channeling. **European Corporate Governance Institute Working Paper Series in Law**. Working paper n. 386, mar., 2018, p. 4.

²¹⁴ “Things are different, however, if the controlling shareholder benefits both minority investors and creditors, and ordinarily does not decrease social welfare in the private sector”. Em: MILHAUPT, Curtis J.; PARGENDLER, Mariana. Related party transactions in state-owned enterprises: tunneling, propping and policy channeling. **European Corporate Governance Institute Working Paper Series in Law**. Working paper n. 386, mar., 2018, p. 4.

²¹⁵ Essa relação entre instrumentos de dívida, proteção de investidores e escoramento corporativo é colocada hipoteticamente na introdução do artigo: “If the legal system is weak, creditors cannot take possession of collateral but a firm that defaults on existing debts will not generally be able to borrow further. In this framework, the direct effect of debt is to increase the potential for propping and make it more likely that outside investors will participate in financing the firm”. Em: FRIEDMAN, Eric; JOHNSON, Simon; MITTON, Todd. Propping and tunneling. **Journal of Comparative Economics**. n. 31, pp. 732-750, 2003, p. 734.

acionista escorará a companhia para não perder a possibilidade futura de promover novos levantamentos de recursos com a emissão de dívidas. Em regimes jurídicos que oferecem pouca proteção a acionistas minoritários, a própria possibilidade de que o acionista promova o escoramento corporativo incentiva os investidores a financiarem a companhia por meio de instrumentos de dívida.²¹⁶

Esse escoramento, contudo, só será oferecido pelo acionista em determinadas circunstâncias de fragilidade financeira da companhia, sob as quais o retorno futuro a ser potencialmente obtido em decorrência do escoramento (retorno que poderá advir tanto da distribuição futura de dividendos como da prática futura de escoamento de valores) seja superior ao custo de permitir que a companhia recaia em insolvência.²¹⁷ No mesmo sentido, Qianwei Ying e Liang Wang indicam que, no contexto chinês, as circunstâncias que motivam o escoramento corporativo residem na intenção de impedir a retirada compulsória da companhia da listagem em bolsa de valores da China e de impedir a perda da qualificação para refinanciamento de dívidas.²¹⁸ Nesses casos, conforme os autores, o escoramento corporativo poderá ser sucedido de operações orientadas ao escoamento de valores, sobretudo em empresas estatais.²¹⁹

²¹⁶ Os autores confirmam na conclusão do artigo esse aspecto do financiamento corporativo em regimes jurídicos com menor proteção a investidores: “if our results hold up under further theoretical and empirical scrutiny, there are several interesting implications. The first is that even in countries with very weak legal protection for investors, it is possible for firms to attract money from outsiders. However, outside investment will tend to be in the form of debt rather than equity. High debt ratios mean that there is propping in some negative scenarios, but if a shock is sufficiently bad, then firms will simply shut down”. Em: FRIEDMAN, Eric; JOHNSON, Simon; MITTON, Todd. Propping and tunneling. **Journal of Comparative Economics**. n. 31, pp. 732-750, 2003, p. 749.

²¹⁷ Esse argumento revela uma relação entre o escoramento corporativo e o escoamento de valores: “As argued above, the presence of debt may reduce stealing by the entrepreneur [...] because the entrepreneur steals less so that the firm will remain solvent. [...] The entrepreneur may even put some of his own money into the firm to prevent bankruptcy. The reason for this behavior is that earnings in the future, both from profit sharing and stealing, are valuable so that the entrepreneur wants to keep the firm in business for these opportunities”. Em: FRIEDMAN, Eric; JOHNSON, Simon; MITTON, Todd. Propping and tunneling. **Journal of Comparative Economics**. n. 31, pp. 732-750, 2003, p. 744.

²¹⁸ Esses motivos são explorados minuciosamente no artigo: “[...]the CSRC regulations stipulating delisting and termination of the right to refinance in the face of poor firm performance affect the timing of controlling shareholders’ tunneling and propping operations. The Chinese stock issuance system is bureaucratic, with government approval needed for almost every step. The government controls the minimum requirements for and the scale and even pace of stock issuance, which results in difficulties in going public and, consequently, current listed firms become important shell resources. These shell resources are important because they are both scarce and provide a valuable platform for stockholders to obtain extremely high benefits, such as the qualification to refinance, firm popularity and fame, and the enjoyment of preferential policies. However, their value is finite. The risks of being delisted or having refinancing restrictions imposed constitute direct threats to firms’ ability to profit from the capital market on an ongoing basis”. Em: YING, Qianwei; WANG, Liang. Propping by controlling shareholders, wealth transfer and firm performance: evidence from Chinese listed companies. **China Journal of Accounting Research**. n. 6, pp. 133-147, 2013, p. 136.

²¹⁹ Essa hipótese investigada pelos autores é descrita da seguinte maneira: As previously noted, controlling shareholders sometimes prop up firms for reasons other than improving long-term profitability. If their rationale is to maintain shell resources or qualify for refinancing, they tend to subsequently engage in tunneling or even require payback, thereby expropriating from minority shareholders”. Em: YING, Qianwei; WANG, Liang.

Em conclusão, as políticas de transações entre partes relacionadas se ocupam de todos os eventos que refletem um trânsito de valores entre a empresa estatal e suas partes relacionadas, sem diferenciar a direção que essa transferência de valores assume em cada transação. Em oposição ao escoamento de valores, que é ilícito, o escoramento corporativo, a princípio, não contém qualquer ilicitude. Entretanto, o escoramento corporativo controverte a própria natureza econômica das sociedades empresariais, que reside na separação patrimonial e jurídica entre os sócios e a sociedade. Em outras palavras, os sócios blindam determinada parcela de seu patrimônio no capital das sociedades empresariais para que elas sejam capazes de se sustentar e oferecer retornos ao investimento a partir do exercício da própria atividade empresarial, sem a necessidade da injeção de valores para suportar o negócio. Assim, conforme explorado nos parágrafos anteriores, o escoramento corporativo encontra justificativa em determinadas circunstâncias da dinâmica empresarial, que, por vezes, também se aproximam do escoamento de valores. No âmbito do regime orçamentário das empresas estatais brasileiras, o escoamento de valores e o escoramento corporativo assumem um significado peculiar, que contribui para inserir esta prática no horizonte das políticas de transações entre partes relacionadas, conforme será explorado na seção seguinte.

3.3 As transações entre partes relacionadas e a canalização política (*policy channeling*) nas sociedades de economia mista

A seção anterior explorou a definição e os limites para o escoamento de valores, que constitui o principal risco endereçado pelas políticas de transações entre partes relacionadas. A seção anterior também investigou os limites do escoramento corporativo e sua interação com o escoamento de valores. Esta seção aprofundará a delimitação desses fenômenos no âmbito das empresas estatais, com a finalidade de acrescentar a canalização política (*policy channeling*) aos riscos a serem objeto das políticas de transações entre partes relacionadas.

Conforme indicado na introdução deste capítulo, Mariana Pargendler e Curtis Milhaupt cunharam a expressão canalização política (*policy channeling*) para caracterizar as circunstâncias em que o Estado se utiliza das empresas estatais para atingir objetivos políticos ou de política pública, que não acobertam os interesses financeiros perseguidos pelos acionistas minoritários privados. A canalização política produziria em favor do acionista controlador estatal uma espécie distinta de benefício não-pecuniário de controle, que residiria nos benefícios

políticos do controle. Conforme os autores, em oposição à classificação oferecida originalmente por Ronald Gilson, os benefícios políticos do controle, embora sejam não-pecuniários, carregam a aptidão para provocar prejuízos aos acionistas minoritários privados.²²⁰

Andrei Shleifer também já empregou o termo canalização como um elemento para justificar a ineficiência das empresas estatais, que seriam instrumentalizadas pelo governo como veículo para distribuir vantagens a apoiadores e garantir a manutenção do suporte político. Entretanto, para caracterizar essas vantagens, Shleifer apresenta exemplos de benefícios com caráter pecuniário, como a remuneração excessiva para determinados cargos ou a transferência direta de valores em favor de apoiadores.²²¹ Desse modo, a hipótese esboçada por Milhaupt e Pargendler de que os benefícios políticos de controle dispõem de caráter não-pecuniário acarreta duas relevantes consequências para a governança das sociedades de economia mista: a) em razão desses benefícios políticos não-pecuniários, os benefícios pecuniários de controle, extraídos com o auxílio das transações entre partes relacionadas, seriam menos relevantes no contexto das empresas estatais; b) os benefícios não-pecuniários políticos, em oposição aos benefícios não-pecuniários psíquicos, também prejudicariam os interesses de acionistas minoritários.²²² Esta seção pretende explorar com maior profundidade essa hipótese e suas consequências, com a finalidade de avaliar se a distinção entre benefícios pecuniários e não-pecuniários é adequada para caracterizar a posição do Estado enquanto acionista controlador nas sociedades de economia mista.

A instrumentalização da empresa estatal para a canalização política decorre da própria condição do Estado enquanto acionista. Para Curtis Milhaupt e Mariana Pargendler, a canalização política possibilita ao Estado que persiga os objetivos de política pública sem as amarras tradicionais do direito público e como alternativa à tributação ou à regulação.²²³

²²⁰ Cf. Notas de rodapé nº 196.

²²¹ Andrei Shleifer argumenta que os governos canalizam benefícios em favor de apoiadores políticos para manter o suporte político, que seria o principal objetivo das coalizões políticas que ocupam o Poder Executivo: “Since politicians typically like to remain in power and enjoy the perquisites of their office, a significant element of the goals of any government is to maintain political support. In democracies, such political support usually takes the form of votes, though less democratic governments also need loyalists who can provide manpower to suppress the potential opposition. Governments throughout the world have long directed benefits to their political supporters, whether in the form of jobs at above-market wages or outright transfers. Governments have used their control of state firms and other assets as a means of channeling these benefits, by forcing excess employment at state firms and agencies, creating government projects that transfer wealth to supporters, and so on. In other words, state firms are inefficient not just because their managers have weak incentives to reduce costs, but because inefficiency is the result of the government’s deliberate policy to transfer resources to supporters”. Em: SHLEIFER, Andrei. State versus private ownership. *Journal of Economic Perspectives*. V. 12, n. 4, pp-133-150, 1998, p. 141/142.

²²² Cf. nota de rodapé nº 197.

²²³ Esse argumento é apresentado pelos autores para comparar a atuação do Estado enquanto acionista controlador à atuação dos acionistas controladores privados: “Policy channeling by the state in its role as controlling shareholder is common because the state is a distinctive type of owner. Like a private owner, the state may seek financial returns from its ownership interest in SOEs. But unlike a private owner, the state is a political actor that

Embora contenha diversas partes relacionadas (administradores, investidores minoritários institucionais e de varejo etc), o Estado, em razão dessa sua presença diferencial enquanto acionista controlador, constitui a principal parte relacionada à sociedade de economia mista. Desse modo, as políticas de transações entre partes relacionadas não conseguirão higienizar a atuação do Estado, depurando-a de interesses políticos, sobretudo porque não há meios para separar, em definitivo, a política e a atividade estatal, ainda que em funções exercidas no ambiente societário. Assim, as políticas corporativas deverão endereçar aquelas circunstâncias em que os interesses políticos são veiculados com o auxílio das transações entre partes relacionadas e em violação aos parâmetros de licitude que a lei e a própria política corporativa preveem para essas operações. Nesse sentido, no contexto da canalização política, as interações entre o Estado e as empresas estatais deverão ser discriminadas de maneira a otimizar a identificação de condutas que se inscrevam fora da legalidade e que prejudiquem os acionistas minoritários.

As relações entre o Estado e as sociedades de economia mista sob seu controle assumem uma pluralidade de formas, que decorre sobretudo do pertencimento das empresas estatais à Administração Pública, conforme disposição constante do art. 4º, II, "c", do Decreto-Lei nº 200/1967. Segundo Carlos Ari Sundfeld, a participação na estrutura organizacional do Estado diferencia a empresa estatal de outras entidades que, embora não integrem a Administração Pública em seu sentido subjetivo, também exercem funções administrativas, a exemplo das concessionárias de serviço público.²²⁴ Esse pertencimento à Administração Pública impacta a empresa estatal em todas as dimensões de seu regime jurídico, desde a necessidade de autorização legislativa para a criação da empresa (art. 37, XIX, CF) até aspectos referentes a pessoal, bens e contratos.

Para a finalidade de delimitar os contornos da canalização política e das transações entre partes relacionadas nas sociedades de economia mista, dois elementos se destacam nessa

has incentives to use an SOE (and minority shareholders' capital) to pursue public policy goals, in part because doing so helps shield government action from public law constraints such as mechanisms of accountability and participation. Indeed, state ownership represents an alternative to the government's pursuit of public policy objectives through taxation and regulation of private firms". Em: MILHAUPT, Curtis J.; PARGENDLER, Mariana. Related party transactions in state-owned enterprises: tunneling, propping and policy channeling. **European Corporate Governance Institute Working Paper Series in Law**. Working paper n. 386, mar., 2018, p. 6.

²²⁴ "Mas as sociedades de economia mista e empresas públicas não se caracterizam como tais apenas por desenvolverem ação estatal. Essa nota não basta para marcar sua diferença específica, pois – como disse há pouco – empresas de particulares, quando concessionárias de serviço público, também são instrumentos da atuação da Administração. As empresas estatais têm algo mais: integram a estrutura orgânica do Estado, globalmente considerado; são "Administração Pública" também no sentido subjetivo". Em: SUNDFELD, Carlos Ari. A participação privada nas empresas estatais. Em: SUNDFELD, Carlos Ari (org.). **Direito administrativo econômico**. 1. Ed., 3ª tiragem. São Paulo: Malheiros, 2006, p. 265.

relação entre o Estado e as empresas estatais: o regime orçamentário da empresa estatal, que, dentre outras funções, reflete o modo pelo qual o Estado organiza o aporte de valores em favor das companhias; e as distintas modalidades de controle que incidem sobre a empresa estatal, que impactam a forma como o Estado se comporta enquanto acionista controlador. Assim, a primeira subseção desta seção (Subseção 3.3.1) se concentrará em investigar o regime orçamentário das empresas estatais, a fim de esclarecer de que modo ele se posiciona diante da canalização política. Em seguida, a segunda subseção desta seção (Subseção 3.3.2) abordará a temática do controle das empresas estatais, de maneira a delimitar as fronteiras da prática de canalização política no contexto das transações entre partes relacionadas.

3.3.1 A canalização política e o regime orçamentário das empresas estatais

O regime orçamentário das empresas estatais não corresponde aquele a que se submetem as demais entidades que integram a Administração Pública indireta. Por se tratarem de sociedades empresárias, com natureza jurídica de direito privado, as empresas estatais admitem uma dupla contabilidade: a contabilidade social, que é comum a todas as companhias privadas, e a contabilidade pública, que reflete a participação da empresa estatal enquanto integrante da Administração Pública. A escrituração contábil das sociedades de economia mista não apresenta qualquer distinção em relação às companhias privadas, de maneira que as empresas estatais também devem elaborar as demonstrações financeiras exigidas pelo art. 176 da Lei nº 6.404/1976 (balanço patrimonial, demonstração de resultados etc). Em contrapartida, conforme também anota Mario Engler Pinto Junior, o orçamento das empresas estatais transita “à margem do orçamento público”²²⁵, sobretudo porque as despesas correntes efetuadas pelas companhias mistas não dependem de rubricas previstas em lei orçamentária.

Nesse sentido, a Lei de Responsabilidade Fiscal (Lei Complementar nº 101/2000), em seu art. 2º, III, estabelece uma distinção entre empresa estatal dependente e não dependente. Segundo o referido dispositivo, a dependência de uma empresa estatal se caracteriza pelo

²²⁵ Mario Engler Pinto Junior elabora esse comentário quando compara o orçamento das empresas estatais ao orçamento de autarquias e outras entidades da Administração Pública indireta: “As receitas e despesas das autarquias e fundações governamentais integram o orçamento público, [...] razão pela qual sua liberdade de contratar fica condicionada não só à existência de disponibilidade financeira, como também de dotação orçamentária suficiente. [...] Já a movimentação financeira das empresas estatais ocorre à margem do orçamento público, o que lhe assegura maior autonomia administrativa e financeira. A adoção da forma societária pressupõe – pelo menos do ponto de vista da lógica econômica – a autossuficiência financeira. Somente em caráter excepcional admite-se a transferências de verbas públicas, a título de subvenção econômica, para cobertura de déficit operacional”. Em: PINTO JUNIOR, Mario Engler. **Empresa estatal**: função econômica e dilemas societários. São Paulo: Atlas, 2010, p. 120.

recebimento de recursos de seu ente controlador para “pagamento de despesas com pessoal ou de custeio em geral ou de capital”, à exceção de despesas de capital “provenientes do aumento de participação acionária”. Por exclusão, a não dependência de uma empresa estatal se caracteriza pelo recebimento excepcional de recursos do ente controlador, que só podem ser destinados à integralização de aumento de participação acionária.

Segundo Vitor Rhein Schirato, a dependência ou não dependência constitui um atributo de caráter transitório das empresas estatais, considerando que há a necessidade de que se reavalie periodicamente se uma determinada empresa recebe recursos para o pagamento de despesas correntes.²²⁶ Aliás, a Presidência da República, por intermédio do Decreto nº 10.690/2021, editou um regulamento para endereçar essa transitoriedade. De um lado, em seu art. 2º, o decreto exige das empresas não dependentes que informem anualmente ao Ministério da Economia acerca da utilização de recursos financeiros recebidos da União, ensejando sua reclassificação para a condição de empresa dependente caso os recursos informados tenham sido utilizados para o pagamento de despesas correntes. De outro lado, em seus art. 3º e 4º, o decreto possibilita às empresas estatais dependentes ou em situação de dependência que adotem medidas que possibilitem a migração ou retorno da empresa para a condição de não dependência.

Essa distinção financeira entre dependência e não dependência acarreta duas consequências para a delimitação do regime jurídico das empresas estatais. Em primeiro lugar, as empresas estatais não dependentes aproveitam de uma ampliada autonomia gerencial, sobretudo porque a maioria das despesas que integram parcela relevante de suas atividades operacionais não são limitadas pelas amarras do direito financeiro, como a exigência de prévia dotação orçamentária para a realização de determinadas despesas.²²⁷ Em segundo lugar, a não dependência retira a empresa estatal do Orçamento Fiscal e de Seguridade Social (OFSS), de maneira que, conforme art. 165, §5º, II, da CF, na Lei Orçamentária Anual (LOA), apenas o

²²⁶ Essa conclusão é adotada pelo autor a partir da interpretação da definição constante da Lei de Responsabilidade Fiscal: “Da dicção constante da Lei Complementar nº 101/2000 é possível extrair duas conclusões de grande relevo. A primeira diz respeito ao caráter transitório da configuração de uma empresa estatal como dependente, uma vez que essa configuração deverá ser observada anualmente para verificar se houve ou não a necessidade de aportes financeiros pelo ente federativo controlador para o pagamento de despesas de custeio”. Em: SCHIRATO, Vitor Rhein. **As empresas estatais no direito administrativo econômico atual**. São Paulo: Saraiva, 2016, p. 131.

²²⁷ *A contrario sensu*, Alexandre Santos Aragão indica que as empresas estatais dependentes não dispõem dessa autonomia orçamentária, submetendo-se a diversas limitações de direito público: “As empresas estatais dependentes, como vimos, constituem empresas controladas que são financiadas diretamente pelos recursos do Orçamento Público, representando unidades orçamentárias da Lei Orçamentária Anual. Em vista disso, elas não possuem autonomia orçamentária e estão sujeitas aos mecanismos de controle impostos pela LRF [Lei de Responsabilidade Fiscal]”. Em: ARAGÃO, Alexandre Santos de. **Empresas estatais: o regime jurídico das empresas públicas e sociedades de economia mista**. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2018, p. 288.

Orçamento de Investimento (OI) contemplará receitas e despesas referentes às empresas estatais não dependentes.

Assim, no contexto brasileiro, a União dispõe de dois instrumentos que disciplinam a relação financeira com as empresas estatais não dependentes sob seu controle, que são o Orçamento de Investimento (OI) e o Programa de Dispêndios Globais (PDG).

Enquanto peça integrante da Lei Orçamentária Anual (LOA), o Orçamento de Investimento contém as despesas e as receitas para os investimentos das empresas estatais. Do ponto de vista das receitas, o OI contempla tanto as fontes de financiamento decorrentes de recursos próprios da empresa estatal quanto decorrentes de recursos do Tesouro Nacional. Neste caso, a despesa de investimento só poderá ser financiada por recursos do Tesouro Nacional caso represente a integralização de aumento da participação acionária pela União. Em seu Acórdão nº 937/2019, o Tribunal de Contas da União (TCU) também alcançou essa conclusão ao interpretar o art. 2º, III, da LRF, sobretudo para afastar a interpretação oferecida pela área técnica de que a União poderia financiar despesas de capital independentemente de aumento de participação acionária. Segundo voto do Ministro relator Vital do Rêgo, essa interpretação extensiva possibilitaria à União que financiasse os investimentos das empresas estatais de forma irrestrita, sem que esses financiamentos implicassem a dependência da empresa financiada.²²⁸

Nesse sentido, o OI cumpre um duplo propósito nessas relações entre o Estado e as empresas estatais. Em primeiro lugar, considerando que o Tesouro Nacional só pode financiar despesas caso os recursos representem a integralização do aumento de participação acionária, o OI possibilita à União que gerencie os próprios aportes às empresas estatais, de modo a prever

²²⁸ O Ministro Vital do Rêgo se utilizou de dois fundamentos para afastar a interpretação oferecida pela Secretaria de Macroavaliação Governamental (SEMAG): “Registro que a Semag se utilizou, de forma conservadora, de interpretação mais ampla do conceito de estatal não dependente. A seu ver, para fins de execução do presente trabalho, a análise efetuada da dependência deveria ‘comportar uma avaliação mais abrangente do relacionamento das estatais federais com a União’. Para a unidade instrutiva, a expressão ‘aumento da participação acionária’ que figura na parte final do art. 2º, inciso III, da LRF, permitiria o aumento do montante do capital social sem que, necessariamente, ocorra elevação do percentual de participação acionária da União. Em tal concepção, empresas cujo capital social fosse 100% da União poderiam receber aportes de recursos federais para custear despesas de capital (de investimento), sem que tal condição as colocassem na situação de dependência. Em outras palavras, é dizer que os aportes financeiros realizados pela União para determinada estatal, desde que para custear apenas despesas de capital, não afetaria sua condição de não dependente. Concorro parcialmente com a conceituação mais ampla adotada pela Semag. Primeiro, pois não existe norma que cuide de finanças públicas que autorize tal interpretação extensiva, nem mesmo as resoluções do Senado Federal aqui mencionadas dão margem ao referido entendimento. Segundo, porque a mencionada conceituação permitiria que a União financiasse os investimentos de estatais de forma irrestrita, sem o limite aplicável relativo ao aumento de sua participação acionária, de sorte que tais aportes jamais caracterizariam a dependência dessas estatais em relação ao Tesouro Nacional. Desse modo, sob essa ótica, estatais que deveriam ser classificadas como dependentes serão tratadas como não dependentes do Governo federal, mesmo que necessitem de auxílio da União para fazer frente a despesas de investimentos”. Em: BRASIL. Tribunal de Contas da União (Plenário). **Acórdão nº 937/2019**. Representação nº 007.142/2018-8. Relator: Ministro Vital do Rêgo. Data de julgamento: 24/04/2019. Item 12 a 17 do voto do Relator. Disponível em: <<https://pesquisa.apps.tcu.gov.br/#/redireciona/acordao-completo/%22ACORDAO-COMPLETO-2352295%22>>.

como destinação dos recursos as despesas que reputar relevantes. Em segundo lugar, considerando que essa peça orçamentária também contempla despesas de investimento financiadas com recursos da própria empresa estatal, o OI permite à União que interfira sobre os investimentos realizados pelas estatais, ainda que apenas sob a perspectiva da organização orçamentária.

Do ponto de vista das despesas, contudo, a Constituição Federal e a LRF não oferecem uma definição para investimento no contexto do OI. Assim, anualmente, as Leis de Diretrizes Orçamentárias (LDO) estabelecem o conceito de investimento que conduzirá a elaboração do OI na LOA. Por exemplo, conforme a definição constante do art. 43, §1º, da Lei nº 14.116/2020 (que constituiu a LDO para 2021), só serão consideradas como investimento as despesas com aquisição de bens classificáveis no ativo imobilizado, benfeitorias realizadas pela empresa em bens da União e benfeitorias necessárias à infraestrutura de serviços públicos concedidos pela União (que, em geral, são bens reversíveis). Pela própria natureza do investimento, essas despesas, em geral, são contraídas com a finalidade de implementar novos projetos relacionados à atividade fim da companhia, que impactarão o desempenho da empresa a longo prazo. Desse modo, segundo anotação de Mario Engler Pinto Junior, o OI garante à União um instrumento para interferir em aspectos relevantes da atividade das empresas estatais, retirando determinadas decisões da exclusiva alçada societária para posicioná-las na arena política.²²⁹

O Programa de Dispêndios Globais (PDG), por sua vez, não provoca o mesmo impacto que o OI nas relações entre o Estado e as empresas estatais. Conforme definição constante do Manual Técnico do Programa de Dispêndios Globais, elaborado pela Secretaria de Coordenação e Governança das Empresas Estatais (SEST) do Ministério da Economia, o PDG constitui o instrumento orçamentário que possibilita à União monitorar o alinhamento da execução orçamentária “com os registros contábeis das respectivas empresas” e avaliar “a convergência das receitas e das despesas dessas empresas com as metas de política econômica governamental”.²³⁰ O PDG, ainda que seja uma peça reflexa do orçamento, não compõe

²²⁹ Essa é a conclusão que o autor alcança quando trata da autonomia financeira das empresas estatais: “Quando a companhia possui independência pecuniária em relação ao Estado, nem por isso o orçamento público torna-se irrelevante. É fato que alguns sistemas orçamentários também desempenham função alocativa dos recursos gerenciados por empresas estatais, ao condicionar as decisões de investimento, seja para autorizá-las previamente, seja para impor a sua realização. A implantação de novos projetos não é mais resolvida na órbita exclusivamente societária, que considera o interesse específico da companhia, passando para o altiplano político, onde presumivelmente também entra em cena o interesse coletivo”. Em: PINTO JUNIOR, Mario Engler. **Empresa estatal: função econômica e dilemas societários**. São Paulo: Atlas, 2010, p. 117.

²³⁰ Essa é a definição completa apresentada pelo Manual Técnico do PDG: “O Programa de Dispêndios Globais – PDG é a peça orçamentária das empresas estatais federais não dependentes que compreende as fontes de recursos e os dispêndios previstos para o ano de referência, mantendo o alinhamento com os registros contábeis das respectivas empresas. As informações econômico-financeiras apresentadas no PDG permitem verificar a convergência das receitas e das despesas dessas empresas com as metas de política econômica governamental,

nenhuma das leis orçamentárias. Aliás, anualmente, o PDG, apresentado com o auxílio das informações prestadas pelas próprias empresas estatais, é aprovado pela Presidência da República por meio de decreto.

A origem do PDG como instrumento de controle financeiro das empresas estatais remonta à criação da Secretaria de Controle das Empresas Estatais por meio do Decreto nº 84.128/1979, que, em seu art. 4º, III, atribuía à Secretaria a competência para “elaborar, com base nas informações fornecidas pelas empresas estatais, propostas de fixação de limites máximos de dispêndios globais a serem aprovados pelo Presidente da República”. Conforme Mario Engler Pinto Junior, essa forma de monitoramento financeiro das empresas estatais representou uma mudança no modo como o Estado geria suas companhias, com a priorização da avaliação das necessidades de financiamento do setor público em detrimento do desempenho operacional das atividades da empresa, como meio para conter a expansão da dívida pública.²³¹ Na atualidade, com a distinção oferecida pela LRF entre empresas estatais dependentes e não-dependentes e com a função exercida pelo OI, o PDG, conforme indicado pelo Manual Técnico da SEST, é um instrumento financeiro que proporciona um retrato das empresas estatais não dependentes “na visão do governo”²³². Em outras palavras, o PDG se destina a auxiliar o próprio Estado a gerir sua participação nas companhias sob seu controle, sem que isso impacte de modo determinante o regime orçamentário da empresa estatal não dependente, que é acobertado pelo OI.

A finalidade desta seção reside em delimitar as fronteiras da canalização política enquanto risco a ser endereçado pelas políticas de transações entre partes relacionadas adotadas pelas sociedades de economia mista. Assim, por impactar diretamente a forma como os valores transitam entre o Estado e suas companhias, o regime orçamentário das empresas estatais afeta

bem como de sua consonância com os objetivos e diretrizes de médio e longo prazos, respectivamente, a aderência em relação ao Plano Plurianual – PPA vigente e a promoção da equidade, da eficiência e da efetividade por meio das atividades das empresas estatais federais não dependentes”. Em: BRASIL. Ministério da Economia. Secretaria de Coordenação e Governança das Empresas Estatais (SEST). **Manual Técnico do Programa de Dispêndios Globais – MT PDG**. Brasília: SEST, 2020, p. 5. Disponível em: < https://siest.planejamento.gov.br/novopdg/public/manuais/Manual_PDG_08_2020.pdf>.

²³¹ Mario Engler Pinto Junior apresenta essas constatações quando avalia o cenário que justificou a criação da SEST no final da década de 70: “O dilema entre autonomia empresarial e necessidade de atendimento a objetivos gerais de natureza social e econômica – que caracterizava no passado a interação entre o poder central e as companhias controladas – foi substituído pelo conflito entre liberdade comercial e controle financeiros. O chamado *external financing limits* (EFL) – que mede a necessidade de captação de recursos pela companhia para financiar suas atividades – transforma-se na principal variável a ser monitorada pelos órgãos de controle, com a finalidade de conter o endividamento do setor público, ficando em segundo os indicadores de *performance* operacional”. Em: PINTO JUNIOR, Mario Engler. **Empresa estatal: função econômica e dilemas societários**. São Paulo: Atlas, 2010, p. 114.

²³² Em: BRASIL. Ministério da Economia. Secretaria de Coordenação e Governança das Empresas Estatais (SEST). **Manual Técnico do Programa de Dispêndios Globais – MT PDG**. Brasília: SEST, 2020, p. 13. Disponível em: < https://siest.planejamento.gov.br/novopdg/public/manuais/Manual_PDG_08_2020.pdf>.

também a dinâmica do escoamento de valores e do escoramento corporativo nessas entidades. Com evidência, as empresas estatais dependentes exercem suas atividades econômicas com o escoramento proporcionado pelo Estado, sem o qual, sob a ótica da sustentabilidade financeira, essas companhias não sobreviveriam. A maioria das empresas estatais federais dependentes, contudo, são titularizadas integralmente pela União, de modo que a condição de dependência, por si só, não provoca profundos impactos à governança dessas companhias. Por sua vez, o caráter transitório da dependência (ou seja, a possibilidade de que uma empresa seja reclassificada para a condição de dependência) reflete diretamente sobre a governança das sociedades de economia mista com participação privada, sobretudo porque a alteração de seu regime orçamentário afasta a empresa estatal dos instrumentos de direito privado que são essenciais ao exercício eficiente da atividade empresarial. Nesse sentido, a realização de supostos aportes de capital para financiar despesas correntes constitui um risco associado ao escoramento corporativo que justifica a inclusão do orçamento de investimento e de sua adequada execução no horizonte das políticas de transações entre partes relacionadas.

Além disso, conforme explorado na subseção anterior, o escoramento corporativo interage de modo específico com o escoamento de valores. Desse modo, a título de hipótese, o escoramento corporativo das empresas estatais não dependentes pelo acionista controlador, implementado com a realização de transferências fora dos limites legais do orçamento de investimento, constitui uma estratégia que permite ao Estado que veicule interesses alheios aos interesses da companhia e seus acionistas. Esse aspecto do escoramento corporativo nas empresas estatais desafia a distinção entre benefícios privados do controle pecuniários e não-pecuniários, uma vez que, sob a referida hipótese de escoramento corporativo, os interesses políticos seriam veiculados pelo Estado controlador com o auxílio de instrumentos de caráter pecuniário. Os benefícios políticos do controle, assim, também compartilhariam do caráter pecuniário ostentado pelos tradicionais instrumentos para extração de benefícios de controle, como as transações entre partes relacionadas, reposicionando essa prática corporativa no núcleo dos obstáculos de governança a serem enfrentados pelas empresas estatais. Aliás, os principais exemplos recentes de operações controversas entre o Estado e suas empresas estatais confirmam essa dimensão pecuniária dos benefícios políticos de controle, conforme o caso julgado pela CVM em que se reconheceu o abuso de poder de controle perpetrado pela União em relação à Eletrobrás.²³³

²³³ O referido caso recebeu os comentários de Mario Engler Pinto Junior no seguinte artigo, já citado neste trabalho, Cf.: PINTO JUNIOR, Mario Engler. Exercício do controle acionário na empresa estatal: comentários à decisão da

Dois exemplos adicionais auxiliam a demonstrar a função exercida pelo regime orçamentário das empresas estatais na caracterização da dimensão pecuniária dos benefícios políticos de controle. Esses exemplos residiriam em determinados instrumentos financeiros utilizados pela União em suas interações com as empresas estatais sob seu controle, que são o Adiantamento para Futuro Aumento de Capital (AFAC) e os instrumentos híbridos de capital e dívida.

Em primeiro lugar, o AFAC constitui a transferência de valores em favor da empresa estatal com a finalidade de integralizar, antecipadamente, um futuro aumento de capital, que será validado posteriormente em deliberação assemblear. Assim, o AFAC constitui um instrumento que permite ao Estado aportar recursos financeiros para as empresas estatais com maior celeridade quando comparado à integralização tradicional de capital, que depende de deliberação prévia da Assembleia Geral da companhia.²³⁴ Conforme descrito pelo Boletim de Participações Societárias da União, elaborado pela Secretaria do Tesouro Nacional (STN), o AFAC, destinado tanto a empresas dependentes como a empresas não dependentes, é o principal mecanismo utilizado pela União para implementar a transferência de recursos com vistas ao aumento de capital, contando com um crescimento acumulado de 137% entre 2014 e 2019, “passando de R\$ 4,9 bilhões em 2014 para R\$ 11,4 bilhões em 2019”.²³⁵

Enquanto instrumento para operação de capital, a legislação societária não apresenta qualquer previsão expressa para o AFAC. Assim, sob a perspectiva financeira, essa transferência adiantada de valores pode também representar a celebração de um contrato de mútuo entre o sócio e a sociedade, que recebe escrituração distinta daquela oferecida à integralização de capital. O Boletim elaborado pela STN revela a duplicidade dos AFACs quando afirma que eles podem ser “contabilizados no Patrimônio Líquido ou no Passivo da empresa, dependendo de suas características”.²³⁶

O AFAC configura uma transação entre partes relacionadas que é periodicamente utilizada pela União no contexto das interações com as empresas estatais sob seu controle. Nesse sentido, o art. 43, §10º, da LDO 2021 (Lei nº 14.116/2020) limitou os AFACs apenas às

CVM no Caso Eletrobrás. **FGV Direito SP Research Paper Series**. N. 144, Abr. 2016. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=2716310>>.

²³⁴ BRASIL. Ministério da Economia. Secretaria do Tesouro Nacional. **Boletim das participações societárias da União 2019**. Brasil: Secretaria do Tesouro Nacional, 2019, p. 64. Disponível em: <<https://www.tesourotransparente.gov.br/publicacoes/boletim-das-participacoes-societarias-da-uniao/2019/114>>.

²³⁵ BRASIL. Ministério da Economia. Secretaria do Tesouro Nacional. **Boletim das participações societárias da União 2019**. Brasil: Secretaria do Tesouro Nacional, 2019, p. 65. Disponível em: <<https://www.tesourotransparente.gov.br/publicacoes/boletim-das-participacoes-societarias-da-uniao/2019/114>>.

²³⁶ BRASIL. Ministério da Economia. Secretaria do Tesouro Nacional. **Boletim das participações societárias da União 2019**. Brasil: Secretaria do Tesouro Nacional, 2019, p. 64. Disponível em: <<https://www.tesourotransparente.gov.br/publicacoes/boletim-das-participacoes-societarias-da-uniao/2019/114>>.

empresas estatais a serem privatizadas, dispondo que “as empresas públicas e as sociedades de economia mista somente poderão receber aportes da União para futuro aumento de capital se estiverem incluídas no Programa Nacional de Desestatização”.²³⁷ O referido dispositivo reflete uma possível contradição: qual o objetivo de oferecer adiantamentos financeiros a título de aumento de capital em favor de empresas em que a União terá sua participação diluída? Uma resposta possível para essa questão refletiria a intenção estatal de ampliar o prêmio de controle a ser extraído em futuras privatizações das empresas que receberem esses adiantamentos na forma prevista pelo art. 43, §10º, da LDO 2021. De todo modo, a despeito da resposta que se ofereça a essa pergunta, a utilização dos AFACs pela União demonstra que o benefício político ostentado pelo Estado em razão de sua presença enquanto acionista controlador de empresas estatais dispõe de uma dimensão pecuniária que não se aparta da eventual dimensão não-pecuniária associada a essa posição de controle. Em outras palavras, a possibilidade de que o Estado veicule interesses políticos por meio de empresas estatais contém um caráter pecuniário porque esses interesses são canalizados com o auxílio de operações (transações entre partes relacionadas, inclusive) que recebem uma expressão pecuniária, como é o caso dos AFACs e de outros aportes realizados por meio do orçamento de investimento. Assim, a própria distinção entre um benefício político não pecuniário e um benefício estritamente pecuniário perde seu sentido diante da forma como o regime orçamentário das empresas estatais permite à União que usufrua de sua posição de acionista controlador.

Em segundo lugar, os instrumentos híbridos de capital e dívida são operações utilizadas pela União com a finalidade de fortalecer o capital social das instituições financeiras sob seu controle, integrando uma estratégia de política econômica orientada ao setor financeiro. Como denota a própria nomenclatura, essas operações contêm características tanto de dívida (pois também são remuneradas com juros) como de capital (pois ampliam a participação do acionista no capital social da companhia). A União, com base nos Acordos de Basileia II e III (acordos internacionais destinados a padronizar instrumentos para conter o risco de crédito das instituições financeiras), utilizou-se sobretudo de dois desses instrumentos, que são os Instrumentos Híbridos de Capital e Dívida (IHCD) e os Instrumentos Elegíveis ao Capital

²³⁷ “§ 10. Para o exercício de 2021, as empresas públicas e as de sociedades de economia mista somente poderão receber aportes da União para futuro aumento de capital se estiverem incluídas no Programa Nacional de Desestatização, instituído pela Lei nº 9.491, de 1997, exceto se: I - tratar de aporte inicial para constituição do capital inicial de empresa criada por lei; e II - envolver empresas financeiras para enquadramento nas regras do Acordo de Basileia; III - tratar de aporte de recursos empenhados e inscritos em Restos a Pagar de exercícios anteriores destinados às companhias docas federais”. Em: BRASIL. **Lei nº 14.116, de 31 de Dezembro de 2020.** Dispõe sobre as diretrizes para a elaboração e a execução da Lei Orçamentária de 2021 e dá outras providências. Brasília, DF: Presidência da República, 2020. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2020/lei/l14116.htm>.

Principal (IECP), regulamentados pelo Banco Central do Brasil. Conforme informações oferecidas pelo Boletim da STN, o saldo dessas operações totalizou o montante de R\$ 78,3 bilhões de reais no ano de 2019, destinado a diversas das instituições financeiras controladas pela União, inclusive aquelas com capital aberto, como o Banco do Brasil (BB), o Banco da Amazônia (BASA) e o Banco do Nordeste (BNB).²³⁸

Essas operações, que configuram transações entre partes relacionadas, são utilizadas pela União com a finalidade de atingir um objetivo setorial específico, que é a mitigação do risco de crédito assumido pelas instituições financeiras. Os instrumentos híbridos visam a evitar que as instituições financeiras atravessem crises que possam provocar impactos em cadeia para a economia, considerando a função intermediadora exercida pelas entidades bancárias. Esses interesses de política econômica são veiculados pela União para as instituições financeiras sob seu controle por meio de transações entre partes relacionadas, que admitem uma expressão pecuniária, uma vez que essas operações são remuneradas com juros em favor do Estado. Assim, a utilização desses instrumentos híbridos também demonstra que a distinção entre benefícios não pecuniários e benefícios pecuniários não auxilia favorece a compreensão da dinâmica da canalização política nas empresas estatais. Os benefícios políticos do controle provocam prejuízos aos acionistas minoritários porque possuem uma dimensão pecuniária, que reflete as características das próprias operações que subsidiam a veiculação desses interesses políticos.

Em conclusão, o regime orçamentário das empresas estatais evidencia que determinadas transações entre a União e as companhias sob seu controle se submetem a limitações que decorrem da própria condição de dependência ou de não dependência da empresa. Assim, no contexto das sociedades de economia mista não dependentes, as despesas financiadas com recursos do Tesouro Nacional ingressam no horizonte das transações entre partes relacionadas quando extrapolam ou controvertem a permissão legal contida no Orçamento de Investimento. Esses aportes irregulares oferecidos pelo Estado em favor das empresas estatais podem ensejar a reclassificação da companhia para a condição de dependência financeira, afastando a empresa do regime de direito privado que otimiza o exercício de sua atividade fim, de modo a potencialmente prejudicar os interesses dos acionistas privados. O Orçamento de Investimento também se apresentou como um mecanismo que possibilita ao Estado organizar seus aportes em favor da empresa estatal para os projetos que

²³⁸ BRASIL. Ministério da Economia. Secretaria do Tesouro Nacional. **Boletim das participações societárias da União 2019**. Brasil: Secretaria do Tesouro Nacional, 2019, p. 68. Disponível em: <<https://www.tesourotransparente.gov.br/publicacoes/boletim-das-participacoes-societarias-da-uniao/2019/114>>.

reputar prioritários, segundo parâmetros definidos na própria arena política quando da aprovação da peça orçamentária. Esses elementos demonstraram a dificuldade em diferenciar o caráter pecuniário ou não pecuniário dos benefícios políticos que o Estado ostenta na condição de acionista controlador. Essa dificuldade ganhará evidência quando delineados os meios de controle que caracterizam as relações entre Estado e empresas estatais, o que será objeto da próxima subseção.

3.3.2 A canalização política e o controle das empresas estatais

Esta subseção pretende explorar as distintas modalidades de controle que o Estado exerce sobre a empresa estatal, a fim de estreitar os limites para uma definição da prática de canalização política.

O controle constitui o principal elemento que caracteriza a Administração Pública burocrática, cuja atividade obedece aos limites da legalidade. Conforme anota Alexandre Santos de Aragão, enquanto entidade integrante da Administração Pública indireta, as empresas estatais se submetem a controles que não se estendem às empresas privadas.²³⁹ Para Paulo Roberto Motta, a própria inclusão das empresas estatais nos limites do controle estatal implica acatar a presunção de que essas companhias devem ser supervisionadas pela Administração central para que a atividade que elas exercem observe “a política governamental mais ampla de responder às necessidades e anseios públicos”²⁴⁰. No entanto, em razão da natureza empresarial dessas entidades, os controles que incidirão sobre as empresas estatais serão distintos daqueles que caracterizam a relação do Estado com outras entidades da Administração Indireta. Assim, por refletir a dinâmica da relação entre o Estado e a empresa estatal, o controle também caracterizará os distintos instrumentos que permitem ao Estado canalizar interesses políticos por intermédio das empresas estatais sob seu controle.

Conforme indicado na introdução desta seção, a canalização política constitui a utilização da empresa estatal pelo Estado para a persecução de objetivos políticos ou de política

²³⁹ “Naturalmente, o simples fato de serem controladas pelo Estado, oriundas ainda que parcialmente do patrimônio público e integrando a Administração Pública nos termos do art. 37 da CF, torna inevitável que as estatais sempre se sujeitem a controles e normas não cogitáveis para as empresas privadas (licitações, concurso público, tribunais de contas, ação popular etc.), mas a sua aplicação deve se dar com parcimônia em razão das suas peculiaridades”. Em: ARAGÃO, Alexandre Santos de. **Empresas estatais: o regime jurídico das empresas públicas e sociedades de economia mista**. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2018, p. 326.

²⁴⁰ “Falar em controle já é aceitar a premissa de que as empresas estatais devem ter suas diretrizes e ações supervisionadas pela administração direta a fim de que sejam consistentes com a política governamental mais ampla de responder às necessidades e anseios públicos”. Em: MOTTA, P. R. O controle de empresas estatais no Brasil. **Revista de Administração Pública**. V. 14, n. 2, pp. 69-82, 1980, p. 69.

pública. Considerando a pluralidade de interesses estatais perseguidos pelo Estado no contexto das sociedades de economia mista (segundo explorado pelo primeiro capítulo deste trabalho), a canalização política também assumirá uma pluralidade de formatos, a depender do interesse sustentado pelo Estado em determinada circunstância corporativa. Por essa razão, as distintas modalidades de controle que incidem sobre a empresa estatal também impactarão esses diversos instrumentos de canalização política.

Ao compor a estrutura organizacional do Poder Executivo, as empresas estatais se submetem também a controles exercidos por outras esferas de poder, a exemplo do controle dos Tribunais de Contas ou do Poder Judiciário. Contudo, as modalidades que interessam para caracterizar a canalização política residem nos controles exercidos no interior do próprio Poder Executivo, que constituem espécies de controle interno da Administração Pública. No contexto da descentralização administrativa, o controle interno das empresas estatais dispõe de caráter sobretudo exógeno, uma vez que, segundo Mario Engler Pinto Junior, o controle incide “de fora para dentro”, sem considerar a própria participação do Estado como agente interno da governança dessas companhias.²⁴¹ Enquanto acionista majoritário, o Estado também exerce o controle societário sobre as sociedades de economia mista, que lhe atribui diversas prerrogativas na condução das atividades da companhia e dos órgãos corporativos, como a nomeação da maioria dos administradores.²⁴²

Nesse sentido, as empresas estatais são atravessadas por modalidades de controle que operam em formatos distintos.²⁴³ De um lado, a supervisão ou tutela ministerial reflete o pertencimento da sociedade de economia mista à Administração Pública em seu sentido subjetivo, impelindo o Estado a harmonizar a atividade da companhia “com a política e a programação do governo no setor de atuação da entidade”, conforme definição oferecida pelo art. 26, II, do Decreto-Lei nº 200/1967. Segundo Mario Engler Pinto Junior, essa exigência por

²⁴¹ Esse argumento é utilizado pelo autor para destacar o papel tímido exercido pelos órgãos societários no controle da empresa estatal: “a ação controladora do Estado no âmbito da administração pública costuma ser exercido de fora para dentro, vale dizer, apoia-se preponderantemente na atuação de autoridade situada externamente à companhia e que não integra sua estrutura de governança. O direito administrativo praticamente ignora o papel dos órgãos da administração da companhia, colocando toda ênfase no controle exógeno para fiscalizar a ação empresarial pública”. Em: PINTO JUNIOR, Mario Engler. **Empresa estatal: função econômica e dilemas societários**. São Paulo: Atlas, 2010, p. 85.

²⁴² Para o conceito de controle nas sociedades de capital, Cf.: COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O poder de controle na sociedade anônima**. 6. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2014

²⁴³ Esse aspecto das empresas estatais também é realçado por Alexandre Santos de Aragão: “nessas empresas convivem os mecanismos tradicionais, institucionais, de tutela administrativa, incidentes sobre todas as entidades da Administração Indireta, e também os mecanismos do direito societário – através do exercício dos direitos inerentes à titularidade de capital social -, através dos quais os acionistas ou quotistas controladores exercem a sua influência para colocarem na direção da sociedade pessoas de sua confiança para executarem as suas diretrizes”. Em: ARAGÃO, Alexandre Santos de. **Empresas estatais: o regime jurídico das empresas públicas e sociedades de economia mista**. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2018, p. 334.

harmonização decorre da necessidade de o Estado manter a coordenação entre as funções exercidas pelas empresas estatais e o papel assumido pelos demais órgãos e entidades estatais.²⁴⁴ De outro lado, o controle societário reflete a participação do Estado enquanto acionista majoritário no capital social da companhia. O exercício do controle por intermédio dos instrumentos societários realça a própria natureza empresarial da sociedade de economia mista, enquanto pessoa jurídica de direito privado, que afasta a empresa estatal das limitações impostas pelo regime jurídico de direito administrativo.

A canalização política se localiza na fronteira entre essas duas formas distintas de o Estado interferir na empresa estatal, sobretudo porque elas não se excluem mutuamente. Em outras palavras, a atuação do Estado por meio da supervisão ministerial não suprime as regras de direito societário que incidem sobre a empresa estatal, assim como a atuação do Estado enquanto acionista controlador não esvazia as consequências do pertencimento da empresa estatal à Administração Pública.²⁴⁵ Embora Alexandre de Aragão Santos sustente a primazia dos controles societários sobre os controles administrativos (o que reflete o atual regime jurídico das empresas estatais e o atual contexto de intervenção estatal na economia, conforme investigado pelo primeiro capítulo)²⁴⁶, não há regra explícita que dissolva, em definitivo, os potenciais conflitos entre essas duas modalidades de controle das empresas estatais. A Lei nº 13.303/2016, em seu art. 89 e em seu art. 90, impede que a supervisão administrativa enseje “a redução ou a supressão da autonomia conferida pela lei” à empresa estatal, impossibilitando

²⁴⁴ Sobre a coordenação das empresas estatais, o autor argumenta o seguinte: “o controle governamental tem por fundamento tradicionalmente a necessidade de atuação coordenada com o restante da administração pública. A importância da coordenação administrativa pressupõe que a empresa estatal não seja simplesmente uma unidade produtiva isolada e com independência funcional para perseguir seus próprios objetivos. Ao contrário, trata-se de peça integrante de um complexo maior, que atua – ou deveria atuar, com base em planejamento macroeconômico mais abrangente e visando a um fim comum que transcende o interesse individual de cada companhia”. Em: PINTO JUNIOR, Mario Engler. **Empresa estatal: função econômica e dilemas societários**. São Paulo: Atlas, 2010, p. 98.

²⁴⁵ Mario Engler Pinto Junior também defende que os aspectos de direito societário não podem esvaziar a atuação “qualificada” do Estado enquanto acionista controlador: “não merece acolhimento a posição extrema de reconhecer nos órgãos de administração total autonomia para definir os objetivos de política pública que serão priorizados pela empresa estatal, sob pena de esvaziar o exercício qualificado do poder de controle pelo Estado”. Em: PINTO JUNIOR, Mario Engler. **Empresa estatal: função econômica e dilemas societários**. São Paulo: Atlas, 2010, p. 343.

²⁴⁶ A primazia dos controles societários sobre os controles administrativos é sustentada pelo autor na seguinte passagem: “[...] as empresas estatais devem estar sujeitas a menos e mais simples controles e aos controles mais afetos à sua natureza jurídica empresarial. Por isso, sempre que o controle societário tiver um instrumento análogo para realizar o mesmo fim que propiciaria a tutela administrativa, é aquele que deve prevalecer. Por exemplo, se o direito societário dá os instrumentos necessários para que o acionista majoritário, através da assembleia geral, escolha os dirigentes da sociedade, não é cabível o instrumento da tutela administrativa para a nomeação e exoneração direta dos dirigentes das entidades da Administração Indireta, salvo disposição de lei federal (por poder legislar sobre direito societário) em sentido expresso contrário”. Em: ARAGÃO, Alexandre Santos de. **Empresas estatais: o regime jurídico das empresas públicas e sociedades de economia mista**. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2018, p. 334/335.

que “as ações e deliberações do órgão ou ente de controle” provoquem “interferência na gestão das empresas públicas e das sociedades de economia mista”. Essas regras, contudo, não diluem a duplicidade de controles que necessariamente incide sobre as empresas estatais, que é intrínseca ao regime jurídico dessas companhias.

Esse aspecto da canalização política corrobora a posição adotada por este trabalho no primeiro capítulo quanto à impossibilidade de se reduzir a atuação estatal no contexto das empresas estatais à persecução do interesse público. Este trabalho, inclusive, optou por privilegiar a utilização da expressão “interesses estatais” para se referir à atividade do Estado enquanto acionista controlador, em detrimento da expressão “interesse público”. Caracterizar o elemento nuclear das sociedades de economia mista como um conflito entre interesse público e interesse privado implica generalizar interesses que se manifestam de modo específico a depender da modalidade de controle utilizada pelo acionista controlador para persegui-los. Assim, ambas as espécies de controle permitem que a conduta do Estado seja qualificada como persecução de interesses estatais, embora nem sempre possibilitem que ela seja caracterizada como persecução do interesse público.

Dessa maneira, a canalização política se situa na interseção entre supervisão ministerial e controle societário porque ela pode ser implementada com o auxílio de ambas as modalidades de controle. Para as políticas de transações entre partes relacionadas, interessará identificar as circunstâncias em que a canalização política, veiculada por meio de uma transação entre partes relacionadas, extrapola os limites da legalidade, provocando prejuízos a interesses de acionistas e da própria companhia. Assim, esta subseção se dedicará a investigar os atributos dessas duas modalidades de controle das empresas estatais, com a finalidade de estabelecer os limites da canalização política enquanto risco a ser endereçado pelas políticas de transações entre partes relacionadas.

A supervisão ministerial constitui o exemplo típico de controle interno da Administração Pública, que se aplica tanto a órgãos da administração direta como a entidades descentralizadas. O controle exercido pela administração direta sobre as entidades da administração indireta é distinto daquele exercido sobre os órgãos da própria administração direta, uma vez que o vínculo que justifica o controle dos órgãos desconcentrados é distinto daquele que justifica o controle das entidades descentralizadas. Aliás, segundo Caio Tácito, a criação das empresas estatais sob o regime de direito privado se destina a afastá-las do controle burocrático que caracteriza a administração direta.²⁴⁷ Assim, as entidades da administração

²⁴⁷ Nesse sentido, o autor indaga se as empresas estatais poderiam ser submetidas a uma modalidade distinta de controle daquela a que se submete a administração direta: “certo é que, em ambos os casos, a personalidade jurídica

indireta dispõem de uma autonomia que não é compartilhada pelos órgãos da administração direta, que se submetem ao controle de órgãos superiores por força de uma relação de hierarquia. Essa autonomia é reforçada no âmbito das sociedades de economia mista, considerando a natureza empresarial dessas entidades e o regime de direito privado a que elas também se submetem.

A supervisão ministerial possui assento constitucional. A Constituição Federal, em seu art. 87, parágrafo único, I, atribui aos Ministros de Estado a competência para “exercer a orientação, coordenação e supervisão dos órgãos e entidades da administração federal”. Celso Antônio Bandeira de Mello anota que a supervisão ministerial abrange os “aspectos administrativo, orçamentário, patrimonial e financeiro” das entidades supervisionadas.²⁴⁸ Nesse sentido, o art. 26, parágrafo único, do Decreto-Lei nº 200/1967 elenca, em caráter exemplificativo, uma pluralidade de instrumentos à disposição dos ministérios para supervisionar as entidades da Administração Indireta. Este trabalho classifica esses instrumentos em três categorias, que seriam os instrumentos de controle financeiro-orçamentário, os instrumentos de controle operacional e os instrumentos de controle gerencial.

Em primeiro lugar, o controle financeiro-orçamentário das empresas estatais recorre sobretudo aos instrumentos explorados na subseção anterior, como o PDG e OI. O art. 26, parágrafo único, “c” a “g”, do Decreto-Lei nº 200/1967 também define como medida de supervisão a elaboração de “relatórios, boletins, balancetes e informações que permitam ao Ministro acompanhar as atividades da entidade e a execução do orçamento-programa e da programação financeira aprovados pelo governo”. Esses instrumentos possibilitam à administração direta que monitore a sustentabilidade financeira das companhias sob seu controle, subsidiando eventuais decisões a serem tomadas pelo Estado na condição de acionista controlador. Em segundo lugar, o controle operacional interfere diretamente sobre aspectos da atividade fim promovida pelas empresas estatais, com a finalidade de avaliar e, inclusive, orientar o desempenho dessas companhias. O art. 26, parágrafo único, “h” e “i”, do Decreto-Lei nº 200/1967 apresenta como medidas de controle operacional a “realização de auditoria e

de direito privado tem como objetivo precípua a liberação dos processos burocráticos de gestão administrativa e financeira. É, em suma, o repúdio aos sistemas clássicos de controle da administração direta, de forma a propiciar maior flexibilidade operacional e permitir a abstenção dos processos formais da contabilidade pública. Se a eficiência das empresas estatais repousa, assim, na *fuga ao controle administrativo* ordinário, poder-se-á validamente submetê-las a *controle específico* – uno ou múltiplo – ou, ao contrário, deve a empresa do Estado conviver com a empresa privada apenas na sujeição aos critérios comuns de responsabilidade social? Ou seja, a vigilância do Estado, sobre a sociedade de que participa é estritamente, a de acionista, ou transcende a esta, mediante poderes superiores de supervisão?” Em: TÁCITO, Caio. Controle das empresas do estado (públicas e mistas). **Revista de Direito Administrativo**, v. 111, p. 1-9, 24 out. 1973, p. 3.

²⁴⁸ MELLO, Celso Antônio Bandeira de. **Curso de Direito Administrativo**. 33. ed. ver. e atual. até a Emenda Constitucional 92, de 12.7.2016. São Paulo: Malheiros, 2016, p. 969.

avaliação periódica de rendimento e produtividade” e a “intervenção por motivo de interesse público”. Em terceiro lugar, o controle gerencial reside nas prerrogativas atribuídas ao Ministério para indicação dos administradores das entidades descentralizadas. O art. 26, parágrafo único, “a” e “b”, prevê como medidas de controle gerencial a “indicação ou nomeação pelo Ministro [...] dos dirigentes da entidade, conforme sua natureza jurídica” e a “designação [...] dos representantes do governo federal nas Assembleias Gerais e órgãos de administração ou controle da entidade”.

Evidentemente, essas modalidades de supervisão administrativa previstas pelo Decreto-Lei nº 200/1967 devem ser interpretadas à luz dos diversos filtros opostos atualmente pela Lei nº 13.303/2016, que restringem a amplitude dessas medidas de supervisão. Conforme sugere Mario Engler Pinto Junior, a adoção da supervisão ministerial enquanto instrumento de controle das empresas estatais revela a desconfiança do direito administrativo em relação aos mecanismos de direito societário, que não seriam suficientes ao Estado para exercer o comando e monitoramento dessas companhias.²⁴⁹ Nesse sentido, com a promulgação da Lei nº 13.303/2016, a supervisão administrativa perde paulatinamente sua função no controle das empresas estatais, uma vez que a nova legislação impõe diversas barreiras ao Estado para interferir nessas entidades, de modo a privilegiar os mecanismos de governança da própria companhia, em detrimento das medidas de supervisão. O principal exemplo de mudança oferecida pela Lei nº 13.303/2016 reside nos instrumentos de controle gerencial, que endereçam a indicação dos administradores das empresas estatais. O art. 17 da Lei nº 13.303/2016 estabelece uma diversidade de requisitos a serem preenchidos para a ocupação dos cargos da diretoria e do conselho de administração das companhias, a exemplo de experiência profissional no segmento da empresa. Além disso, o art. 17, §2º, da Lei nº 13.303/2016 também fixa uma série de impedimentos para a ocupação desses cargos, como a impossibilidade de indicação de Ministros de Estados para o Conselho de Administração e para a diretoria. De acordo com

²⁴⁹ Essa é a conclusão do autor quando analisa o contexto em que foi elaborado o Decreto-Lei nº 200/1967: “Na tentativa de resgar o controle governamental sobre as empresas estatais, o Decreto-Lei nº 200/67 estruturou a figura da supervisão ministerial, dando início à cultura controlador que até hoje marca o relacionamento no âmbito da administração pública indireta. [...] A medida é fruto da obsessão nacional pelo controle exógeno de caráter mais formalista e com menos foco no aspecto de mérito ou estratégico. A rigor, o direito administrativo nunca deu grande importância ao potencial do controle acionário e ao papel da estrutura interna de governança das empresas estatais para direcionar e supervisionar suas atividades. Ao contrário, sempre desconfiou da aptidão dos órgãos societários para zelar pela consecução do interesse público no sentido mais elevado do termo”. Em: PINTO JUNIOR, Mario Engler. **Empresa estatal**: função econômica e dilemas societários. São Paulo: Atlas, 2010, p. 102/103.

Alexandre Santos de Aragão, essas restrições promovidas pela Lei nº 13.303/2016 visam a “mitigar a influência política” no processo de indicação de gestores das empresas estatais.²⁵⁰

Certamente, embora perca seu protagonismo, a canalização política implementada com o auxílio de instrumentos de supervisão administrativa não é completamente esvaziada com as limitações oferecidas pela Lei nº 13.303/2016. Por exemplo, no início de 2021, após subsequentes aumentos nos preços dos combustíveis praticados pela Petrobrás, o Presidente da República anunciou a indicação de um novo presidente para o conselho de administração da companhia. No caso, ainda que não tenha violado expressamente os parâmetros da Lei nº 13.303/2016, a indicação sugeriu ao mercado a intenção da União de interferir na política de preços da Petrobrás. Na ocasião, o Presidente da República, referindo-se ao aumento do preço dos combustíveis, emitiu a seguinte declaração: “Teremos mudança sim. Jamais vamos interferir nesta grande empresa e na sua política de preços, mas o povo não pode ser surpreendido com certos reajustes”.²⁵¹ Essa declaração sugere que a indicação de um novo presidente para a Petrobrás pretendia sinalizar ao eleitorado que a Presidência da República não permaneceria inerte diante dos sucessivos aumentos nos preços de combustíveis. O interesse canalizado, nesse sentido, consistiria no interesse eleitoral do próprio Presidente da República. Esse exemplo demonstra que a canalização política implementada por meio de medidas de supervisão ministerial ganha novos contornos diante dos parâmetros de governança estabelecidos pela Lei nº 13.303/2016.

Ainda que a supervisão ministerial tenha perdido sua aptidão enquanto instrumento para a canalização política, o Estado também canaliza interesses políticos ou de política pública por meio de mecanismos que derivam diretamente do exercício do controle societário das empresas estatais.

²⁵⁰ Para Alexandre Santos de Aragão, essas restrições confirmam a própria limitação da supervisão administrativa enquanto instrumento de controle das empresas estatais: “O que deve ser frisado é que todas essas ingerências do ente federativo sobre as entidades da sua Administração Indireta não podem ser consideradas naturais ou implícitas, prescindindo de clara previsão legislativa. Como qualquer competência administrativa, a de supervisionar entidades da Administração Indireta, ainda mais as de direito privado, deve se dar na forma da lei que a estabeleça. Exemplo eloquente dessas limitações a prerrogativas potencialmente inerentes à supervisão ou tutela administrativa é o ‘controle política’ de escolha e dispensa dos dirigentes das estatais. O fato dessa competência ser do Chefe do Executivo não quer dizer que o seu exercício não possa ser condicionado e limitado. O Estatuto das Estatais possui inúmeros dispositivos que visam justamente a procurar mitigar a influência política na escolha dos diretores e membros dos conselhos de administração e fiscal das estatais, vedando, por exemplo, as pessoas que tenham atividade partidária ou que não tenham certos qualificativos técnicos (arts. 17; 20; 22; +1º; e 26, §2º)”. Em: ARAGÃO, Alexandre Santos de. **Empresas estatais: o regime jurídico das empresas públicas e sociedades de economia mista**. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2018, p. 330/331.

²⁵¹ MENDONÇA, Heloísa. Bolsonaro indica general para Petrobras e põe mercado em alerta por temor de intervenção. **El País**. Publicado em 19/02/2021. Disponível em: <<https://brasil.elpais.com/economia/2021-02-19/bolsonaro-indica-general-como-novo-presidente-da-petrobras-e-poe-mercado-em-alerta-por-temor-de-intervencao.html>>.

Conforme indica Mayara Gasparoto Tonin, o Estado detém a maioria do capital social das empresas estatais como decorrência da própria definição legal dessas companhias.²⁵² Em oposição à supervisão ministerial, que ostenta caráter exógeno, porque posiciona a empresa estatal como uma entidade descentralizada, o Estado exerce o controle societário no interior da própria companhia, segundo os ajustes de governança dos diversos interesses corporativos. Desse modo, o exercício do controle societário pelo Estado se concretiza com sua participação em Assembleia Geral, com a eleição de administradores, com a aprovação ou rejeição das contas de administradores, dentre outros papéis que são intrínsecos à condição de acionista. Essas funções assumidas pelo acionista controlador refletem duas dimensões do poder de controle, que são a dimensão do comando ou dominação e a dimensão da vigilância ou fiscalização.²⁵³ O acionista controlador dispõe tanto da prerrogativa de dirigir os aspectos relevantes da atividade da companhia quanto de monitorar a conduta dos administradores na condução dos negócios sociais. A dimensão do monitoramento compartilha semelhanças com a supervisão ministerial, com a diferença de que esta é exercida por meio dos mecanismos de direito administrativo, enquanto aquela é exercida no interior dos órgãos societários.

No contexto das sociedades de economia mista, o Estado pode organizar o exercício do controle societário de duas maneiras.²⁵⁴ De um lado, o Estado pode exercer o controle acionário de forma centralizada, concentrando as prerrogativas do acionista controlador em uma

²⁵² Embora seja uma afirmação elementar, essa anotação da autora realça a diferença entre o poder de controle nas sociedades de economia mista e o poder de controle nas companhias exclusivamente privadas: “Nas sociedades de economia mista, a definição do poder de controle é pré-estabelecida, pois, por imposição legal, o ente estatal terá a maioria das ações com direito a voto. O Estado terá e exercerá o poder de controle. Nessas companhias, o controle será sempre majoritário, mas, nas companhias comuns, também poderá ser controle com quase completa propriedade acionária, controle obtido mediante expedientes legais, controle minoritário e controle administrativo ou gerencial”. Em: TONIN, Mayara Gasparoto. **Sociedade de economia mista e acionistas minoritários**. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 109.

²⁵³ A autora explora esses distintos sentidos oferecidos para a palavra controle na seguinte passagem: “A palavra controle pode significar tanto vistoriar e verificar, considerando sua origem francesa, como poder e dominação, na sua origem inglesa. Ambas as acepções foram absorvidas pelo português, de modo que o termo controle tem relação tanto com a noção de vigilância e fiscalização como com a ideia de poder, dominação, regulação”. Em: TONIN, Mayara Gasparoto. **Sociedade de economia mista e acionistas minoritários**. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 106. Esses diversos sentidos para o controle no contexto das sociedades anônimas também são explorados com profundidade por Fábio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho, Cf: COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O poder de controle na sociedade anônima**. 6. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2014.

²⁵⁴ Mario Engler Pinto Junior identifica três modelos diferentes para a organização do exercício de poder de controle pelo Estado, que seriam o modelo centralizado, o modelo descentralizado e o modelo dual. Este trabalho entende que o modelo dual constituiria também uma espécie de gestão descentralizada: “Existem três alternativas básicas para o Estado organizar o exercício das funções decorrentes da propriedade acionária. O primeiro é o modelo descentralizado, em que a empresa estatal responde simultaneamente a vários ministérios ou órgãos governamentais. O segundo é o sistema dual, quando então o vínculo da companhia fica restrito ao ministério setorial e ao ministério responsável pela área financeira ou de planejamento. O terceiro tipo de organização chama-se centralizado, porquanto a empresa estatal fica subordinada a uma única pasta ou entidade que concentra o exercício do poder de controle acionário”. Em: PINTO JUNIOR, Mario Engler. **Empresa estatal: função econômica e dilemas societários**. São Paulo: Atlas, 2010, p. 180.

agência estatal criada exclusivamente para gerir as participações societárias estatais. De outro lado, o Estado pode exercer o controle societário de forma descentralizada, distribuindo as prerrogativas decorrentes do controle societário entre diversos órgãos estatais. No modelo centralizado, a entidade em favor da qual se concentram as prerrogativas societárias pode ser uma sociedade empresária ou uma organização de natureza pública, como uma autarquia. O modelo centralizado é adotado pela China desde a criação da SASAC, que, embora não seja constituída sob a forma de corporação, detém a integralidade das prerrogativas referentes ao exercício do controle acionário das empresas estatais chinesas. No contexto brasileiro, aliás, não haveria impedimento para a criação de uma empresa estatal que exercesse a função de *holding* das demais empresas estatais, com a finalidade de estabelecer no país um modelo centralizado. O Brasil, no entanto, adota o modelo descentralizado, com a repartição de atribuições referentes às empresas estatais entre diversos órgãos da Administração Direta.²⁵⁵ Apesar de adotar o modelo descentralizado, as regras contábeis para divulgação de informações referentes às transações entre partes relacionadas consideram o Estado enquanto uma entidade que age de modo unitário no controle societário de suas companhias, porquanto duas empresas estatais federais são reputadas partes relacionadas apenas por compartilharem o mesmo acionista controlador, ainda que não compartilhem nenhum outro vínculo societário ou de mercado.²⁵⁶ O Estado, assim, para a finalidade da caracterização das transações entre partes relacionadas, constitui uma *holding* de todas as empresas estatais sob seu controle, que convivem entre si na condição de partes relacionadas.

²⁵⁵ Joaquim Rubens Fontes Filho e Lidice Meireles Picolin identificam três funções que são exercidas pelo Estado no controle das empresas estatais, distribuídas entre diversos órgãos: “No Brasil, a supervisão e controle das empresas estatais estão distribuídos segundo os aspectos de gestão corporativa e política de negócios; planejamento dos investimentos e acompanhamento das estatais; gestão das participações acionárias (administração de portfólio). A primeira dessas funções permanece no âmbito do ministério supervisor, segundo a área de competência em que estiver enquadrada sua principal atividade. Cabe a esse ministério alinhar e acompanhar a execução dos objetivos da empresa às políticas governamentais no setor. A função de planejamento e acompanhamento, abrangendo o conjunto das estatais, é desempenhada no âmbito do Ministério do Planejamento, pelo Departamento de Coordenação e Controle das Empresas Estatais (Dest). A esse órgão cabem as funções de coordenar a elaboração do Programa de Dispendios Globais e da proposta do Orçamento de Investimento das empresas estatais, bem como promover a articulação e a integração das políticas das empresas estatais, inclusive política salarial e de benefícios. A gestão do portfólio é responsabilidade do Ministério da Fazenda, por meio da Secretaria do Tesouro Nacional, órgão responsável pela administração dos haveres da União junto a terceiros, inclusive as participações acionárias. À sua condução vinculam-se as ações voltadas para a gestão do ativo, do portfólio e condução de atos de natureza societária, como participação em assembleias de acionistas”. Em: FONTES FILHO, Joaquim Rubens; PICOLIN, Lidice Meireles. Governança corporativa em empresas estatais: avanços, propostas e limitações. **Revista de Administração Pública**. v. 42, n. 6, pp. 1163-1188, 2008, p. 1176. Disponível em: <<https://doi.org/10.1590/S0034-76122008000600007>>.

²⁵⁶ COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS. **CPC 05 (R1): Divulgação sobre Partes Relacionadas**. Brasília: CPC, 2010. Disponível em: <<http://www.cpc.org.br/CPC/Documentos-Emitidos/Pronunciamentos/Pronunciamento?Id=36>>.

Conforme indicado nos parágrafos anteriores, o Estado é acionista majoritário das sociedades de economia mista por força de lei, que exige a manutenção sob sua titularidade de quantidade superior a cinquenta por cento das ações com direito a voto da companhia. A condição de acionista controlador, contudo, nem sempre se confunde com a condição de acionista majoritário, uma vez que o controle pode ser obtido por meio de expedientes contratuais, como o acordo de acionistas, conforme prevê a própria Lei nº 6.404/1976, em seu art. 116. Assim, o controle societário é uma qualificação legal que, para além de representar determinado arranjo da composição acionária, atribui determinados deveres ao acionista ou grupo de acionistas que exerce esse papel na companhia, deveres caracterizados como fiduciários, que não se estendem aos demais acionistas. De acordo com Calixto Salomão Filho, os deveres fiduciários, embora sejam orientados, comumente, aos administradores, também limitam a conduta dos acionistas controladores, sobretudo em contextos jurídicos nos quais prevalece a concentração de capital como estrutura de governança corporativa.²⁵⁷ Esses deveres se destinam a evitar que o acionista controlador se utilize da companhia para satisfazer exclusivamente interesses próprios, em detrimento dos interesses da sociedade empresária ou dos demais acionistas. Nesse sentido, o art. 116, parágrafo único, e o art. 117, §1º, da Lei nº 6.404/1976 descrevem, respectivamente, os deveres atribuídos ao acionista controlador e as hipóteses que implicam violação a esses deveres, com a consequente configuração de exercício abusivo do poder de controle. Aliás, o art. 117, §1º, “f”, da Lei nº 6.404/1976 qualifica como exercício abusivo do poder de controlar a contratação entre o acionista controlador e a companhia “em condições de favorecimento ou não equitativas”, que configura uma transação entre partes relacionadas. A relação entre os deveres fiduciários e as transações entre partes relacionadas será explorada com maior profundidade no próximo capítulo.

No caso da sociedade de economia mista, embora também submeta o Estado aos deveres do acionista controlador, a Lei nº 6.404/1976 possibilita ao sócio estatal que oriente “as atividades da companhia de modo a atender ao interesse público que justificou sua

²⁵⁷ Os acionistas controladores, em razão das prerrogativas associadas a essa condição, constituem os efetivos gestores do patrimônio alheio nesses contextos de concentração acionária: “Nos sistemas societários, em geral, é o administrador que tem seus deveres qualificados como fiduciários. É ele que administra o patrimônio alheio, assumindo, portanto, funções semelhantes às do credor fiduciário nos negócios fiduciários. Daí por que ser assemelhado, em especial nos sistemas de *common law*, ao *trustee*. Ocorre que, em função da realidade societária supradescrita, o controlador é o administrador por excelência do patrimônio alheio. Em especial no direito brasileiro, em que, além de determinar seu destino último, também o administra na prática. É natural, portanto, que a lei cerque o exercício de funções de deveres fiduciários”. Em: SALOMÃO FILHO, Calixto. **O novo direito societário: eficácia e sustentabilidade**. 5 ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2019, p. 298/299.

criação”.²⁵⁸ O art. 4º, §1º, da Lei nº 13.303/2016 apenas replicou o conteúdo do dispositivo da Lei nº 6.404/1976, com a sutil alteração de atribuir ao Estado o dever de “exercer o poder de controle no interesse da companhia”, desde que “respeitado o interesse público que justificou sua criação”.²⁵⁹ Nota-se que o dispositivo da Lei nº 6.404/1976 realça apenas a possibilidade de o Estado orientar a sociedade de economia mista em favor da persecução do interesse público que justificou sua criação, enquanto que o dispositivo da Lei nº 13.303/2016 exige que esse interesse público seja respeitado, atribuindo ao Estado, entretanto, o dever (e não a faculdade ou possibilidade) de orientar a sociedade de economia mista em favor dos interesses da própria companhia.²⁶⁰

Nesse ponto, conforme já mencionado, reforça-se o argumento sustentado por Rafael Wallbach Schwind quanto à compatibilidade entre os interesses privados e os interesses estatais no ambiente das empresas estatais.²⁶¹ O art. 238 da Lei nº 6.404/1976 reconhece que “o interesse público que justificou a criação” da empresa estatal e “os interesses da companhia” são compatíveis. A própria lei toma como premissa a impossibilidade de sacrificar um interesse

²⁵⁸ A redação integral do dispositivo é a seguinte: “Art. 238. A pessoa jurídica que controla a companhia de economia mista tem os deveres e responsabilidades do acionista controlador (artigos 116 e 117), mas poderá orientar as atividades da companhia de modo a atender ao interesse público que justificou a sua criação”.

²⁵⁹ A redação integral do art. 4º, §1º, da Lei nº 13.303/2016 é a seguinte: “§ 1º A pessoa jurídica que controla a sociedade de economia mista tem os deveres e as responsabilidades do acionista controlador, estabelecidos na Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e deverá exercer o poder de controle no interesse da companhia, respeitado o interesse público que justificou sua criação”.

²⁶⁰ Nesse ponto, concorda-se com Alexandre Santos de Aragão que, apesar das diferenças de redação, os dispositivos não oferecem relevantes distinções para o regime do poder de controle nas empresas estatais: “Observe-se que, apesar da semelhança, os dispositivos têm algumas pequenas diferenças redacionais: o primeiro coloca o atendimento ao interesse público que justificou a criação da sociedade de economia mista em princípio como uma faculdade (“poderá”), mas por outro lado possui uma posição mais comissiva em relação a ela, já que usa o termo “atender” ao interesse público. O Estatuto das Estatais, ao revés, se refere à obrigação de ser apenas “respeitado” o interesse público. Tal aparente diferença pode dar azo a interpretações no sentido de que, com o advento do Estatuto das Estatais, a sociedade de economia mista não pode ser usada para atender os interesses públicos que justificaram a sua instituição, mas tão somente que, no exercício ordinário de suas atividades econômicas, deve estar atenta apenas para não contrariá-los. A leitura isolada e literal do art. 4º, §1º, do Estatuto das Estatais é, no entanto, negada pelo seu conjunto, já que, como veremos ao longo deste tópico, ao contrário do que faz a Lei das S.A., o Estatuto detalha material e procedimentalmente como deve se dar a inserção ativa de preocupações de interesse público no seio das sociedades de economia mista, ficando bem longe de uma postura meramente passiva – de não violação – em relação a ele. Não há, portanto, diferenças significativas entre o art. 238 da Lei das S.A. e o §1º do art. 4º do Estatuto das Estatais, se analisado no conjunto das normas a ele correlatas integrantes do mesmo Estatuto”. Em: ARAGÃO, Alexandre Santos de. **Empresas estatais: o regime jurídico das empresas públicas e sociedades de economia mista**. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2018, p. 353/354.

²⁶¹ O autor reforça esse argumento em diversas passagens de seu trabalho, dentre as quais a seguinte: “A utilização de empresas estatais retrata uma opção consciente pelos mecanismos de direito privado, que são uma espécie de direito comum das atividades empresariais. Trata-se não propriamente de uma ‘fuga’ da Administração para o direito privado, e sim da identificação, no próprio ordenamento, de um ferramental mais adequado ao desempenho de certas atividades incumbidas ao poder público. [...] Na realidade, a reunião de sócios privados e entes estatais em uma sociedade de capital misto significa o reconhecimento pela ordem jurídica de que os interesses privados podem ser levados em consideração no âmbito da atuação empresarial do Estado”. Em: SCHWIND, Rafael Wallbach. **O Estado acionista: empresas estatais e empresas privadas com participação estatal**. São Paulo: Almedina, 2017, p. 146.

para proteger os demais. Em outras palavras, nem o interesse privado deve ser sacrificado para que o Estado instrumentalize a empresa estatal apenas para perseguir seus próprios interesses, nem a perseguição dos interesses da companhia enquanto pessoa jurídica de direito privado deve esvaziar o sentido e a natureza das empresas estatais enquanto entidades integrantes da Administração Pública.

Entretanto, pela condição privilegiada do Estado enquanto acionista controlador, o sacrifício dos interesses privados aparece com maior frequência no âmbito das sociedades de economia mista quando comparado ao esvaziamento da finalidade pública dessas empresas estatais. O Estado se utiliza do permissivo oferecido pelo art. 238 da Lei nº 6.404/1976 para justificar a perseguição exclusiva de seus interesses por meio das empresas estatais, com o sacrifício ilegítimo dos interesses privados. Nesse contexto, a canalização política se consolida como o principal risco para o investimento nas empresas estatais porque o Estado dispõe de mecanismos qualificados para orientar a atividade da companhia, que não estão à disposição dos acionistas privados ou da própria administração da empresa estatal. Assim, a canalização política se apresenta como a consequência da assimetria entre o interesse estatal e o interesse privado nessas companhias, considerando que o Estado se localiza numa posição privilegiada para perseguir seus interesses, em oposição ao local ocupado pelos acionistas minoritários.

Ainda que diante do permissivo do art. 238 da Lei nº 6.404/1976 (também presente no art. 4, §1º, da Lei nº 13.303/2016), a literatura de direito administrativo converge no sentido de impor limites à perseguição dos interesses estatais por meio das sociedades de economia mista. O permissivo oferecido por esses dispositivos não permite que o Estado persiga qualquer interesse público por meio das empresas estatais, mas, tão somente, um interesse público restrito, aquele que justificou a criação da companhia.²⁶² No entanto, embora submetida a limitações, a interpretação desse dispositivo ainda admite a identificação de uma pluralidade de interesses a serem perseguidos com fundamento nessa regra. A própria Lei nº 13.303/2016 opera diversas tentativas para reduzir a vagueza da expressão, a exemplo das exigências contidas no art. 8º, I, mas nenhuma delas aparenta restringir em definitivo o uso indiscriminado das prerrogativas do art. 238 Lei nº 6.404/1976 como justificativa para eventuais episódios de canalização política. Aliás, a própria previsão contida no art. 173 da Constituição Federal, que autoriza a intervenção estatal na economia, contém requisitos que constituem evidentes

²⁶² Nesse sentido, Cf.: PINTO JUNIOR, Mario Engler. **Empresa estatal**: função econômica e dilemas societários. São Paulo: Atlas, 2010, p. 389; ARAGÃO, Alexandre Santos de. **Empresas estatais**: o regime jurídico das empresas públicas e sociedades de economia mista. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2018, p. 347; SCHIRATO, Vitor Rhein. **As empresas estatais no direito administrativo econômico atual**. São Paulo: Saraiva, 2016, p. 184.

conceitos jurídicos indeterminados (relevante interesse coletivo ou imperativos de segurança nacional).

Novamente, corroborando o argumento defendido no primeiro capítulo deste trabalho, a contraposição entre o interesse público do Estado e o interesse dos acionistas privados pelo lucro não proporciona a melhor alternativa para solucionar os impasses que decorrem de uma utilização incauta do art. 238 da Lei nº 6.404/1976 pelo Estado para justificar determinadas condutas enquanto acionista controlador. Os interesses perseguidos pelo Estado com fundamento no interesse público que justificou a criação da sociedade de economia mista podem ser muito distintos entre si. A tentativa de homogeneizá-los sob o manto do interesse público dificulta que se distingam as circunstâncias em que a perseguição desses interesses é protegida pela regra do art. 238 da Lei nº 6.404/1976 e as circunstâncias que recaem, por exemplo, em hipóteses de exercício abusivo de controle. Aliás, conforme indicado pela Diretora Luciana Dias no julgamento da CVM que condenou à União Federal por exercício abusivo de poder de controle no caso da renovação dos contratos de concessão da Eletrobrás, a distinção entre interesse público primário e interesse público secundário também não é suficiente para interpretar o art. 238 da Lei nº 6.404/1976, sobretudo porque essa classificação não oferece soluções para os casos que refletem a perseguição de interesses que seriam tanto primários quanto secundários.²⁶³

Essa pluralidade de interesses perseguidos no contexto do controle societário confirma uma característica da canalização política, que é a diversidade de instrumentos que servem à sua implementação. O Estado dispõe de variadas ferramentas para canalizar interesses políticos porque, sob a guarda do art. 238 da Lei nº 6.404/1976, pode persegui-los como se todos se

²⁶³ A Relatora do referido processo administrativo sancionador oferece três razões para justificar a insuficiência da distinção entre interesse público primário e interesse público secundário para avaliar a conduta do Estado enquanto acionista controlador: “[...] essa distinção doutrinária, embora seja bastante útil, não resolve todos os problemas pertinentes à interpretação do art. 238. Primeiro porque a classificação dos interesses públicos em primários ou secundários julga a licitude da conduta do controlador público em função de uma combinação entre a intenção do Estado e as consequências patrimoniais da sua respectiva conduta. E essa distinção apresenta limitações. Ela nem sempre contribui para solucionar as zonas cinzentas ou as situações que envolvem interesses públicos primários e também interesses públicos secundários, como é o caso das decisões sobre o contrato de concessão. Além disso, é relativamente simples conferir uma aparência de “primariedade” a um ato cuja real motivação é de natureza patrimonial ou não está diretamente ligada a um interesse coletivo. Ou ainda, mesmo que a distinção entre interesses primários e secundários esteja muito nítida, é fácil escusar-se alegando a impossibilidade de dar cumprimento ao primário sem, a reboque, atender também o secundário. Outro limite da distinção entre interesses públicos primários e secundários é que ela não é suficiente para interpretar o art. 238, que, é bom lembrar, não se refere à consagração de qualquer interesse público, mas especificamente do interesse público que justificou a criação da companhia. Em outras palavras, não basta estarmos diante de um interesse público primário para que o respectivo ato do controlador público seja considerado lícito. É preciso também que a sua conduta encontre fundamento no interesse público concreto que motivou a criação da companhia”. Em: BRASIL. Comissão de Valores Mobiliário. **Extrato da Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2013/6635**. Relatora: Diretora Luciana Dias. Data do Julgamento: 26/05/2015. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador/2015/20150526_PAS_RJ20136635.html.

enquadrassem à condição de interesse público que justificou a criação da empresa estatal, embora constituam interesses muito distintos entre si.

Em primeiro lugar, o Estado pode canalizar interesses estritamente pecuniários, a exemplo da conduta adotada pela União em Assembleia Geral da Eletrobras que foi objeto do processo sancionador da CVM, mencionado anteriormente.²⁶⁴ No caso, a aprovação pela União em Assembleia Geral da renovação antecipada dos contratos de concessão restringia as possibilidades de questionamentos judiciais quanto a eventuais saldos indenizatórios devidos pela União à Eletrobras, eximindo a própria União, por consequência, do impacto pecuniário que essas indenizações provocariam aos cofres federais. Em segundo lugar, o Estado também implementa a canalização política quando utiliza as empresas estatais como instrumento de regulação, que caracteriza o fenômeno da regulação endógena. De acordo com Luiz Augusto da Silva, a regulação endógena depende de o Estado, enquanto acionista controlador, orientar deliberadamente a empresa estatal para estimular os agentes econômicos do respectivo segmento a adotarem determinado padrão de conduta.²⁶⁵ Exemplo de regulação endógena reside no episódio da “guerra dos *spreads*” no setor bancário, que é objeto da pesquisa de Luiz Augusto da Silva.²⁶⁶ Em terceiro lugar, o Estado se utiliza da empresa estatal para atingir objetivos macroeconômicos, com a finalidade, por exemplo, de cumprir metas de política fiscal. Exemplo disso foram as pedaladas fiscais utilizadas pelo governo da Presidente Dilma Rousseff para maquiagem a situação fiscal da União.²⁶⁷ As pedaladas fiscais constituiriam, inclusive,

²⁶⁴ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliário. **Extrato da Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2013/6635**. Relatora: Diretora Luciana Dias. Data do Julgamento: 26/05/2015. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador/2015/20150526_PAS_RJ20136635.html.

²⁶⁵ O autor diferencia a regulação endógena de fenômenos correlatos, como a autorregulação ou as próprias externalidades produzidas pela atuação da empresa estatal: “Veja-se que a regulação endógena é algo mais do que “autorregulação” pelo mercado com o *plus* de haver concorrente público nele atuando. A simples existência de mais um competidor, via de regra, produzirá algum nível de *influência*, alguma alteração no comportamento dos demais agentes econômicos – quando menos, terão que adequar suas práticas gerenciais e comerciais para conviver com o novo adversário, e assim manter-se no mercado (ou preservar suas margens de lucro). Também é mais do que a simples geração de externalidades positivas pela ação da empresa estatal – na prática, toda atividade econômica produz certa ordem de efeitos benéficos, modificando as condições de mercado (*e.g.* criação de empregos, promoção de desenvolvimento regional). Essas especificações são importantes porque, sem elas praticamente toda intervenção empresarial do Estado acabaria equiparada à regulação (mais ou menos intensa, mais ou menos deliberada) – o que retiraria o potencial explicativo do conceito aqui formulado. Daí a relevância dos *critérios funcional e finalístico* da categoria: a endorregulação envolve a tomada de decisões deliberadas pelo controlador público e a funcionalização das empresas estatais na tentativa de alterar comportamentos. Inclusive, esse direcionamento pode por vezes distanciar a gestão da estatal da lógica empresarial privada, de maximização de lucros, com o intuito de interferir no comportamento alheio [...]. Em: SILVA, Luiz Augusto da. **Empresa estatal e regulação**: a atuação empresarial do Estado com objetivos regulatórios. Curitiba: CRV, 2019, p. 64/65.

²⁶⁶ SILVA, Luiz Augusto da. **Empresa estatal e regulação**: a atuação empresarial do Estado com objetivos regulatórios. Curitiba: CRV, 2019.

²⁶⁷ Alexandre Santos de Aragão oferece o seguinte comentário acerca das pedaladas fiscais: “Como visto, as denominadas “pedaladas fiscais”, prejudiciais ao equilíbrio fiscal e principalmente às estatais que com elas arcam, consistem no acréscimo das despesas federais a serem assumidas pelos bancos públicos, sem que o Estado aumente os pagamentos devidos a esses bancos ou adie o ressarcimento dos valores utilizados. [...] O Relatório do TCU

transações entre partes relacionadas. Em quarto lugar, sob outra perspectiva, os próprios agentes políticos do governo podem utilizar as empresas estatais para perseguir interesses políticos próprios, a exemplo de interesses eleitorais, como demonstra o recente caso da mudança no Conselho de Administração da Petrobras, já mencionado.

Os exemplos que cabem nessa diversidade de interesses perseguidos pelo Estado no contexto das empresas estatais são inúmeros. Por essa razão, enfrenta-se grande dificuldade em classificá-los de modo adequado, sobretudo porque, por vezes, uns se misturam aos outros, sem que possam ser discriminados com precisão. Assim, a canalização política será endereçada enquanto risco a ser objeto das políticas de transações entre partes relacionadas apenas num sentido restrito. Não há classificação dos interesses estatais que seja apta a diferenciar as circunstâncias que justificam a legítima canalização de interesses políticos e as circunstâncias que recaem em abuso do poder de controle. Qualquer classificação dessa natureza controverte a própria justificativa e finalidade das políticas de transações entre partes relacionadas, que, conforme explorado no primeiro capítulo, reside em encontrar a melhor saída regulatória no contexto da companhia, como resultado do fortalecimento de sua própria governança corporativa.

Como consequência da própria definição, a canalização política só interessará às políticas de transações entre partes relacionadas caso ela seja implementada por intermédio de uma transação entre partes relacionadas. Em outras palavras, o interesse canalizado deve ser identificado no contexto de uma transferência de recursos, serviços ou obrigações, tal qual definido na seção anterior. Desse modo, diversas condutas que configuram hipóteses de canalização política não são endereçadas pelas políticas de transações entre partes relacionadas. Sob a perspectiva da própria política corporativa, conforme será explorado no próximo capítulo, essa restrição do risco provocado pela canalização política implicará a inclusão como parâmetro para avaliação das transações entre partes relacionadas a impossibilidade de que a conduta do Estado enquanto acionista controlador provoque o sacrifício dos interesses dos acionistas privados, ainda que determinada transação entre partes relacionadas preencha os demais parâmetros jurídicos previstos para a operação.

[que julgou as contas da Presidência da República referentes ao exercício de 2014] evidencia dinâmica orçamentária que pode ilegitimamente existir entre o Estado e suas estatais, especialmente se instituições financeiras, demonstrando potenciais irregularidades que também embaçam a transparência entre os orçamentos das empresas estatais e dos seus entes federativos controladores”. Em: ARAGÃO, Alexandre Santos de. **Empresas estatais: o regime jurídico das empresas públicas e sociedades de economia mista**. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2018, p. 292/293.

Em conclusão, a política de transações entre partes relacionadas não dispõe da aptidão para abarcar a integralidade dos riscos oferecidos pela canalização política. Contudo, em razão da própria confusão entre os interesses pecuniários e os interesses não pecuniários do Estado, as transações entre partes relacionadas também constituem instrumentos de canalização política, reconduzindo-a ao horizonte das políticas corporativas de transações entre partes relacionadas. Nesse sentido, a distinção entre benefícios pecuniários e não-pecuniários do controle não se apresenta adequada para caracterizar os benefícios políticos do controle que são objeto da canalização política porque os próprios interesses políticos, por vezes, também admitem uma expressão pecuniária. Aliás, os exemplos de transações entre partes relacionadas que contêm esses interesses políticos são, com frequência, as operações que também admitem uma relevante expressão pecuniária.

3.4 Conclusões parciais

Este capítulo se dedicou a investigar os riscos intrínsecos à celebração de transações entre partes relacionadas no contexto das sociedades de economia mista, com a finalidade de delimitar o objeto das políticas corporativas destinadas a controlar essa prática. Esses riscos são o escoamento de valores (*tunneling*) e a canalização política (*policy channeling*).

Em primeiro lugar, este capítulo distinguiu as transações entre partes relacionadas de outras temáticas semelhantes no contexto das sociedades de capital. As transações entre partes relacionadas não se confundem com a temática do *self-dealing*, tampouco com a temática do conflito de interesses. A prática de *self-dealing* abrange circunstâncias que nem sempre caracterizam transações entre partes relacionadas. O conflito de interesses, por sua vez, recebe um determinado tratamento do direito societário brasileiro, que não equivale às delimitações oferecidas às transações entre partes relacionadas. Essa prática, assim, deve ser apreciada à luz do problema do conflito, e não sob a perspectiva exclusiva da regra do conflito de interesses.

Em segundo lugar, o escoamento de valores se apresentou como a transferência ilícita de valores que admite uma expressão contábil, ou seja, que impacta o ativo, o passivo, as receitas ou as despesas da companhia. As transações entre partes relacionadas se estabeleceram como o principal instrumento à disposição de acionistas controladores e administradores para o escoamento de valores, que pode ser implementado com o auxílio de diversas ferramentas, que são o escoamento de capital, o escoamento de fluxo de caixa e o escoamento de ativos. Essa característica do escoamento de valores confirmou que as transações entre partes relacionadas não podem ser reduzidas a contratos ou negócios jurídicos, uma vez que, com frequência,

assumem o formato de operações que não dispõem de caráter estritamente contratual, a exemplo das operações de capital.

Por fim, a canalização política se colocou como a utilização da empresa estatal por seu acionista controlador para a perseguição de interesses políticos ou de política pública. A canalização política apareceu como consequência do pertencimento da empresa estatal à Administração Pública, que estabelece diversos formatos para as relações entre o Estado e as companhias sob seu controle. O regime orçamentário e as modalidades de controle se estabeleceram como os elementos nucleares da relação entre o Estado e as empresas estatais para a finalidade de otimizar a delimitação da canalização política enquanto risco a ser endereçado pelas políticas de transações entre partes relacionadas. De um lado, o regime orçamentário demonstrou que o Estado canaliza interesses políticos com o auxílio de instrumentos oferecidos no contexto do Orçamento de Investimento. De outro lado, a supervisão ministerial e o controle societário se apresentaram como as medidas que possibilitam ao Estado que conduza diretamente as atividades das companhias estatais. A diversidade de interesses estatais perseguidos pelo acionista controlador por meio das sociedades de economia mista comprovou que a distinção entre benefícios privados de controle pecuniários e não pecuniários não é adequada para caracterizar a canalização política nas empresas estatais.

Portanto, em razão das peculiaridades oferecidas pelas sociedades de economia mistas, o escoamento de valores e a canalização política se fixaram como os riscos centrais a serem endereçados pelas políticas de transações entre partes relacionadas adotadas por essas companhias, que deverão criar os mecanismos jurídicos apropriados para conter as consequências provocadas por essas práticas.

4 COMO REGULAR AS TRANSAÇÕES ENTRE PARTES RELACIONADAS EM SOCIEDADES DE ECONOMIA MISTA?

4.1 Introdução

O primeiro capítulo identificou as justificativas para a adoção de uma política corporativa própria para a regulação das transações entre partes relacionadas em sociedades de economia mista. A multiplicidade de regimes regulatórios e a multiplicidade de interesses corporativos apareceram como o fundamento para que a Lei nº 13.303/2016 exija das empresas estatais a elaboração de uma política de transações entre partes relacionadas, apesar de outras normas jurídicas já imporem limitações a essa prática corporativa. O segundo capítulo promoveu a delimitação dos riscos a serem objeto dessa política corporativa, que são o escoamento corporativo e a canalização política. As transações entre partes relacionadas se apresentaram como o principal instrumento à disposição do acionista controlador estatal para extrair benefícios de sua posição de controle, sejam benefícios atrelados a interesses políticos ou benefícios estritamente pecuniários.

Assim, este capítulo se dedicará a identificar os mecanismos jurídicos orientados a endereçar os riscos intrínsecos às transações entre partes relacionadas, a fim de verificar se as ferramentas efetivamente adotadas pelas sociedades de economia mista em suas políticas corporativas dispõem da aptidão para mitigar esses riscos.

No segundo capítulo, este trabalho definiu o escoamento de valores como a transferência ilícita de recursos, serviços ou obrigações entre a companhia e a parte relacionada. A configuração da ilicitude que caracteriza o escoamento de valores depende dos próprios limites que as obrigações atribuídas aos acionistas controladores e administradores estabelecem para a celebração de transações entre partes relacionadas. Em outras palavras, a ilicitude de uma transação entre partes relacionadas dependerá da violação a esses parâmetros normativos pelos sujeitos que carregam obrigações específicas no contexto dessas operações. Entretanto, extensos obstáculos se colocam para o estabelecimento da medida ideal dessas obrigações e, por consequência, do escrutínio das transações entre partes relacionadas.²⁶⁸ O maior obstáculo que se opõe ao estabelecimento da adequada regulação das transações entre partes relacionadas

²⁶⁸ André Antunes Soares de Camargo também compartilha desse entendimento quanto à dificuldade da regulação das transações entre partes relacionadas: “regular na medida adequada é, portanto, um grande desafio, pois se uma regulação for imposta de forma desmedida ou descoordenada ou apresentar falhas em seu cumprimento e fiscalização, ela pode gerar custos e externalidades indesejadas aos agentes e ao mercado como um todo”. Em: CAMARGO, André Antunes Soares de. **Transações entre partes relacionadas**: um desafio regulatório complexo e multidisciplinar. 4. ed. rev. e atual. São Paulo: Almedina, 2019, p. 179.

reside na possibilidade de que elas sejam utilizadas para incrementar a eficiência operacional da companhia.²⁶⁹

Desse modo, de acordo Simeon Djankov, Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silantes e Andrei Shleifer, a regulação das transações entre partes relacionadas pode se localizar em dois extremos. De um lado, a ausência de quaisquer restrições às transações entre partes relacionadas carrega riscos excessivos, uma vez que incentiva os agentes corporativos a adotarem práticas como o escoamento de valores. De outro lado, a proibição indiscriminada de qualquer operação dessa natureza controverte a própria realidade de algumas companhias, no interior das quais as transações entre partes relacionadas aparecem como essenciais à atividade empreendida pela companhia.²⁷⁰ Para Zohar Goshen, o controle das transações entre partes relacionadas deve contabilizar os diversos custos transacionais que acompanham a adoção de cada regra orientada a essas operações, que também recebem influência, por exemplo, da eficiência do sistema jurisdicional ou da eficiência do próprio mercado de capitais.²⁷¹ Aliás, a escolha pelo mecanismo jurídico adequado para o escrutínio das transações entre partes relacionadas dependerá não apenas do equacionamento desses custos, mas também de um mapeamento dos diversos interesses que são afetados por operações potencialmente conflituosas.

²⁶⁹ John Farrar e Susan Watson oferecem uma síntese para o argumento de que as transações entre partes relacionadas podem ser eficientes: “[...] the eficiente transactions theory views related party transactions not as harmful to shareholders, but in fact as beneficial. The genesis of the efficient transactions theory can be traced back to fundamental economic efficiency theories first put forward by Adam Smith in *The Wealth of Nations* in 1776. Economic efficiency theory describes how well a system generates the desired output, given a set of inputs and available technology. An increase in economic efficiency occurs when there is increased output through the reduction of “waste” during the production process. For example, Berle and Means argued in 1932 that some directors are elected because they have an interest in another corporation whose activities might complement the activities of the corporation electing them. For smaller entities, the choice may be between dealing with a related party or not being able to deal with any party at all, at least on fair or favourable terms”. Em: FARRAR, John H.; WATSON, Susan. Self-dealing, fair dealing and related party transactions – history, policy and reform. **Journal of Corporate Law Studies**. v. 11, n. 2, oct., pp. 495-523, 2011, p. 496/497.

²⁷⁰ Os autores resumem esses extremos da seguinte maneira: “What should be the role of the law in addressing corporate self-dealing/ One approach is to do nothing, and to count on market forces to sort out the problem. Virtually no society uses this approach: the temptation to “take the money and run” in an unregulated environment is just too great. At the other extreme, a society can prohibit conflicted transactions altogether: all dealings between a corporation and its controllers – or any other entity these controllers also control – could be banned by law. Yet no society finds it practical to use this approach either, perhaps because in many instances related-party transactions actually make economic sense”. Em: DJANKOV, Simeon; LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei. The law and economics of self-dealing. **Journal of Financial Economics**. v. 88, pp. 430-465, 2008, p. 431.

²⁷¹ O autor elabora seu argumento da seguinte maneira: “Classifying each solution to the self-dealing problem as either a property or liability rule provides a framework for analyzing the factors influencing the choice between the two rules. Applying the liability-rule/property-rule framework in the context of corporate self-dealing illustrates that an understanding of adjudication and negotiation costs must inform the choice of rules governing corporate self-dealing. In turn, the sum of these costs is influenced by the efficacy of the local judicial system and market mechanisms, such as the market for corporate control, the efficiency of capital markets, and the diversity, level, and sophistication of security-holders”. Em: GOSHEN, Zohar. The efficiency of controlling corporate self-dealing: theory meets reality. **California Law Review**. V. 91, p. 393-438, 2003, p. 398.

Segundo explorado nos capítulos anteriores, esse mapeamento assume especial relevância no contexto das sociedades de economia mista, considerando a multiplicidade dos interesses que convivem nessas companhias. Assim, os mecanismos jurídicos que endereçarem as transações entre partes relacionadas nas empresas estatais não apenas deverão abarcar a diversidade de interesses a serem prejudicados pelo escoamento de valores, mas sobretudo deverão incluir nessa equação a possibilidade de canalização política, que não é um risco presente no contexto de companhias exclusivamente privadas.

Nesse ponto, conforme mencionado na introdução deste trabalho, a Lei nº 13.303/2016 apenas traça linhas gerais sobre a necessidade de adoção das políticas de transações entre partes relacionadas, sem definir quais mecanismos jurídicos a empresa estatal deve adotar para cumprir a exigência legal. Enquanto requisito de transparência, o art. 8º, VII, da Lei nº 13.303/2016 obriga a sociedade de economia mista a elaborar e divulgar “política de transações com partes relacionadas, em conformidade com os requisitos de competitividade, conformidade, transparência, equidade e comutatividade”. O regulamento da Lei nº 13.303/2016, em seu art. 13, VII, apenas acrescenta a obrigação de que a política “abranja também as operações com a União e com as demais empresas estatais”. Nenhum desses dispositivos legais oferece definições para os parâmetros de competitividade, conformidade, transparência, equidade e comutatividade, tampouco exige a adoção de mecanismos específicos pela política corporativa. Assim, a lei atribui ampla discricionariedade à empresa estatal para definir os mecanismos jurídicos que comporão a política de transações entre partes relacionadas, que, inclusive, deve ser aprovada por deliberação do Conselho de Administração, que admite a participação de representantes dos diversos interesses que compõem a dinâmica das sociedades de economia mista.

Esses contornos do art. 8º, VII, da Lei nº 13.303/2016 refletem duas características da regulação das transações entre partes relacionadas. Em primeiro lugar, o controle dessas operações pode ser implementado por meio de uma pluralidade de mecanismos jurídicos, que, conforme mencionado acima, estendem-se desde a proibição de todas as modalidades de transação entre partes relacionadas até a ausência de qualquer limitação para a prática. Em geral, os regimes jurídicos adotam soluções intermediárias entre a proibição e a ausência de regulamentação, que seriam ineficientes. Conforme ressalta Zohar Goshen, a ausência de limitações às transações entre partes relacionadas não é uma solução adequada porque o mercado distribui as informações corporativas de modo assimétrico, de maneira que os investidores arcariam com custos excessivos para obter informações acerca do nível de proteção

que determinada companhia oferece em face das transações entre partes relacionadas.²⁷² A própria Lei nº 13.303/2016, embora não exija a adoção de nenhum mecanismo jurídico específico, estabelece determinados parâmetros para a política corporativa, contidos nos princípios de competitividade, conformidade, transparência, equidade e comutatividade. Em outras palavras, a Lei nº 13.303/2016 não permite à empresa estatal que opte por não fixar nenhuma restrição às transações entre partes relacionadas celebradas pela companhia.

Em segundo lugar, como decorrência dessa pluralidade de mecanismos jurídicos, a empresa estatal dispõe de variadas possibilidades para atender às exigências do art. 8º, VII, da Lei nº 13.303/2016, que apenas estabelece parâmetros para a política. Ou seja, a sociedade de economia mista pode adotar diversos mecanismos jurídicos, distintos entre si, que, apesar de suas diferenças, conseguem obedecer igualmente à obrigação legal. Conforme explorará este capítulo, os parâmetros estabelecidos pela lei são genéricos, confundindo-se entre si, sem que haja critérios precisos para diferenciá-los. Vejam-se, por exemplo, os requisitos de competitividade, comutatividade, equidade e conformidade. Todos esses requisitos remetem ao conteúdo de uma regra comum no contexto das transações entre partes relacionada, que reside na necessidade de que essas transações não sejam celebradas “em condições de favorecimento ou não equitativas”, tal qual coloca, por exemplo, o art. 117, §1º, “f”, da Lei nº 6.404/1976.

Aliás, as poucas regras legais que endereçam as transações entre partes relacionadas também não abordam seus problemas com suficiente especificidade. Conforme explorado no segundo capítulo, as transações entre partes relacionadas são comumente confundidas com outras temáticas do direito empresarial, como o conflito de interesses. As regras de direito societário, assim, endereçam o conflito de interesses no contexto de determinadas decisões corporativas, sem tratar dos problemas próprios das transações entre partes relacionadas. A exceção residiria no atual art. 122, X, da Lei nº 6.404/1976, introduzido pela Lei nº 14.195/2021, que, no caso das companhias abertas, atribui à Assembleia Geral a competência privativa para deliberar sobre “a celebração de transações com partes relacionadas”. O dispositivo, em conjunto ao art. 110-A, §12, II, da Lei nº 6.404/1976 (também incluído pela Lei

²⁷² Para Zohar Goshen, os elevados custos de informação impediriam que o investidor precificasse de maneira adequada as proteções oferecidas contra as transações entre partes relacionadas: “If a market is not sufficiently efficient to accurately price the different securities, nonintervention will fail as an effective solution. This failure is due, in large part, to information costs. Under the nonintervention scenario, for an investor to properly price a security, she must ascertain the effectiveness of the protection offered by the security as well as evaluate the procedural limits that will prevent the eventual cancellation of that defense. Only through a process of gathering and evaluating all the relevant information can the investor price the security, and she must repeat the process for each security she wants to purchase. An investor wishing to diversify her investment portfolio in such a market would encounter such prohibitively high information costs as to render the investment pointless”. Em: GOSHEN, Zohar. The efficiency of controlling corporate self-dealing: theory meets reality. *California Law Review*. V. 91, p. 393-438, 2003, p. 405.

nº 14.195/2021, contém as únicas menções explícitas às transações entre partes relacionadas na Lei nº 6.404/1976.

Diante da pluralidade de mecanismos jurídicos e da consequente pluralidade de maneiras de promover o cumprimento da exigência legal, as sociedades de economia mista podem adotar soluções eficientes ou ineficientes para mitigar os riscos intrínsecos às transações entre partes relacionadas. Considerando a peculiaridade dos riscos no contexto dessas companhias, a adoção de determinadas soluções que são eficientes para sociedades empresárias exclusivamente privadas pode não ostentar a mesma eficiência caso adotadas pelas companhias com participação estatal. Assim, sob essa possibilidade de que as escolhas realizadas pelas políticas corporativas sejam ineficientes para conter as peculiaridades das empresas estatais, o problema desta pesquisa propõe a seguinte questão: os mecanismos jurídicos adotados pelas políticas corporativas endereçam os riscos inerentes às transações entre partes relacionadas no contexto das sociedades de economia mista?

O problema de pesquisa carrega duas premissas implícitas, que foram exploradas nos capítulos anteriores e que também serão objeto deste capítulo. A primeira premissa consiste na diferença entre os riscos oferecidos pelas transações entre partes relacionadas no contexto das sociedades de economia mista e os riscos oferecidos no contexto das companhias exclusivamente suportadas por capital privado. Aliás, essas diferenças justificam a própria exigência legal para a elaboração de uma política própria no interior das companhias mistas para o controle de transações entre partes relacionadas. A segunda premissa reside na possibilidade de que as sociedades de economia mista adotem mecanismos ineficientes para endereçar esses riscos. Em outras palavras, há mecanismos que não dispõem da aptidão para mitigar de modo específico os riscos oferecidos por essas operações nas sociedades de economia mista. Os elementos que compõem a primeira premissa foram explorados no primeiro e no segundo capítulos deste trabalho. A segunda premissa será objeto deste capítulo.

Desse modo, a primeira seção (Seção 4.2) deste capítulo se dedicará a explorar a pluralidade de mecanismos jurídicos orientados a controlar as transações entre partes relacionadas, especialmente aqueles elaborados sob o contexto das companhias exclusivamente privadas. Por sua vez, a segunda seção deste capítulo (Seção 4.3) promoverá uma verificação empírica dos mecanismos incluídos nas políticas corporativas adotadas pelas sociedades de economia mista, com a finalidade de identificar se essas ferramentas endereçam apropriadamente os riscos que são peculiares das empresas estatais.

4.2 Os mecanismos jurídicos para controle das transações entre partes relacionadas

Esta seção pretende explorar as distintas ferramentas jurídicas que se destinam a controlar as transações entre partes relacionadas. Conforme indicado na introdução deste trabalho, as transações entre partes relacionadas interessam ao direito sobretudo por conta da diversidade de instrumentos normativos que endereçam essa prática, que operam em níveis e com objetivos distintos. Exemplo dessa diversidade de instrumentos normativos seriam as regras contidas na legislação de direito civil (sobre boa-fé) e direito societário (sobre conflito de interesses), as normas regulatórias (sobre divulgação obrigatória de informações) e as normas elaboradas por entidades autorregulatórias (códigos de boas práticas em governança corporativa). Cada instrumento dispõe de sua própria aptidão normativa, ou seja, cada norma, a depender de sua natureza, proporciona um alcance específico ao escrutínio das transações entre partes relacionadas.

Por conta dessa diversidade de instrumentos normativos, enfrenta-se dificuldade para estabelecer uma classificação dos mecanismos jurídicos orientados às transações entre partes relacionadas, sem que seja possível incluí-los em categorias que ofereçam adequada identificação das peculiaridades de cada ferramenta. Aliás, André Antunes Soares Camargo ressalta que essa diversidade de instrumentos normativos implica uma ausência de coordenação da regulação das transações entre partes relacionadas.²⁷³

André Antunes Soares de Camargo sugere uma possível classificação para esses mecanismos jurídicos, que podem ser diferenciados em estratégias regulatórias e estratégias de governança.²⁷⁴ De um lado, as estratégias regulatórias se destinam a regular as transações entre partes relacionadas a partir dos efeitos que elas podem provocar para a dinâmica de determinado

²⁷³ Sobre a necessidade de coordenação da regulação das transações entre partes relacionadas, André Antunes Soares de Camargo comenta o seguinte: “[...] a regulação sobre o tema precisa ser, de fato, mais coordenada, clara e lógica, envolvendo uma política pública organizada e mais direcionada e considerando estudos empíricos, dados oficiais sobre como a matéria é efetivamente tratada pelos grupos brasileiros, sem desprezar os vários aspectos tratados na análise multidisciplinar do próprio assunto. A mera importação de modelos estrangeiros, sem a devida adaptação à realidade brasileira, não trará os resultados esperados. Não podem coexistir tantos e tão descoordenados tratamentos sobre um mesmo assunto, como visto no decorrer deste trabalho. Existem hoje, no Brasil, diferentes e específicas soluções jurídicas em regras contábeis, societárias, tributárias, entre outras, não necessariamente coesas entre si”. Em: CAMARGO, André Antunes Soares de. **Transações entre partes relacionadas**: um desafio regulatório complexo e multidisciplinar. 4. ed. rev. e atual. São Paulo: Almedina, 2019, p. 258.

²⁷⁴ A classificação não é seguida estritamente pelo próprio autor em seu trabalho, mas auxilia a compreensão das dimensões que assume o controle das transações entre partes relacionadas: “Existiriam, assim, estratégias regulatórias (limitações aos agentes por regras ou padrões de comportamento e termos de afiliação na entrada e na saída) e estratégias de governança (direitos para eleição e destituição de administradores, direitos para propor, aprovar ou vetar matérias e criação de incentivos por confiança ou recompensa), as quais seriam subdivididas em estratégias *ex ante* e *ex post*”. Em: CAMARGO, André Antunes Soares de. **Transações entre partes relacionadas**: um desafio regulatório complexo e multidisciplinar. 4. ed. rev. e atual. São Paulo: Almedina, 2019, p. 192.

segmento. Por exemplo, no caso do mercado de capitais, a exigência de divulgação obrigatória de determinadas transações visa a garantir a precisão dos elementos que se disponibilizam aos investidores para a avaliação dos valores mobiliários oferecidos pela companhia ao mercado. Em setores regulados, como é o caso da energia elétrica, as normas orientadas a essas transações visam a proteger interesses específicos relacionadas à regulação setorial. De outro lado, os mecanismos de governança visam a fortalecer o papel da própria empresa na proteção de seus investidores. Esses mecanismos, assim, privilegiam aspectos relativos ao alcance dessas transações sobre os diversos interesses que compõem a governança da companhia. Essa distinção entre mecanismos regulatórios e mecanismos de governança auxilia a esclarecer que os diversos instrumentos normativos que endereçam as transações entre partes relacionadas operam em camadas diferentes, sobretudo porque cada ferramenta possui uma função própria no contexto em que é produzida e utilizada.

Zohar Goshen oferece outra classificação para caracterizar os mecanismos jurídicos que restringem as transações entre partes relacionadas, recorrendo à natureza das regras jurídicas que limitam essas operações. De acordo com Zohar Goshen, as normas jurídicas orientadas às transações entre partes relacionadas podem ser enquadradas enquanto regras de propriedade (*property rules*) ou enquanto regras de responsabilidade (*liability rules*).²⁷⁵

A distinção entre regras de propriedade e regras de responsabilidade foi originalmente elaborada por Guido Calabresi e A. Douglas Melamed para caracterizar as diferentes ferramentas jurídicas utilizadas para proteger distintas espécies de pretensões jurídicas (*entitlements*). Para os autores, as regras de propriedade protegem pretensões cuja expressão pecuniária pode ser ajustada pelas próprias partes que negociam os respectivos interesses, com fundamento na autonomia da vontade. A aplicação de uma regra de propriedade pela autoridade jurisdicional apenas interfere nessa faculdade dos sujeitos de negociarem seus próprios

²⁷⁵ Essa classificação é apresentada pelo autor na introdução de seu trabalho: “This article offers a comprehensive framework for understanding the variety of rules governing self-dealing. This framework is founded on a novel application of a familiar conceptual classification of legal protections into “property rules” or “liability rules”. This classification, which is well-known in the context of analyzing individuals’ rights, is applied in the context of group rights. Under this framework, the rules regulating corporate self-dealing are shown to provide the disinterested group (the minority) with protection against expropriation of their corporate assets in the form of either a “property rule” or a “liability rule”. A property rule prevents any contemplated transaction tainted with self-dealing from proceeding without the minority owners’ consent. That is, a transaction can only be performed with the consent of the disinterested group at a price that is a function of the group’s subjective evaluation of its worth. This category includes systems that either deny interested parties a vote in the matter or require the approval of the disinterested parties a vote in the matter ore require the approval of the disinterest majority of the minority. A liability rules allows transactions tainted with self-dealing to be imposed on an unwilling minority but ensures that the minority is adequately compensated in objective market-value terms. This category includes systems that allow a controlling owner with a conflict of interest to vote but require that the transaction be “fair””. Em: GOSHEN, Zohar. The efficiency of controlling corporate self-dealing: theory meets reality. **California Law Review**. V. 91, p. 393-438, 2003, p. 398.

interesses, impedindo, por exemplo, que um bem tenha sua propriedade transferida sem que haja o pagamento do valor acordado.²⁷⁶ Por sua vez, as regras de responsabilidade apenas garantem, sob a hipótese de violação do direito individual, que a pretensão jurídica seja adequadamente ressarcida. No caso, a autoridade jurisdicional não apenas reconhecerá o direito ao ressarcimento, mas também determinará, de modo objetivo, o valor a ser ressarcido, que seria equivalente à expressão pecuniária da pretensão jurídica violada.²⁷⁷

Segundo os autores, a escolha da melhor regra para proteger determinada pretensão jurídica, se uma regra de responsabilidade ou propriedade, dependerá dos custos transacionais exigidos para a avaliação da expressão pecuniária de determinada pretensão jurídica. Se os custos forem elevados, a regra de responsabilidade será a opção preferível.²⁷⁸ Como exemplo, as normas de direitos reais, em geral, constituem regras de propriedade, enquanto que as normas de responsabilidade civil configuram normas de responsabilidade.

Para o contexto das transações entre partes relacionadas, Zohar Goshen argumenta que as regras de responsabilidade e de propriedade permitem que se identifiquem diferenças entre a natureza dos parâmetros de avaliação das operações. De um lado, enquanto regra de responsabilidade, o teste de justeza da transação (*fairness test*), que é um dos principais

²⁷⁶ A definição apresentada pelos autores, embora não seja tão clara ou precisa, é colocada da seguinte maneira: “The categories are not, of course, absolutely distinct; but the categorization is useful since it reveals some of the reasons which lead us to protect certain entitlements in certain ways. An entitlement is protected by a property rule to the extent that someone who wishes to remove the entitlement from its holder must buy it from him in a voluntary transaction in which the value of the entitlement is agreed upon by the seller. It is the form of entitlement which gives rise to the least amount of state intervention: once the original entitlement is decided upon, the state does not try to decide its value.’ It lets each of the parties say how much the entitlement is worth to him, and gives the seller a veto if the buyer does not offer enough. Property rules involve a collective decision as to who is to be given an initial entitlement but not as to the value of the entitlement”. Em: CALABRESI, Guido; MELAMED, A. Douglas. Property rules, liability rules, and inalienability: one view of the cathedral. **Harvard Law Review**. V. 85, n. 6, ap., pp. 1089-1128, 1972, p. 1092.

²⁷⁷ A definição para as regras de responsabilidade é apresentada na seguinte passagem: “Whenever someone may destroy the initial entitlement if he is willing to pay an objectively determined value for it, an entitlement is protected by a liability rule. This value may be what it is thought the original holder of the entitlement would have sold it for. But the holder's complaint that he would have demanded more will not avail him once the objectively determined value is set. Obviously, liability rules involve an additional stage of state intervention: not only are entitlements protected, but their transfer or destruction is allowed on the basis of a value determined by some organ of the state rather than by the parties themselves”. Em: CALABRESI, Guido; MELAMED, A. Douglas. Property rules, liability rules, and inalienability: one view of the cathedral. **Harvard Law Review**. V. 85, n. 6, ap., pp. 1089-1128, 1972, p. 1092.

²⁷⁸ Esse argumento é sustentado pelos autores no seguinte trecho: “Why cannot a society simply decide on the basis of the already mentioned criteria who should receive any given entitlement, and then let its transfer occur only through a voluntary negotiation? Why, in other words, cannot society limit itself to the property rule? To do this it would need only to protect and enforce the initial entitlements from all attacks, perhaps through criminal sanctions,³⁵ and to enforce voluntary contracts for their transfer. Why do we need liability rules at all? In terms of economic efficiency the reason is easy enough to see. Often the cost of establishing the value of an initial entitlement by negotiation is so great that even though a transfer of the entitlement would benefit all concerned, such a transfer will not occur. If a collective determination of the value were available instead, the beneficial transfer would quickly come about”. Em: CALABRESI, Guido; MELAMED, A. Douglas. Property rules, liability rules, and inalienability: one view of the cathedral. **Harvard Law Review**. V. 85, n. 6, ap., pp. 1089-1128, 1972, p. 1106.

instrumentos para o escrutínio de transações entre partes relacionadas, estabelece um parâmetro objetivo para a avaliação dessas operações. Esse teste, ao afastar a proibição da celebração de transações em conflito de interesses, compensa os acionistas interessados com a necessidade de que a operação seja concluída por um preço adequado. De outro lado, enquanto regra de propriedade, a exigência de aprovação da transação pela maioria dos acionistas minoritários (*majority of the minority rule*) estabelece um parâmetro subjetivo para a avaliação das operações. Essa regra condiciona a conclusão da transação à aprovação dos acionistas minoritários, que decidem sobre a aprovação da operação com base em suas avaliações subjetivas sobre o negócio, recolocando o papel da autonomia da vontade no centro dos mecanismos para limitar as transações entre partes relacionadas.²⁷⁹

Em concordância com o argumento de Calabresi e Douglas Melamed, Zohar Goshen também sustenta que a escolha da melhor solução para o controle das transações entre partes relacionadas dependerá do equacionamento dos custos transacionais que acompanham a adoção de cada regra. A exigência de aprovação da transação pela maioria dos acionistas minoritários, enquanto regra de propriedade, implica a assunção de custos de negociação entre os acionistas minoritários e o acionista ou administrador interessado na transação a ser aprovada. Por sua vez, o teste de justeza da transação, enquanto regra de responsabilidade, implica a assunção de custos de adjudicação sob a hipótese da eventual necessidade de avaliação da transação por um órgão jurisdicional.²⁸⁰

²⁷⁹ Esses argumentos são apresentados por Zohar Goshen na seguinte passagem: “A property rule can be distinguished from a liability rule by the manner in which the parties value a transaction. That is, in a market economy, voluntary transactions are based upon mutual consent and manifest the subjective conclusion of each of the parties that the transaction is worthwhile. On the other hand, involuntary transactions, such as expropriations, are nonconsensual and therefore require an objective valuation to determine the appropriate “price” (compensation) for such a transaction. A solution based on the fairness rule assumes that, once conflict-of-interest voting is permitted, the majority can force a transaction upon the minority. The protection afforded to the minority ensures only that a fair price is obtained, which is determined by evaluating the objective value of the transaction. The fairness rule establishes a regime of involuntary transactions, and, thus, replaces subjective valuations of the contending groups of shareholders with an objective measure. If the power to determine whether or not a transaction will be approved is given to the minority, the majority is unable to force a deal upon the minority. Thus, a transaction will only transpire if the minority, or more precisely, a majority of the minority, has consented to it. This arrangement assures the minority more than a minimum fair price, however. It empowers the minority to look after its own interests and to strive to obtain the maximum price it can achieve. Placing the decision in the minority’s hands maintains a regime of voluntary transactions and preserves the role of subjective valuations”. Em: GOSHEN, Zohar. The efficiency of controlling corporate self-dealing: theory meets reality. **California Law Review**. V. 91, p. 393-438, 2003, p. 410.

²⁸⁰ Esses custos são dimensionados pelo autor na seguinte passagem: “According to Coase’s theorem, in a world without transaction costs it makes no difference which rule is adopted: in either case efficient transactions will be performed. Where transaction costs are incurred, however, the choice between a liability rule and a property rule depends upon which rule better ensures the realization of efficient transactions and the avoidance of inefficient ones. Although negotiation costs are primarily responsible for the failure to bring about efficient transactions, they might still be preferable to adjudication costs. The failure of negotiations can result from a variety of factors, each with its particular influence on the efficacy of the rule adopted. Upon examination one might, however, conclude that, despite its failures, a property rule is still a more desirable solution than a liability rule with its attendant

Para aprofundar a análise dessas distintas categorias de instrumentos normativos, este trabalho classificará os mecanismos jurídicos para as transações entre partes relacionadas em dois grupos. Tomados sob a perspectiva dos acionistas, o oferecimento de ferramentas jurídicas para solucionar esses dilemas corporativos assume duas dimensões. Em primeiro lugar, quando a atenção se direciona à função exercida pelo administrador ou pelo acionista controlador, a regulação das transações entre partes relacionadas demanda a observância de determinados deveres especiais destinados a garantir que esses agentes corporativos ajam em favor do atendimento do interesse da companhia, que são os deveres fiduciários. A regulação das transações entre partes relacionadas se atentará, assim, a oferecer meios para evitar que elas sejam um instrumento para que os gestores ou acionista controlador descumpram esses deveres fiduciários. Nesse sentido, regras como o teste da justeza, embora também visem a proteger os acionistas minoritários, orientam-se sobretudo a restringir a atuação do agente interessado em se utilizar de uma transação entre partes relacionadas como instrumento para promover o escoamento de valores. Em segundo lugar, quando a atenção se direciona às proteções oferecidas aos acionistas minoritários, a regulação se orienta a impedir que as transações entre partes relacionadas prejudiquem os interesses dos investidores e reduzam o valor da própria companhia, garantindo aos acionistas potencialmente prejudicados determinadas garantias materiais e procedimentais em relação a essas transações. Nesse sentido, as estratégias regulatórias (como a divulgação obrigatória de informações) e a própria exigência de aprovação da maioria dos acionistas minoritários visam a posicionar o acionista minoritário no centro do mecanismo jurídico de restrição das transações entre partes relacionadas.

Com evidência, embora não se confundam entre si, ambas as dimensões compartilham de uma interseção. Uma transação entre partes relacionadas que provoque prejuízos a acionistas minoritários certamente comportará também a violação a deveres fiduciários por gestores ou acionista controlador. Entretanto, uma transação entre partes relacionadas que comporte violação a um dever fiduciário não provocará necessariamente prejuízos a interesses de acionistas ou da própria companhia. A finalidade da distinção proposta por este trabalho não é fixar uma classificação definitiva, estática e imutável para os mecanismos jurídicos que endereçam as transações entre partes relacionadas, mas estabelecer categorias que permitam realçar determinados aspectos do modo como essas ferramentas alcançam cada agente

adjudication costs. For instance, there may be cases in which it may be more desirable to bear the hazards of holdouts than to refer the decision to an inefficient or corrupt court system. Hence, the effect of the differing rules must be tested by focusing on the relative costs that arise in real-world situations". Em: GOSHEN, Zohar. The efficiency of controlling corporate self-dealing: theory meets reality. **California Law Review**. V. 91, p. 393-438, 2003, p. 415.

corporativo. Em outras palavras, a repartição dos mecanismos jurídicos nessas duas categorias pretende destacar os elementos que limitam a capacidade dos acionistas controladores ou administradores para implementar práticas como o escoamento de valores e a canalização política e os elementos que armam os acionistas minoritários para resistir ou responder às tentativas de escoamento e de canalização.

Enfim, a primeira subseção desta seção (Subseção 4.2.1) aprofundará a análise das normas que atribuem deveres fiduciários a gestores e administradores, que refletem também a adoção de mecanismos como o teste de justeza, e a segunda subseção desta seção (Subseção 4.2.2) se dedicará a explorar as normas que atribuem prerrogativas a acionistas potencialmente prejudicados por transações entre partes relacionadas, que refletem a adoção de mecanismos como a exigência de aprovação pela maioria dos acionistas minoritários ou a própria divulgação obrigatória de informações.

4.2.1 Os deveres fiduciários de administradores e acionistas controladores

Esta subseção pretende explorar as ferramentas jurídicas que endereçam as transações entre partes relacionadas sob a perspectiva das restrições opostas às condutas de acionistas controladores e administradores. Assim, esta subseção investigará mecanismos a exemplo do teste de justeza (*fairness test*), exigido como parâmetro para a avaliação objetiva de transações entre partes relacionadas, com a finalidade de inseri-los no contexto dos deveres fiduciários atribuídos a administradores e ao acionista controlador.

No capítulo anterior, este trabalho indicou que a caracterização da ilicitude do escoamento de valores dependeria da violação a determinados padrões materiais estabelecidos pela lei para as transações entre partes relacionadas. A principal restrição fixada para essas operações reside na necessidade de que a transação entre partes relacionadas seja concluída segundo as condições sob as quais espécie semelhante de transação é celebrada no mercado. Conforme a redação conferida ao art. 117, §1º, “F”, da Lei nº 6.404/1976, a contratação entre o acionista controlador e a companhia deve ser equitativa e não pode conter favorecimentos em benefício do próprio controlador ou do terceiro interposto. Nesse sentido, segundo anota André Antunes Soares de Camargo, para avaliar se a transação obedece a essas limitações, a operação deve atravessar dois testes, que consistem na comparação da operação a uma transação hipotética e na comparação da operação a uma transação similar realizada em mercado. Esses

testes se destinam a averiguar diversos elementos da operação, a exemplo de sua conveniência e comutatividade.²⁸¹

Todos os elementos que integram esses testes de materialidade promovidos para avaliar as transações entre partes relacionadas circundam o teste de justeza (*fairness test*) mencionado na introdução desta seção, que é o principal mecanismo que opõe restrições objetivas às transações entre partes relacionadas. A limitação oferecida pelo teste de justeza, embora contenha um caráter objetivo, encontra sua justificativa na dinâmica proporcionada pelas transações entre partes relacionadas para o cenário da governança dos interesses na companhia, que posiciona determinados sujeitos no contexto da corporação com obrigações especiais em face da companhia e dos demais acionistas. Em outras palavras, a avaliação objetiva que resulta do teste de justeza pretende oferecer elementos para verificar se o acionista controlador ou os administradores cumpriram os deveres que lhe são imputados em razão da posição subjetiva que ocupam na companhia. Assim, a compreensão dos atributos dos deveres fiduciários é também essencial para que se esclareça o alcance das restrições oferecidas pelo teste de justeza enquanto parâmetro para controle das transações entre partes relacionadas.

A atribuição de deveres especiais a administradores e ao acionista controlador acompanha o próprio problema da separação entre propriedade e controle nas sociedades anônimas. Conforme ressalta Calixto Salomão Filho, a natureza fiduciária desses deveres remete ao sentido originário da fidúcia, que reflete uma relação jurídica pautada sobretudo na confiança e na tonalidade ética das obrigações fiduciárias.²⁸² Por gerirem patrimônio alheio, os

²⁸¹ André Antunes Soares Camargo descreve os seguintes elementos a serem analisados nesses testes: “Para tanto, todas as transações envolvendo partes relacionadas devem passar por dois testes básicos: (a) comparação com outro negócio hipotético ou (b) comparação com outros negócios similares, realizados no mercado. Assim, os testes a que operações com partes relacionadas são submetidos devem analisar: (a) se tal operação foi conveniente às sociedades envolvidas; (b) se, naquele determinado momento, a operação foi oportuna para as sociedades envolvidas; e (c) o grau de comutatividade da operação. Em qualquer situação, tais operações deverão sempre tentar respeitar as melhores condições que o mercado possa oferecer pelo mesmo objeto contratado. [...] Em outras palavras, o Direito brasileiro não proíbe a celebração de contratos entre partes relacionadas, mas determina que seus termos prevejam condições equitativas, sem qualquer tratamento benéfico a uma das partes. Busca-se, com essa limitação, um caráter paritário na contratação. Outra exigência refere-se à necessidade ou utilidade dessa contratação às companhias em questão, demandando análise pormenorizada de seus termos e condições, para que preços, obrigações e garantias sejam semelhantes àquelas que poderiam ser obtidas no mercado”. Em: CAMARGO, André Antunes Soares de. **Transações entre partes relacionadas**: um desafio regulatório complexo e multidisciplinar. 4. ed. rev. e atual. São Paulo: Almedina, 2019, p. 86/87.

²⁸² Calixto Salomão Filho introduz a temática dos deveres fiduciários da seguinte maneira: “Na tradição dos sistemas de *civil law*, como de resto na *Common Law*, a *fidúcia* em seu sentido técnico-jurídico corresponde ao sentido original da raiz etimológica do termo, de confiança (*trust*). Apesar dessa ligação na origem, a noção jurídica possui contornos especiais. Assim, já no direito romano a fidúcia indicava formas especial de negócio jurídico, em que o devedor transferia a propriedade do bem ao credor como garantia de pagamento. Essa desproporção entre fim e meio marcará o instituto da fidúcia no campo negocial até os dias de hoje. Ela significa que o credor adquire mais direitos do que precisaria para garantir os seus direitos. Na sua origem, essa característica fazia da fidúcia um vínculo ético-social bem amplo, para, em seguida, ser garantida por uma ação, a *actio fiduciae*, na qual o pretor deveria basicamente decidir se o credor (ou seja, aquele que tinha as obrigações fiduciárias) tinha agido *ut inter*

administradores e acionistas controladores se sujeitam ao cumprimento dessas obrigações adicionais atreladas à sua posição corporativa, cujo fundamento é a confiança depositada pelos acionistas minoritários na condução dos negócios em observância aos interesses sociais. Nesse sentido, Calixto Salomão Filho sugere que os deveres fiduciários refletem uma desproporção entre a finalidade das obrigações e o seu próprio conteúdo.²⁸³ Em outras palavras, não basta aos administradores e acionista controlador que exerçam as funções inerentes à sua posição no contexto corporativo, com a condução dos negócios sociais e o exercício das respectivas prerrogativas deliberativas; eles devem também cumprir deveres que os associam de modo imediato aos demais acionistas da companhia.

Oferecendo-lhes esses fortes contornos éticos, a Lei nº 6.404/1976 atribui deveres fiduciários a administradores e controladores em diversas passagens. A tonalidade ética dessas obrigações, por vezes, dificulta a interpretação dos dispositivos legais, que, em sua maioria, são redigidos sob a forma de conceitos jurídicos indeterminados, demandando a delimitação de seu alcance normativo no caso concreto. Em relação aos administradores, os art. 153 e seguintes da Lei nº 6.404/1976 estabelecem três categorias de deveres fiduciários aos gestores das sociedades anônimas, que são os deveres de diligência, de lealdade e de informação. No contexto das transações entre partes relacionadas, o principal dever fiduciário consiste no dever de lealdade, que, dentre outras funções, visa a evitar que o administrador aja em seu próprio interesse ou no interesse exclusivo do acionista controlador, conforme indicam Pierre-Henri Conac, Luca Enriques e Martin Gelter.²⁸⁴ Nesse sentido, o caput do art. 154 da Lei nº 6.404/1976 exige que o administrador exerça suas atribuições “para lograr os fins e no interesse da companhia”. O §2º do art. 154, inclusive, impede o administrador de incorrer em condutas

bonos bene agier oportet (ou seja, como deve se comportar entre pessoas de bem)”. Em: SALOMÃO FILHO, Calixto. **O novo direito societário: eficácia e sustentabilidade**. 5 ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2019, p. 295/296.

²⁸³ Em comentário aos deveres fiduciários do acionista controlador, o autor apresenta o seguinte argumento: “É preciso recordar agora as duas características gerais dos deveres fiduciários supramencionadas: a desproporção (necessária) entre objetivo do negócio e garantias e a ampla natureza ética das obrigações do fiduciário. No caso do controlador, isso significa que o especial poder a ele conferido deve estar sujeito a deveres muito amplos, não sujeitos a enumeração exaustiva. Isso é decorrência direta da cláusula geral do art. 116, que, ao falar em respeitar e atender fielmente os interesses dos acionistas minoritários, dos trabalhadores e da comunidade, transforma o controlador em portador de deveres fiduciários amplos em relação a todas essas categorias”. Em: SALOMÃO FILHO, Calixto. **O novo direito societário: eficácia e sustentabilidade**. 5 ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2019, p. 300/301.

²⁸⁴ Esse papel do dever de lealdade é identificado pelos autores na seguinte passagem: “First, legal scholars and courts hold that directors in all countries owe their company a duty of loyalty that require them to disregard or even oppose dominant shareholders’ attempts to self-deal. Second, whether implicitly or explicitly, the three countries grant shareholders a right to be treated equally by the corporation, which might prevent it from granting unjustified benefits to its dominant shareholders”. Em: CONAC, Pierre-Henri; ENRIQUES, Luca; GELTER, Martin. Constraining dominant shareholders’ self-dealing: the legal framework in France, Germany and Italy. **European Company and Financial Law Review**. V. 4, n. 4, pp. 491-528, 2007, p. 500/501.

que configuram transações entre partes relacionadas, como a tomada de empréstimos junto à companhia sem autorização da assembleia-geral ou conselho de administração. Por sua vez, o art. 155 da Lei nº 6.404/1976 encarrega o administrador do dever de “servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios”. Os incisos e parágrafos desse dispositivo impedem o administrador de incorrer em condutas que caracterizam a assunção de oportunidades de negócio e a utilização de informações privilegiadas, que, conforme explorado no capítulo anterior, não se circunscrevem ao objeto deste trabalho, uma vez que não constituem transações entre partes relacionadas em seu sentido estrito.

Nesse ponto, aliás, conforme sugere Andrew Tuch, tanto o teste de justeza, que é objeto desta subseção, como a necessidade de aprovação de uma transação pela maioria dos acionistas minoritários, que será objeto da próxima subseção, constituem regras que operam no formato de um dever de lealdade. Essas regras, ao exigirem dos administradores ou acionista controlador que ajam no interesse da companhia, já admitem em seu próprio conteúdo as exceções a essa lealdade, que se implementam sob as hipóteses de a transação ser justa ou aprovada pelos próprios acionistas.²⁸⁵ A delimitação dos deveres fiduciários, assim, não se presta apenas a caracterizar o teste de justeza, mas também a avaliar o papel dos distintos mecanismos jurídicos que se dirigem às transações entre partes relacionadas.

Como meio para equilibrar o cumprimento dos deveres fiduciários (especialmente o dever de agir no interesse da companhia) e o exercício adequado da condução dos negócios empresariais, o direito societário protege o administrador em sua discricionariedade para tomar decisões que, a seu juízo, sejam benéficas para a companhia, ainda que, futuramente, possam provocar impactos prejudiciais aos interesses dos acionistas e da própria companhia.

²⁸⁵ O autor articula o seu argumento inicial na seguinte passagem: “The key is to understand the structure of the rules and their usual operation. First, in structure the rules are remarkably similar: they require strict loyalty but provide exceptions or cleansing devices that protect transactions or fiduciaries from liability. Each rule has multiple cleansing devices. Under the U.K. no-conflict rule, companies may even craft their own exceptions, a permissive approach that the U.S. fairness rule denies. Comparing the substantive content of each rule, including their full range of exceptions, reveals that neither rule is logically or necessarily stricter, more flexible, or better calibrated to deter harmful self-dealing. To be sure, courts articulate the rules differently. The no-conflict rule bans self-dealing transactions whether they are fair or not, while the fairness rule saves them if they are fair. The no-conflict rule is usually formulated as a loyalty rule, while the fairness rule is often formulated in terms of its signature cleansing device—proof of fairness. One rule seems strict, the other more flexible. But this is an apples-to-oranges comparison. Both fiduciary rules require strict loyalty, imposing liability for self-dealing, but provide multiple exceptions. Evaluating each rule therefore requires a comparison of its full range of exceptions, including under the no-conflict rule those exceptions that companies have crafted themselves. Comparing the rules in this way reveals that neither rule self-evidently dominates the other in its rigor, pragmatism, or ability to differentiate between harmful and nonharmful conflicts”. Em: TUCH, Andrew F. Reassessing self-dealing: between no conflict and fairness. **Fordham Law Review**. v. 88, n. 3, pp. 939-998, 2019, p. 942.

Nos EUA, essa proteção é oferecida pela regra do juízo negocial (*business judgment rule*) ou regra da decisão negocial (tal qual traduzido pela CVM).²⁸⁶ Contudo, conforme anotado por Mariana Pargendler, a aplicação da regra do juízo negocial é afastada quando o administrador toma a decisão empresarial sob conflito de interesses, em desobediência ao dever de lealdade, o que atrai a aplicação do teste de justeza (*entire fairness*), alterando o parâmetro para apreciação da responsabilidade do administrador.²⁸⁷ Aliás, segundo indicado por Zohar Goshen, a depender da regra a ser utilizada como parâmetro para avaliação da responsabilidade dos administradores, o ônus da prova é distribuído de maneiras distintas quando as transações são submetidas à apreciação do Poder Judiciário: quando o parâmetro para avaliação da conduta do administrador é a regra do juízo negocial, cabe à parte suscitante comprovar o descumprimento de deveres fiduciários pelo administrador, como o dever de diligência; em contrapartida, sob a hipótese de conflito de interesses, o ônus da prova se inverte em desfavor do administrador, que deve demonstrar que a transação atravessa o filtro material oferecido pelo teste de justeza, sob pena de sua responsabilização.²⁸⁸

Por si só, a possibilidade ou impossibilidade de transposição da regra do juízo negocial para o contexto do direito societário brasileiro constitui uma questão controvertida.²⁸⁹ Para a finalidade de compreender o papel dos mecanismos jurídicos no controle das transações entre

²⁸⁶ Para consulta à tradução oferecida à expressão pelo julgamento da CVM, Cf.: BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). **Processo Administrativo Sancionador CVM nº 05/2016**. Relator: Diretor Henrique Machado. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2020/SEI_19957010647_2019_97.pdf>.

²⁸⁷ Esse entendimento é apresentado pela autora quando descreve o funcionamento da *business judgment rule* nos Estados Unidos da América: “Há consolidado posicionamento jurisprudencial no sentido de que a *business judgment rule* deve ceder diante da violação ao dever de lealdade. Sempre que o autor da ação demonstrar que a decisão foi tomada por administradores que têm interesse contraposto ao da sociedade, a deliberação fica sujeita ao rigoroso teste de *entire fairness* da operação – o qual transfere aos administradores o ônus de provar que o negócio atende aos melhores interesses da companhia, observando um “processo justo” e um “preço justo”, sob pena de responsabilização”. Em: PARGENDLER, Mariana. Responsabilidade Civil dos Administradores e Business Judgment Rule no Direito Brasileiro. **Revista dos Tribunais**. V. 953, pp. 51-74, 2015, p. 6/7.

²⁸⁸ Em nota de rodapé nº 7 de seu artigo, Zohar Goshen oferece os seguintes comentários para comparar a aplicação da *business judgment rule*, do teste de justeza e da aprovação pela maioria dos minoritários: “Although the basic rule in Delaware is the fairness test, When the transaction has been approved by a majority of the disinterested shareholders, Delaware law alters its requirements in one of two ways. In cases involving a controlling shareholder, the “entire fairness” test is still applied, but the burden of demonstrating the transaction’s unfairness shifts to the party opposing the transaction. [...] Where the interested party is a director or officer who is not a controlling owner, the transaction is assessed by the business judgment rule, instead of the more rigid “entire fairness” test. See *Michelson v. Duncan*, 407 A.2d 211 (Del. 1979) (holding that where there has been independent stockholder ratification of interested director action, the objecting stockholder has the burden of showing that no person of ordinary sound business judgment would say that the consideration received for the options was a fair exchange for the options granted)”. Em: GOSHEN, Zohar. The efficiency of controlling corporate self-dealing: theory meets reality. **California Law Review**. V. 91, p. 393-438, 2003, p. 397.

²⁸⁹ Cf.: BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. A *business judgment rule* no direito brasileiro: a problemática da recepção da regra pela Lei das S.A. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. V. 74, out. a dez., pp. 95-115, 2016.

partes relacionadas, interessa notar que, no contexto estadunidense, a utilização do teste de justeza como parâmetro para avaliação da conduta de administradores emana de circunstâncias que demandam o afastamento da aplicação da regra do juízo negocial. Em outras palavras, ao menos para a apreciação da responsabilidade de administradores, a regra do juízo negocial e o teste de justeza são mecanismos mutuamente excludentes, que não são aptos a justificar o mesmo padrão de conduta.

Essa relação entre o teste de justeza e a regra do juízo negocial demonstra que a necessidade de deferência ao teste de justeza pelas transações entre partes relacionadas integra o próprio conjunto de deveres fiduciários atribuídos aos controladores e administradores, que devem agir no melhor interesse da companhia. Contudo, a definição para o interesse da companhia no contexto da avaliação de cumprimento de deveres fiduciários enfrenta severas dificuldades, sobretudo por conta do caráter indeterminado dos conceitos que estabelecem esses deveres, demandando apelo a elementos de caráter subjetivo. Nesse sentido, o teste de justeza aparece como um parâmetro objetivo de avaliação das transações entre partes relacionadas com a finalidade de substituir o recurso a esses aspectos subjetivos e de oferecer uma solução para as dificuldades interpretativas que os acompanham.²⁹⁰

Conforme mencionado no início desta subseção, o teste de justeza, sobretudo na forma como aparece no direito societário brasileiro, abrange uma diversidade de requisitos e limitações materiais, que nem sempre são diferenciados entre si com precisão. Os três principais elementos que circundam o teste de justeza são a equidade (e expressões equivalentes, como “condições equitativas”), a adequação às condições de mercado e a comutatividade. Todos esses fatores, sutilmente distintos entre si, compõem a avaliação objetiva que é resultado do teste de justeza. De acordo com Zohar Goshen, a exigência do teste de justeza estabelece um regime de transações involuntárias, uma vez que permite ao administrador ou ao acionista controlador que imponham aos acionistas minoritários determinada operação, desde que ela obedeça às limitações materiais oferecidas pelo teste de justeza.²⁹¹ Ou seja, o teste de justeza não faculta

²⁹⁰ Nesse ponto, relevante comentar, assim como alerta Luca Enriques, que o próprio teste de justeza também se submete a dificuldades de ordem subjetiva. Não há como esvaziar completamente a presença da subjetividade daquele que avalia a justeza da transação. O comentário de Luca Enriques é no seguinte sentido: “Because fairness valuation imply a high degree of discretion, the value of the independent experts’ fairness opinions ultimately rests upon the experts’ reputation. Their effectiveness as a tool to protect investors is thus as doubtful as that of gatekeepers more generally, the main concern being, as usual, that outside experts, even when chosen by independent directors, may be less independent than they look, as they usually stand to gain much more from other advisory and investment banking roles than from providing fairness opinions”. Em: ENRIQUES, Lucas. Related party transactions. In: GORDON, Jeffrey N.; RINGE, Wolf-George. **The oxford handbook of corporate law and governance**. 1. Ed., pp. 506-531. Oxford: Oxford University Press, 2018, p. 525/526.

²⁹¹ Zohar Goshen apresenta a seguinte comparação entre o teste de justeza e a exigência de aprovação da transação pela maioria dos acionistas minoritários: “Under the fairness test, the majority can force the transaction on the minority, subject to payment of an objectively determined fair price. Under the majority-of-the-minority rule, the

ao acionista minoritário que se oponha à celebração de uma transação que atravesse os filtros objetivos do teste.

Em primeiro lugar, o requisito da equidade remete de modo imediato à necessidade de adoção de instrumentos que mitiguem ou diluam o impacto que os conflitos de interesses provocam à celebração de transações entre partes relacionadas. A própria Lei nº 13.303/2016, em seu art. 8º, VII, inclui a equidade como um dos requisitos a serem observado na elaboração das políticas de transações entre partes relacionadas. Além disso, a expressão “condições equitativas” aparece duas vezes na Lei nº 6.404/1976, em seu art. 117, §1º, “f”, e em seu art. 156, §1º. Neste dispositivo, a Lei nº 6.404/1976 só permite ao administrador que contrate com a companhia “em condições razoáveis ou equitativas, idênticas às que prevalecem no mercado ou em que a companhia contrataria com terceiros”. Nesse sentido, o requisito da equidade exige que a transação entre partes relacionadas seja celebrada sob condições semelhantes àquelas que corresponderiam a uma operação concluída com uma parte não-relacionada.

Segundo indica André Antunes Soares de Camargo, essa exigência por equidade decorre da possibilidade de que o conflito de interesse estimule o agente sob a circunstância conflituosa a dirigir os termos da operação de maneira a favorecer seus próprios interesses ou os interesses de sua parte relacionada, sem imprimir a imparcialidade necessária para a conclusão adequada da transação.²⁹² Em outras palavras, a equidade exige do agente corporativo em conflito que atue com imparcialidade na celebração de uma transação entre partes relacionadas, ainda que as circunstâncias da operação sugiram que o agente atuará de modo parcial. No contexto estadunidense, conforme menciona André Antunes Soares de Camargo, utiliza-se a expressão “*arm’s length*” para se referir às condições equitativas impostas às transações entre partes relacionadas, que, em tradução literal, significaria a necessidade de

majority must obtain the consent of the minority, which will be provided based on the minority’s subjective valuation”. Em: GOSHEN, Zohar. The efficiency of controlling corporate self-dealing: theory meets reality. **California Law Review**. V. 91, p. 393-438, 2003, p. 408.

²⁹² O autor realiza esse comentário para sustentar que essa exigência por equidade não apenas limita a faculdade do acionista para contratar com a própria companhia, mas interfere no próprio conteúdo e forma da transação: “Se o acionista controlador pode, de fato, contratar com a companhia, desde que em condições equitativas, não se trata somente de limitar a liberdade de contratar com a regra contida no artigo 117, §1º, “f”, da LSA [Lei das Sociedades Anônimas]. O que se tutela com essa regra, de fato, é a possibilidade de ocorrer alguma influência específica para que tal contratação ocorra, a qual poderá ser levada a cabo em condições parciais e benéficas somente para uma ou ambas as partes contratantes, materializadas por termos e condições prejudiciais aos demais sócios e credores daquela sociedade ou grupo empresarial em questão”. Em: CAMARGO, André Antunes Soares de. **Transações entre partes relacionadas**: um desafio regulatório complexo e multidisciplinar. 4. ed. rev. e atual. São Paulo: Almedina, 2019, p. 83.

que o agente sob conflito se situe “à distância de um braço” de sua parte relacionada durante a conclusão da operação.²⁹³

Essa imparcialidade abarcará toda a amplitude da transação, desde os trâmites pré-negociais, que refletem, por exemplo, os meios pelos quais a oportunidade negócio se apresentou à disposição da parte relacionada, até aspectos pós-negociais, como a leniência com que são tratadas determinadas condutas da parte relacionada na execução da operação. Nesse sentido, o requisito da equidade aparenta se orientar com maior precisão aos aspectos procedimentais e laterais de determinada transação (a ausência de exigência por garantias em contratos que comumente são celebrados com o oferecimento de garantias, por exemplo) do que a elementos atrelados ao núcleo da operação, à prestação propriamente dita.

Em segundo lugar, a necessidade de adequação da transação às condições de mercado constitui um requisito muito similar à equidade. Entretanto, conforme sugerido no parágrafo anterior, as condições equitativas abrangem aspectos laterais da operação, sem endereçar com precisão a própria prestação intrínseca a uma determinada modalidade de negócio. Por sua vez, a necessidade de observância às condições de mercado se concentra no núcleo da operação, no preço que é definido para determinado produto ou serviço, no valor estabelecido para a avaliação de um ativo, dentre outros elementos centrais para a caracterização da transação.

Com evidência, a adequação às condições de mercado não demanda que o preço definido para o objeto do contrato seja idêntico ao valor oferecido por terceiros no mercado. Nesse caso, sob a hipótese de um produto ou serviço ser adquirido de uma parte relacionada abaixo desse valor, a transação não atravessaria o teste de justeza. Essa interpretação controverte a própria finalidade das transações entre partes relacionadas, que é possibilitar a otimização de determinados negócios e oferecer eficiência à atividade exercida pela companhia. Aqui, a adequação às condições de mercado deve ser interpretada de modo a exigir que a negociação da prestação contratual seja definida segundo padrões de mercado, com as partes barganhando para obter as melhores condições contratuais, demandando exigências e

²⁹³ A menção a essa expressão é realizada pelo autor em nota de rodapé de nº 144: “Trata-se do teste “arm’s length bargain comparison”, advindo do direito norte-americano após longa evolução jurisprudencial. O princípio arm’s length refere-se à necessidade de as partes de um contrato serem independentes e negociarem em pé de igualdade. Tal teste é feito sempre quando uma transação é eivada, por natureza, de uma situação de conflito de interesses de uma ou ambas as partes contratantes. Partes conflitadas normalmente tendem a trazer para as contratações termos e condições diferenciados e mais favoráveis do que normalmente seriam caso negociados com partes independentes e desconhecidas, diretamente no mercado. A contratação de um avaliador ou intermediário independente é sempre recomendável nesses casos, que poderá demonstrar se aquela determinada contratação foi feita de forma independente e nas condições normais de mercado. Esse princípio pode ser invocado tanto em contratações privadas quanto em contratações envolvendo o Poder Público”. Em: CAMARGO, André Antunes Soares de. **Transações entre partes relacionadas**: um desafio regulatório complexo e multidisciplinar. 4. ed. rev. e atual. São Paulo: Almedina, 2019, p. 86.

participando da definição dos termos da operação. O teste de justeza, nesse caso, residiria em identificar, por exemplo, se o método financeiro utilizado para precificação de determinado ativo (a exemplo de uma ação numa operação societária) corresponde às práticas adotadas usualmente pelo mercado. Enfim, não há a possibilidade de interpretar a exigência por adequação às condições de mercado como a obrigação de que a transação entre partes relacionadas seja idêntica em seus termos a operações correspondentes no mercado, sobretudo porque não existem negócios que sejam idênticos quando celebrados por sujeitos distintos e sob circunstâncias distintas.

Em terceiro lugar, enquanto característica também próxima à equidade, o teste de justeza exige que a transação entre partes relacionadas seja comutativa. A Lei nº 13.303/2016, em conjunto à equidade, também inclui a comutatividade como requisito da política corporativa prevista pelo art. 8, VII. Quando trata da responsabilidade dos administradores no âmbito dos grupos societários, a Lei nº 6.404/1976, em seu art. 245, obriga o administrador a “zelar para que as operações entre as sociedades, se houver, observem condições estritamente comutativas, ou com pagamento compensatório adequado”.

A comutatividade é uma característica atribuída aos contratos que contêm prestação e contraprestação correspondentes para ambas as partes. Conforme Paulo Lôbo, os contratos comutativos contêm obrigações certas, em contraposição aos contratos aleatórios, cujas prestações são incertas, distribuindo-se o risco para uma das partes contratantes.²⁹⁴

No contexto das transações entre partes relacionadas, o requisito da comutatividade deve ser interpretado com restrições. Certamente, essas exigências legais por comutatividade não impedem que a companhia celebre com suas partes relacionadas contratos de natureza aleatória ou que contenham obrigações aleatórias.²⁹⁵ A exigência por comutatividade tampouco obsta, restritivamente, os contratos gratuitos (doação, por exemplo) ou o oferecimento de garantias em favor de partes relacionadas (garantias reais ou fidejussórias). A comutatividade exige que as transações entre partes relacionadas reflitam uma operação econômica com causa justificável, embora o instrumento que a formalize não detenha as características típicas de um

²⁹⁴ O autor contrapõe contratos comutativos e contratos aleatórios na seguinte passagem: “contratos aleatórios são contratos bilaterais, nos quais uma das prestações está sujeita a risco, total ou parcial, de vir a existir ou não. São também conhecidos como contratos de risco. Na vida econômica contemporânea, assumiram enorme importância, em razão dos contratos de futuro ou das especulações financeiras com as mercadorias de futuro. Contrapõem-se aos contratos comutativos, cujas prestação e contraprestação são determinadas e não sujeitas a risco”. Em: LÔBO, Paulo. **Direito civil: contratos**. 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2017, p. 98/99.

²⁹⁵ Conforme Paulo Lôbo, o contrato pode ser tipicamente aleatório ou pode receber cláusulas aleatórias, ainda que, tipicamente, seja comutativo: “A álea pode ser inserta em contrato que não é, de ordinário, aleatório; ou ser elemento de contrato típico. Alguns contratos aleatórios são lícitos; outros, ilícitos. Muito diferente é o contrato em que se incluiu cláusula de álea [...]”. Em: LÔBO, Paulo. **Direito civil: contratos**. 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2017, p. 99.

contrato comutativo.²⁹⁶ Nesse ponto, a avaliação de elementos acessórios aos próprios termos e condições da transação, a exemplo da conduta dos administradores ou acionista controlador, auxilia a identificar se a conclusão da operação se destinou a atender ao interesse da própria companhia ou para favorecer apenas interesses de determinados agentes corporativos. Aliás, conforme já sustentado no capítulo anterior, reforça-se que as transações entre partes relacionadas não correspondem a contratos, o que dificulta a apreciação da comutatividade de operações que não necessariamente contêm essa característica contratual, como é o caso, por exemplo, do aumento da participação acionária em favor de um acionista.

Considerando essas dificuldades oferecidas pelo requisito da comutatividade, as transações entre partes relacionadas também recebem limitações adicionais sob a perspectiva de sua materialidade, em complementação ao teste de justeza e seus elementos correlatos (equidade, adequação às condições de mercado e comutatividade). A principal limitação material reside na proibição explícita de algumas modalidades de transações entre partes relacionadas, seja por normas presentes nas políticas corporativas ou por normas de outra natureza. Outras limitações materiais também incluem as restrições específicas orientadas a determinados tipos contratuais, a exemplo das exigências estabelecidas pela Agência Nacional de Energia Elétrica (ANEEL) em sua Resolução Normativa nº 699/2016.²⁹⁷

Por fim, o teste de justeza, ao fixar um critério objetivo para avaliação das operações, produz relevantes custos de adjudicação, pois submete as transações a frequentes intervenções realizadas pelo Poder Judiciário. Dois fatores impactam a dimensão desses custos de adjudicação. O primeiro fator consiste na própria capacidade das autoridades jurisdicionais para apreciar e avaliar operações empresariais que, com frequência, são dotadas de elevada complexidade. Conforme indica Zohar Goshen, a utilização do teste de justeza como parâmetro para controle das transações entre partes relacionadas exige intensa capacidade institucional do Poder Judiciário, sobretudo porque a avaliação objetiva dessas operações demanda ferramentas financeiras complexas, com o estabelecimento de projeções futuras para diversas variáveis,

²⁹⁶ Para um aprofundamento da teoria da causa no âmbito do direito dos contratos, Cf.: MILAGRES, Marcelo de Oliveira. A causa do contrato. **Revista de Direito Civil Contemporâneo**. V. 14, jan-mar, pp. 159-178, 2018.

²⁹⁷ Este autor já teve a oportunidade de explorar as limitações materiais estabelecidas pela ANEEL na Resolução Normativa nº 699/2016, conforme seguinte passagem: “De acordo com o art. 6º da Resolução Normativa nº 699/2016 da ANEEL, esses contratos submetidos a regramento específico possuem como objeto o fornecimento de tecnologia, a prestação de serviços, o mútuo pecuniário e o compartilhamento de infraestrutura ou de recursos humanos. As intervenções regulatórias específicas em cada tipo contratual se estendem desde a fixação de prazo contratual máximo, a exemplo das previsões do art. 8º e do art. 9º, II, da Resolução Normativa nº 699/2016 da ANEEL, até a obrigatoriedade de registro do objeto do contrato perante o Instituto Nacional da Propriedade Industrial (INPI), conforme previsão do art. 7º, §1º, da Resolução Normativa nº 699/2016 da ANEEL”. Em: FRANCO, Bruno Henrique Kons. Transações entre partes relacionadas em concessões de serviço público: regulação, governança e controle. **Revista de Direito Público da Economia – RDPE**, Belo Horizonte, ano 18, n. 70, p. 9-28, abr./jun. 2020, p. 19.

exigindo, também, a presença de profissionais especializados para auxiliar o juízo nessas tarefas.²⁹⁸ No contexto brasileiro, os conflitos empresariais dessa natureza são, em geral, submetidos à arbitragem, em razão da ausência de especialização da maioria das autoridades jurisdicionais para apreciar com eficiência essas operações. As arbitragens, por si só, contudo, possuem elevados custos, ainda que proporcionem solução a essa ausência de especialização do Poder Judiciário. Aliás, conforme anota André Antunes Soares de Camargo, a despeito do Poder Judiciário e das arbitragens, os padrões de conduta e avaliação para as transações entre partes relacionadas têm sido fixados por decisões da CVM, no exercício de seu papel de agente regulador do mercado de capitais.²⁹⁹ O segundo fator que impacta os custos de adjudicação reside nos ônus processuais associados à judicialização de uma transação entre partes relacionadas. Conforme já mencionado, na jurisdição do estado de Delaware, nos EUA, cabe ao administrador em conflito de interesses comprovar que a transação cumpriu o teste de justeza, em efetiva inversão do ônus probatório. No contexto brasileiro, entretanto, o ônus da prova recairia sobre a própria parte que contesta a transação, devendo demonstrar que a operação não atravessa o teste de justeza e seus elementos correlatos.

Em conclusão, o teste de justeza se apresentou como o principal mecanismo jurídico a oferecer uma limitação material para as transações entre partes relacionadas. Esse filtro objetivo se estabeleceu como a consequência dos deveres de natureza fiduciária atribuídos a administradores e acionista controlador, que devem atender ao interesse da companhia quando se situam sob circunstâncias de conflito de interesses. O teste de justeza também apareceu associado a diversos elementos que visam a promover a limitação material das transações entre

²⁹⁸ Esses comentários são apresentados pelo autor quando trata da dificuldade de se oferecer uma avaliação objetiva para as transações: “Determining the objective value of a transaction is a complicated process that requires a high degree of competence from the courts since such valuations involve future projections of different variables, all of which can affect the actual price, and the use of complex financial models. A liability rule based on judicial rulings, therefore, relies on the existence of professional institutions capable of providing accurate assessments as well as competent courts possessing the necessary level of expertise to rule effectively in such areas. The professional standards of these institutions and courts determine the direct adjudication costs”. Em: GOSHEN, Zohar. The efficiency of controlling corporate self-dealing: theory meets reality. *California Law Review*. V. 91, p. 393-438, 2003, p. 419/420.

²⁹⁹ O autor elenca uma série de entendimentos adotados pela CVM quanto a transações entre partes relacionadas: “Nos últimos anos, a CVM tem analisado alguns casos em que operações entre partes relacionadas são questionadas. A autarquia verifica, por exemplo, se: (a) as condições dessas operações foram ou não realizadas em condições estritamente comutativas ou com o pagamento compensatório adequado; (b) se houve, ou não menção dessas operações em notas explicativas de demonstrações financeiras; (c) se houve, ou não, falta de diligência dos administradores sobre a utilização de bens e créditos da companhia em proveito de seu controlador e administrador; (d) mesmo quando não há celebração por escrito, se tal operação foi justificável, necessária e com a respectiva contraprestação; (e) se operações com controlador indireto e sociedades sob controle comum favoreceram ou não controladores e administradores; e (f) se há documentação suporte que comprove a efetiva prestação dos serviços contratados entre companhia e seus administradores”. Em: CAMARGO, André Antunes Soares de. **Transações entre partes relacionadas**: um desafio regulatório complexo e multidisciplinar. 4. ed. rev. e atual. São Paulo: Almedina, 2019, p. 87.

partes relacionadas, com a exigência por equidade, por comutatividade e pela adequação da operação às condições de mercado. Enfim, para substituir as dificuldades atreladas à interpretação dos parâmetros subjetivos que integram os deveres fiduciários, o teste de justeza estabeleceu um parâmetro objetivo para avaliação das transações entre partes relacionadas.

4.2.2 As garantias materiais e procedimentais de acionistas minoritários

Esta subseção pretende explorar os mecanismos jurídicos endereçados às transações entre partes relacionadas sob a perspectiva dos direitos e garantias oferecidos aos acionistas minoritários. Desse modo, esta subseção se concentrará em investigar ferramentas como a necessidade de aprovação das transações pela maioria dos acionistas minoritários, a divulgação de informações referentes às transações entre partes relacionadas e a criação de procedimentos corporativos próprios para o escrutínio dessas operações.

A atribuição de prerrogativas deliberativas a acionistas minoritários sobre transações entre partes relacionadas constitui uma estratégia comum em países com estrutura acionária dispersa.³⁰⁰ Essa ferramenta recebe a denominação de “regra da maioria da minoria” (*majority of the minority rule*), que será também adotada por esta subseção. Conforme brevemente explorado na subseção anterior, o teste de justeza interfere sobre a dinâmica corporativa de modo distinto da regra da maioria da minoria, sobretudo porque ele permite ao acionista controlador que imponha determinada transação aos demais acionistas, desde que obedecidos os limites objetivos oferecidos pelo teste. Assim, para introduzir o papel desta regra enquanto mecanismo jurídico para controle de transações entre partes relacionadas, exige-se que se esclareçam algumas peculiaridades e fragilidades do teste de justeza.

Conforme Zohar Goshen, a regra da maioria da minoria exclui o acionista controlador ou administrador sob conflito de interesses da decisão acerca da transação na qual ele é

³⁰⁰ Luca Enriques, Gerard Hertig, Hideki Kanda e Mariana Pargendler elaboram os seguintes comentários em relação à regra da maioria da minoria: ““Majority of the minority” shareholder approval is a well- established institution in the U.S. and UK, two jurisdictions in which large companies typically lack a controlling shareholder, but is much less developed in continental Europe, where controlling shareholders have significant voting (and lobbying) power. [...] The UK mandates *ex ante* shareholder approval for large non- routine transactions with directors and large shareholders of listed companies. If controlled companies that have a premium listing fail to comply with the terms of the required “relationship agreement” with its controlling shareholders, *ex ante* approval by minority shareholders will be required for *any* transaction with the controlling shareholder. For other companies, the Companies Act requires shareholder approval of some transactions with directors, in particular substantial property transactions and credit transactions”. Em: ENRIQUES, Lucas; HERTIG, Gerard; KANDA, Hideki; PARGENDLER, Mariana. Related-party transactions. In: KRAAKMAN, Reinier, ARMOUR, John; DAVIES, Paul, ENRIQUES, Lucas; HANSMANN, Henry; HERTIG, Gerard; KANDA, Hideki; PARGENDLER, Mariana; RINGE, Wolf-Georg; ROCK, Edward. **The anatomy of Corporate Law: a comparative and functional approach**. 3. ed., pp. 145-169. Oxford: Oxford University Press, 2017, p. 157.

interessado, proporcionando a vantagem de impedir que uma operação seja imposta aos acionistas minoritários contra a sua vontade e a vantagem de afastar a necessidade de submeter a transação à avaliação objetiva oferecida por uma autoridade jurisdicional.³⁰¹ Em síntese, segundo já indicado acima, a regra da maioria da minoria substitui a avaliação objetiva intrínseca ao teste de justeza por uma avaliação subjetiva, que é promovida pelos acionistas minoritários segundo seus próprios interesses e parâmetros. A palavra final sobre a transação caberá aos acionistas minoritários, a despeito de terceiros ou especialistas oferecerem uma avaliação objetiva da transação.

Essa configuração da regra da maioria da minoria reposiciona os acionistas na condição de protagonistas da tutela das transações entre partes relacionadas, contornando uma fragilidade que acompanha o teste de justeza. A subseção anterior reforçou que o teste de justeza se destina a oferecer parâmetros objetivos para a avaliação das transações entre partes relacionadas, uma vez que, com frequência, os deveres fiduciários atribuídos aos administradores e acionista controlador são definidos com o recurso a conceitos jurídicos indeterminados, como “interesse de companhia” (art. 154, Lei nº 6.404/1976), “homem ativo e probo” (art. 153, Lei nº 6.404/1976), dentre outros elementos que carregam forte teor subjetivo. No entanto, o teste de justeza não se liberta por completo das incertezas e subjetividades que circundam os deveres fiduciários. Segundo ressalta Zohar Goshen, a determinação do valor justo do ponto de vista objetivo para uma determinada transação não constitui uma “ciência exata”, sobretudo porque exige a apreciação subjetiva de diversos fatores incertos, a exemplo da projeção futura de determinados eventos que impactam o valor da operação no presente. Além disso, o próprio especialista designado para promover a avaliação da transação pode adotar parâmetros que favoreçam a parte que arcou com os custos para sua contratação, que, comumente, pretende obter a autorização para concluir legalmente a operação.³⁰²

³⁰¹ Zohar Goshen avalia essas vantagens na seguinte passagem: “Rather than completely prohibiting self-dealing transactions, the majority-of-the-minority solution uses the voting mechanism to determine the group’s consent by excluding those shareholders with a conflict of interest from participating in the vote. This solution assumes that only the votes of the disinterested members of the group are relevant to determine the “group preference”. If the remaining participants in the ballot (the minority) form a large group, it is reasonably assumed that the vote does, in fact, reflect the group preference. This ban on conflict-of-interest voting has two primary benefits. First, it prevents a self-dealer from imposing a transaction on an unwilling minority. Second, since such an approach is based upon consent, it is unnecessary to bring the transaction before the courts for an objective evaluation”. Em: GOSHEN, Zohar. The efficiency of controlling corporate self-dealing: theory meets reality. **California Law Review**. V. 91, p. 393-438, 2003, p. 402.

³⁰² Essas observações quanto às fragilidades do teste de justeza são realizadas pelo autor na seguinte passagem: “Furthermore, a determination of the “objective” value of an asset is not an exact science since the court must base its decision on value assessments made by professionals. These assessments are influenced by assumptions that reflect the subjective viewpoint of the appraiser, including assumptions about whether certain future events will occur and their likely effect. Moreover, these assessments are subject to tendentiousness; specifically, a rendered opinion is liable to be slanted to meet the demands of the party who has commissioned it. This slant often favors

O teste de justeza, inclusive, embora garanta a obediência a determinados parâmetros materiais, não proporciona aos acionistas minoritários a faculdade de opinar sobre a operação, com a possibilidade de interferir para que a transação atenda a seus interesses a despeito dos requisitos objetivos oferecidos pelo teste de justeza. Desse modo, a regra da maioria da minoria possibilita aos acionistas minoritários que imprimam os seus próprios critérios à avaliação da transação, que não correspondem, necessariamente, aos parâmetros objetivos utilizados para a realização do teste de justeza.³⁰³ Essa característica proporciona uma fragilidade ao mecanismo estabelecido pela regra da maioria da minoria, que consiste na possibilidade de que determinados acionistas se utilizem de sua prerrogativa deliberativa para impedir ou opor obstáculos à conclusão de uma operação que atravessaria os filtros objetivos do teste de justeza. Zohar Goshen denomina essa utilização da prerrogativa deliberativa de “voto estratégico”³⁰⁴, uma vez que transforma um mecanismo de proteção dos acionistas minoritários em estratégia para a extração de vantagens particulares por meio da resistência à operação, em prejuízo da eficiência oferecida por determinadas transações entre partes relacionadas e dos próprios interesses da companhia e dos demais acionistas.³⁰⁵

Desse modo, como consequência dessa fragilidade, o estabelecimento da regra da maioria da minoria como mecanismo jurídico para o controle das transações entre partes relacionadas acompanha a assunção de custos de negociação, em oposição ao teste de justeza, que produz, sobretudo, custos de adjudicação. De um lado, a submissão da operação à

the party interested in seeing the transaction performed”. Em: GOSHEN, Zohar. The efficiency of controlling corporate self-dealing: theory meets reality. **California Law Review**. V. 91, p. 393-438, 2003, p. 403/404.

³⁰³ Zohar Goshen sustenta que os parâmetros objetivos do teste de justeza impedem que cada acionista minoritário avalie a operação segundo um valor próprio que ofereça para determinado aspecto da transação: “It is important to note, however, that the fairness test does not insure that the minority gets the best attainable deal. The fairness-test protection is no more than a guarantee that the transaction will be fair, and that the minority will gain some portion of the profit reaped by the transaction between willing buyers and sellers. The use of an objective measuring standard leaves no place for unique characteristics or special assessments of value that might affect the value the parties themselves actually ascribe to the assets”. Em: GOSHEN, Zohar. The efficiency of controlling corporate self-dealing: theory meets reality. **California Law Review**. V. 91, p. 393-438, 2003, p. 403.

³⁰⁴ Um dos mecanismos de voto estratégico é definido pelo autor da seguinte maneira, em nota de rodapé de nº 23 em seu artigo: “Holding out is one form of strategic voting in which a voter who believes a transaction to be worthwhile nonetheless chooses to oppose it in an attempt to extract greater personal gains in exchange for her consent”. Em: GOSHEN, Zohar. The efficiency of controlling corporate self-dealing: theory meets reality. **California Law Review**. V. 91, p. 393-438, 2003, p. 402.

³⁰⁵ Essa fragilidade da regra da maioria da minoria é explorada pelo autor na seguinte passagem: “Placing the decision making in the hands of the minority might, however, preclude efficient transactions in certain situations. For example, when the minority is composed of a small group, the threat of strategic voting increases. Since the interested majority obviously will support the transaction, the minority, or some of its members, can attempt to hold out for a larger piece of the transaction’s expected profit. So long as the extorted sum leaves the majority with some amount of profit, the transaction may still be performed. But if the minority, or some of its members, pushes the holding-out attempt too far, an efficient transaction may be lost. Likewise, even a “reasonable” hold out will preclude a transaction if the interested majority refuses to concede to the opposing minority’s demands for strategic reasons such as guarding its reputation”. Em: GOSHEN, Zohar. The efficiency of controlling corporate self-dealing: theory meets reality. **California Law Review**. V. 91, p. 393-438, 2003, p. 402.

deliberação pela maioria dos acionistas minoritários exige do acionista controlador ou administrador que contemple os interesses desses acionistas para obter a aprovação para conclusão do negócio, a despeito da observância de parâmetros como a equidade ou a comutatividade. De outro lado, para os próprios acionistas minoritários, o exercício da prerrogativa deliberativa exige a reunião de informações suficientes a respeito da operação para garantir a tomada de uma decisão eficiente, com a apreciação da respectiva documentação. Aliás, conforme sugere Zohar Goshen, a presença de investidores institucionais se apresenta como um fator apto a incrementar a qualidade das decisões a serem adotadas pelos acionistas minoritários sobre as transações entre partes relacionadas.³⁰⁶

Ainda, segundo Zohar Goshen, dois fatores adicionais impactam os custos de negociação associados à regra da maioria da minoria. Em primeiro lugar, a elevada frequência da celebração de transações entre partes relacionadas, sobretudo em contextos econômicos com prevalência de estruturas concentradas de capital e de grupos empresariais organizados em formato piramidal, exige que os acionistas minoritários realizem repetidas reuniões para decidir sobre as operações, inviabilizando a adequada tomada de decisão, uma vez que os custos de negociação a serem assumidos para a apreciação das diversas transações extrapolariam os custos de adjudicação que seriam assumidos sob a hipótese de eventuais operações serem submetidas ao Poder Judiciário.³⁰⁷ Em segundo lugar, quando a maioria das transações entre partes relacionadas celebradas no contexto da companhia são eficientes (ou seja, não constituem instrumento para o escoamento de valores e não prejudicam interesses de acionistas minoritários), os custos de negociação para a contínua apreciação dessas operações pelos acionistas minoritários superam os custos de adjudicação para submeter as episódicas

³⁰⁶ Os custos de negociação em que incorrem os acionistas minoritários são explorados por Zohar Goshen na seguinte passagem: “[...] the voting process requires that the voters study the material, adopt a position, and vote. This process can be expensive for the voters and often many will refrain from voting or will blindly support management’s position. The nonparticipation of some voters will detract from the quality of the decision making. A minority’s blind support of management, which is generally interested in the transaction, thwarts the purpose of having the matter voted on by the disinterested minority. Where institutional investors are involved in the ownership of a corporation, the participation of informed and able investors in the decision-making process improves the quality of the decision making. Unfortunately, however, at times these investors act, directly or indirectly, in collusion with management or the controlling owner against the remaining shareholders”. Em: GOSHEN, Zohar. The efficiency of controlling corporate self-dealing: theory meets reality. **California Law Review**. V. 91, p. 393-438, 2003, p. 416.

³⁰⁷ O fator da frequência das operações é analisado pelo autor na seguinte passagem: “[...] an important element in evaluating negotiation costs is the expected frequency (the number of occurrences) and quality (the division between the expected value of efficient and inefficient transactions) of self-dealing transactions. Since a majority-of-the-minority rule applies to all regulated cases, where a high frequency of self-dealing transactions is expected – for example, where concentrated ownership and cross-holdings of firms are prevalent – negotiation costs will substantially increase, and vice versa. Other things equal, calling shareholders meetings too frequently could increase negotiation costs beyond the expected adjudication costs incurred by switching to a liability rule”. Em: GOSHEN, Zohar. The efficiency of controlling corporate self-dealing: theory meets reality. **California Law Review**. V. 91, p. 393-438, 2003, p. 417.

transações ineficientes à avaliação por uma autoridade jurisdicional.³⁰⁸ Aliás, a própria adoção da regra da maioria da minoria implica a possibilidade de que diversas das operações avaliadas pelos acionistas minoritários não representem nenhum risco a seus interesses.

Desse modo, determinadas normas regulatórias restringem a incidência dos mecanismos jurídicos sobre as transações entre partes relacionadas segundo parâmetros de alçada, submetendo a limitações materiais e procedimentais apenas as operações que, caso sejam utilizadas como instrumento para o escoamento de valores, possam provocar relevantes consequências materiais aos interesses dos acionistas minoritários. Exemplo desses parâmetros de alçada residem nas normas estabelecidas pelo Anexo 30 – XXXIII da Instrução nº 480/2009 da CVM, que, em seu art. 1º, I, exige das companhias abertas que divulguem informações apenas a respeito de transações entre partes relacionadas que ultrapassem o valor de R\$ 50.000.000,00 (cinquenta milhões de reais) ou 1% (um por cento) do ativo total do emissor.³⁰⁹

Diversos aspectos explorados nos capítulos anteriores interferem na dinâmica das deliberações a respeito de transações entre partes relacionadas que resultam da regra da maioria da minoria, sobretudo considerando a governança dos interesses corporativos no âmbito das sociedades de economia mista.

Em primeiro lugar, a legislação societária aplicável às empresas estatais não reserva aos acionistas minoritários essa prerrogativa deliberativa sobre as transações entre partes relacionadas. Nesse sentido, o papel dos acionistas minoritários no monitoramento dessas operações se restringe ao acompanhamento das hipóteses de conflitos de interesse no âmbito da assembleia geral, que são endereçadas pela regra do art. 115 da Lei nº 6.404/1976 e seus respectivos parágrafos. Conforme explorado no segundo capítulo, a literatura brasileira em direito empresarial privilegia uma interpretação do art. 115, §1º, da Lei nº 6.404/1976 que não obsta o acionista de exercer seu direito de voto na deliberação assemblear sobre uma operação que o coloque em situação conflituosa. Essas dificuldades oferecidas pela legislação societária limitam o alcance da regra da maioria da minoria no Brasil, que dependerá da adoção desse

³⁰⁸ Esse comentário a respeito da qualidade das transações é realizado pelo autor na seguinte passagem: “Given an existing frequency, the expected quality of self-dealing transactions will also influence the relative amount of the negotiation costs. Assuming a minimum level of judicial efficiency, when inefficient transactions far outnumber efficient transactions, a property rule is preferable since the expected damage from the loss of a small portion of the efficient transactions and the increased administrative costs are outweighed by the expected damage from the ratification of too many inefficient transactions. On the other hand, when there are more efficient transactions, the risk of approving inefficient transactions is small, and a liability rule is preferable to save the negotiation costs associated with the property rule”. Em: GOSHEN, Zohar. The efficiency of controlling corporate self-dealing: theory meets reality. *California Law Review*. V. 91, p. 393-438, 2003, p. 417/418.

³⁰⁹ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). **Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009**. Versão consolidada. Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. Disponível em: <<http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst480.html>>.

mecanismo jurídico pelos próprios estatutos das companhias, já que não há previsão legal que reserve essa prerrogativa aos acionistas minoritários.

Em segundo lugar, conforme explorado no primeiro capítulo, os acionistas minoritários das sociedades de economia mista não são um conjunto homogêneo, que compartilha dos mesmos interesses entre si e que adota o mesmo padrão de comportamento na dinâmica corporativa.

De um lado, os acionistas minoritários se distinguem em acionistas suportados integralmente por capital privado e acionistas suportados por capital público, o que implica o posicionamento do próprio Estado também na eventual condição de acionista minoritário das empresas estatais, como ocorre, por exemplo, com as participações societárias titularizadas pelo BNDES. A atribuição de prerrogativas deliberativas aos acionistas minoritários, assim, deve considerar a possibilidade de que o Estado se utilize dessas participações minoritárias para favorecer os seus próprios interesses em relação a determinadas operações. Recorrendo à terminologia proporcionada por Zohar Goshen, o Estado, por meio das entidades que detêm participações minoritárias nas empresas estatais, pode exercer seu direito de voto com objetivos estratégicos, o que dilui a eficácia do mecanismo da regra da maioria da minoria no controle das transações entre partes relacionadas no contexto dessas companhias.

De outro lado, os acionistas minoritários também se distinguem em investidores institucionais e investidores de varejo. Conforme explorado no primeiro capítulo, ambos as categorias de investidor, quando adquirem suas participações societárias por intermédio do mercado de capitais, privilegiam a adoção de um comportamento passivo sobre aspectos de governança corporativa da companhia. Os investidores em mercados de capitais (tanto institucionais como de varejo) são, em geral, avessos à assunção de custos para avaliar os termos e condições de operações que possam prejudicar seus interesses. Entretanto, segundo indicado no segundo capítulo, em oposição aos investidores de varejo, os investidores institucionais se situam sob condições favoráveis para exercer uma função ativa sobre a governança das companhias de portfólio, em razão da capacidade profissional dessas entidades para monitorar o mercado de capitais e tomar decisões de investimento. Aliás, segundo Zohar Goshen, esse papel exercido pelos investidores institucionais (investidores sofisticados, nos termos do autor) contribui para restringir os potenciais prejuízos provocados pelas transações entre partes relacionadas, uma vez que os riscos associados às operações dessa natureza integram a precificação dos valores mobiliários ofertados pelas companhias no mercado de

capitais.³¹⁰ Desse modo, considerando a própria especialização desses investidores na atividade de gestão de ativos, sob a hipótese de recorrentes operações prejudiciais aos interesses dos acionistas minoritários, a alienação da participação societária se apresenta como uma alternativa menos custosa que assumir os custos para a tomada de decisões informadas sobre as transações. Assim, a adoção do mecanismo da regra da maioria da minoria deve considerar a disposição dos acionistas minoritários para exercer sua prerrogativa de avaliar as transações entre partes relacionadas, sob pena da ferramenta se tornar inócua.

Conforme indicado nos parágrafos anteriores, a legislação societária brasileira não adota de modo explícito a regra da maioria da minoria, inexistindo previsão legal específica reservando aos acionistas minoritários prerrogativas sobre a aprovação de transações entre partes relacionadas, o que possibilita às companhias que adotem esse mecanismo jurídico em seu próprio estatuto ou outro documento corporativo. Desse modo, a regra da maioria da minoria pode assumir diversos formatos no contexto da companhia, nem sempre representando propriamente a atribuição da prerrogativa deliberativa aos acionistas minoritários para decidirem sobre essas operações.

O primeiro exemplo de ferramenta jurídica que se assemelha à regra da maioria da minoria reside no oferecimento de prerrogativas a órgãos parcelares da corporação, dotados de atribuições específicas relacionadas ao monitoramento de transações entre partes relacionadas. Nesse sentido, a Lei nº 13.303/2016, em seu art. 24, §1º, VI, distribuiu ao Comitê de Auditoria Estatutário a competência para “avaliar e monitorar, em conjunto com a administração e a área de auditoria interna, a adequação das transações com partes relacionadas”. Conforme será explorado com maior precisão na próxima seção, diversas políticas corporativas criam procedimentos internos para a celebração de transações entre partes relacionadas que preveem a participação direta do Comitê de Auditoria Estatutário na validação das operações.

O segundo exemplo consiste na reserva de assentos no Conselho de Administração da companhia para membros independentes e membros escolhidos diretamente pelos acionistas minoritários. Nesse sentido, o art. 19, §2º, da Lei nº 13.303/2016 assegura “aos acionistas minoritários o direito de eleger 1 (um) conselheiro, se maior número não lhes couber pelo processo de voto múltiplo previsto na Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976”. O art. 22 da

³¹⁰ Esse papel dos investidores institucionais é explorado pelo autor na seguinte passagem: “The composition of the minority shareholders also affects the choice of appropriate protection. When the minority consist mainly of sophisticated investors, such as institutional investors, the market operates as an effective protective mechanism. Sophisticated investors invest in the collection and evaluation of information and act in accordance with their findings on a consistent and professional basis. Such investors are capable of pricing securities so as to incorporate the risk of self-dealing”. Em: GOSHEN, Zohar. The efficiency of controlling corporate self-dealing: theory meets reality. *California Law Review*. V. 91, p. 393-438, 2003, p. 423/424.

Lei nº 13.303/2016 também exige que o conselho de administração seja “composto, no mínimo, por 25% (vinte e cinco por cento) de membros independentes”. Mariana Pargendler e Curtis Milhaupt sugerem que uma estratégia possível para o controle da canalização política residiria na atribuição a esses conselheiros independentes do papel de monitorar a atuação do Estado enquanto acionista controlador, que constitui, inclusive, uma solução adotada pelo próprio estatuto social da Petrobrás.³¹¹ Ainda, segundo Luca Enriques, a função de monitoramento a ser exercida por esses conselheiros em favor dos interesses dos acionistas minoritários também dependerá do nível de independência que caracteriza a sua participação no conselho de administração da companhia, sem que sucumbam às tendências de seguir as posições adotadas por outros conselheiros ou de evitar adotar posições que possam lhe provocar prejuízos reputacionais ou profissionais.³¹² Nesse sentido, inclusive, os incisos do art. 22, §1º, da Lei nº 13.303/2016 estabelecem diversos requisitos para caracterizar a independência do conselheiro independente, a exemplo da impossibilidade de o conselheiro “ser cônjuge ou parente consanguíneo ou afim, até o terceiro grau ou por adoção, do chefe do Poder Executivo, de Ministro de Estado, de Secretário de Estado ou Município ou de administrador” de empresa estatal.

Essas ferramentas exploradas nos parágrafos anteriores se situam, por vezes, nas fronteiras entre o teste de justeza e a regra da maioria da minoria, uma vez que imiscuem elementos de ambos os mecanismos jurídicos. Por exemplo, os conselheiros independentes,

³¹¹ Esse elemento é sugerido pelos autores na seguinte passagem: “Another strategy would be to entrust to minority-shareholder-appointed directors the role of policing previously undisclosed or unreasonable instances of policy channeling, in addition to policing the more common mechanisms of minority shareholder wealth extraction. There is partial precedent for this approach: Brazil’s constitution mandates the participation of minority shareholders in SOE boards, 47 and Italy requires minority shareholder representation on one-fifth of the board seats of privatized companies.⁴⁸ While the laws of neither jurisdiction require minority-appointed directors to separately review and approve RPTs, a recent amendment to the charter of Brazilian SOE Petrobras provides that a “minority committee”⁴⁹ must review and opine on related-party transactions with the federal government and instances of policy channeling. It also requires that the costs of policy channeling be compensated by the state. Despite potential shortcomings, 50 the Petrobras charter amendment is a novel and noteworthy development in the governance of policy channeling and RPTs with the state”. Em: MILHAUPT, Curtis J.; PARGENDLER, Mariana. Related party transactions in state-owned enterprises: tunneling, propping and policy channeling. **European Corporate Governance Institute Working Paper Series in Law**. Working paper n. 386, mar., 2018, p. 12.

³¹² Essas ressalvas à função dos conselheiros independentes são apresentadas por Luca Enriques na seguinte passagem: “For independent directors (and a fortiori for merely disinterested ones) to play an effective role in the protection of minority shareholders, the key issue is of course how truly independently from controllers one can expect them to act. In part, that will depend on how “independence” is defined and, primarily, on whether being nominated by the controlling shareholder precludes that qualification. Even when a director is nominated and appointed with the involvement of minority shareholders (like in Israel, Italy, and Spain) substantial independence is not guaranteed, as that is mainly a function of an individual’s assertiveness, ability not to succumb to boardroom biases, and reputational and career concerns”. Em: ENRIQUES, Lucas. Related party transactions. In: GORDON, Jeffrey N.; RINGE, Wolf-George. **The oxford handbook of corporate law and governance**. 1. Ed., pp. 506-531. Oxford: Oxford University Press, 2018, p. 521.

para avaliar as transações entre partes relacionadas, tomarão como parâmetro para a sua decisão não apenas os interesses dos acionistas minoritários, mas também os aspectos objetivos oferecidos pelo teste de justeza e seus elementos correlatos (equidade, comutatividade etc.). O fator nuclear a caracterizar essas ferramentas, entretanto, ainda consiste na faculdade que se oferece aos órgãos parcelares e aos conselheiros para barrarem as operações que não atravessarem seus próprios parâmetros para a transação, a despeito dos critérios objetivos do teste de justeza.

Em complementação à garantia oferecida pela regra da maioria da minoria, a divulgação de informações se apresenta como um dos principais mecanismos jurídicos para controle das transações entre partes relacionadas. Conforme explorado acima, a presença dos investidores institucionais enquanto acionistas minoritários amplia as possibilidades para a tomada de uma decisão adequada sobre as transações entre partes relacionadas, uma vez que essas entidades dispõem de uma capacidade profissional superior para avaliar as informações disponíveis em relação a essas operações. Precisamente, a qualidade da decisão sobre as transações entre partes relacionadas dependerá da disponibilização suficiente de informações aos acionistas minoritários a respeito das transações.

Contudo, a divulgação obrigatória de informações, para além desse aspecto referente à avaliação da operação pelos acionistas minoritários, também exerce um importante impacto reputacional sobre a companhia. Segundo coloca Zohar Goshen, o acionista controlador que pretenda manter sua reputação no mercado evitará expropriar os acionistas minoritários por intermédio de transações entre partes relacionadas.³¹³ Desse modo, segundo sugere Luca Enriques, a divulgação obrigatória de informações sobre essas operações possibilita aos conselheiros que ajam com maior independência na tomada de decisão, uma vez que estarão apoiados pela opinião pública para resistir às tentativas de utilização das transações como instrumento para o escoamento de valores.³¹⁴

³¹³ O papel da reputação para restringir o risco oferecido pelas transações entre partes relacionadas é explorado pelo autor na seguinte passagem: “The role of reputation in the business community is a nonlegal factor that reduces the risk of expropriation of minority shareholders. A controlling owner who is interested in receiving public approval and maintaining a positive image as an honest and moral dealer will refrain from abusing the rights of the minority – even when no economic sanction is threatened. Reputation, in short, reduces the prevalence of inefficient self-dealing transactions”. Em: GOSHEN, Zohar. The efficiency of controlling corporate self-dealing: theory meets reality. *California Law Review*. V. 91, p. 393-438, 2003, p. 425.

³¹⁴ Essas observações sobre o papel da divulgação de informações são realizadas pelo autor na seguinte passagem: “One of the core functions of mandatory disclosure has traditionally been to cast light on self-interested transactions. Mandatory disclosure is still today a widely used technique to address RPTs. In isolation, mandatory disclosure may be insufficient to prevent tunneling, which is well documented even via transactions that are publicly disclosed. Its importance is more in supporting internal decision makers’ independence (they will act more assertively if they know the RPT under consideration will be subject to public scrutiny) and in facilitating private and public enforcement against tunneling”. Em: ENRIQUES, Lucas. Related party transactions. In:

A divulgação obrigatória de informações também exerce outros papéis adicionais. Por exemplo, a inclusão de comentários sobre as transações entre partes relacionadas em notas explicativas nas demonstrações financeiras visa a oferecer elementos complementares para a avaliação adequada da companhia pelo mercado e, por exemplo, pelos terceiros interessados em adquirir participações societárias na companhia. Enfim, a transparência quanto a essas operações oferece ao mercado um retrato do papel que as transações entre partes relacionadas exercem sobre a governança dos interesses na companhia.

Por fim, enquanto mecanismo jurídico associado à regra da maioria da minoria, a legislação societária ou os estatutos sociais também podem oferecer o direito de retirada sob a hipótese de celebração de uma transação entre partes relacionadas que não receba a concordância do acionista minoritário. Desse modo, embora não ofereça a prerrogativa de recusar a celebração de determinada operação, o direito de retirada garante ao acionista minoritário que resgate seu investimento caso se oponha a determinada operação que contrarie ou prejudique seus interesses. O art. 137 da Lei nº 6.404/1976 garante aos acionistas dissidentes o direito de retirada, com o reembolso do valor das ações, em relação a diversas matérias de competência da assembleia-geral, como a fusão ou incorporação da companhia, sem mencionar, contudo, as transações entre partes relacionadas como justificativa para o exercício desse direito de retirada. A ausência de previsão legal para o direito de retirada no caso das transações entre partes relacionadas, no entanto, não impede que os próprios estatutos das companhias criem hipóteses adicionais para o exercício desse direito.

Em conclusão, a regra da maioria da minoria se apresentou como o mecanismo jurídico que reposiciona o acionista minoritário no núcleo da tutela das transações entre partes relacionada, à medida que lhe atribui a faculdade de avaliar a operação segundo seus próprios parâmetros subjetivos, sem a necessidade de observar os requisitos objetivos oferecidos pelo teste de justeza. A adoção da regra da maioria da minoria, contudo, acompanha custos de negociação, a serem suportados tanto pelos acionistas minoritários quanto pelos administradores e acionista controlador. Aqueles devem apreciar as informações a respeito da transação para tomar uma decisão eficiente, enquanto estes devem contemplar os interesses dos acionistas minoritários nos termos e condições da operação para que sua conclusão seja autorizada. Embora a legislação societária brasileira não preveja esse mecanismo jurídico de modo explícito, a regra da maioria da minoria aparece no contexto das corporações sob diversos formatos, a exemplo da exigência de submissão das operações a órgãos parcelares da

companhia, com a criação de procedimentos corporativos específicos, e da exigência de reserva de assentos no conselho de administração a conselheiros independentes ou conselheiros nomeados exclusivamente por acionistas minoritários. Ainda, a divulgação obrigatória de informações e o direito de retirada se apresentaram como mecanismos complementares à adoção da regra da maioria da minoria. Enfim, os diversos fatores que integram a regra da maioria da minoria demonstraram que o escrutínio das transações entre partes relacionadas não exige apenas que se atribuam deveres aos administradores e acionista controlador, mas também que se reservem direitos e garantias aos acionistas minoritários.

4.3 As políticas corporativas de transações entre partes relacionadas adotadas pelas sociedades de economia mista de capital aberto sob controle da União

A seção anterior descreveu em abstrato os mecanismos jurídicos orientados a oferecer limitações às transações entre partes relacionadas. Esta seção, por sua vez, promoverá uma verificação empírica das ferramentas jurídicas estabelecidas pelas políticas corporativas de transações entre partes relacionadas adotadas pelas sociedades de economia mista. A finalidade precípua desta pesquisa empírica consiste em identificar se as políticas corporativas analisadas contêm mecanismos jurídicos destinados de modo específico a mitigar os riscos próprios provocados pelas transações entre partes relacionadas celebradas no contexto das sociedades de economia mista. Para atingir essa finalidade, esta seção promoverá um recolhimento amplo das diversas ferramentas jurídicas contidas nessas políticas corporativas, de maneira a compreender de que modo elas são estruturadas pelas companhias.

Antes de se iniciar a apresentação dos resultados da pesquisa empírica, exige-se que se esclareçam algumas diretrizes e limitações metodológicas adotadas por este trabalho.

Em primeiro lugar, o espaço amostral da pesquisa se restringiu às políticas corporativas adotadas pelas sociedades de economia mista de capital aberto sob controle direto da União Federal. Excluíram-se, portanto, as sociedades de economia mista de capital fechado, as empresas públicas, as sociedades de economia mista de capital aberto sob controle indireto da União e as companhias abertas sob controle de outros entes federativos (estados e municípios). Atualmente, a União possui participação em duas sociedades de economia mista de capital aberto sob controle indireto, que são a Eletrobras Participações S/A, subsidiária da Eletrobras S/A, e a Caixa Seguridade Participações S/A, subsidiária da Caixa Econômica Federal. Optou-se por excluir essas empresas do espaço amostral porque elas não refletiam os mesmos problemas de governança corporativa das sociedades de economia mista sob controle

direto da União. No caso das sociedades de economia mista controladas pelos estados e municípios, optou-se por excluí-las do espaço amostral porque cada estado dispõe da prerrogativa de editar um regulamento próprio para suas empresas estatais, para além das regras gerais da Lei nº 13.303/2016. Assim, a exclusão dessas empresas se destinou a manter a uniformidade dos regimes jurídicos aplicáveis às políticas corporativas analisadas. Excluíram-se, também, as empresas em que a União detém participação minoritária, porque não constituem sociedades de economia mista e não estão contempladas pela exigência do art. 8º, VII, da Lei nº 13.303/2016. Além disso, analisaram-se tanto sociedades de economia mista dependentes como sociedades de economia mista não-dependentes. No caso da União, conforme informações constantes do último Boletim de Participações Societárias da União,³¹⁵ a única sociedade de economia mista com capital aberto que se encontra na condição de empresa estatal dependente é a Telebras, que foi conduzida a essa condição para o ano de 2020 e mantida no ano de 2021. Enfim, o espaço amostral de políticas corporativas a serem analisadas se restringem aos documentos de 7 (sete) sociedades de economia mista: Petrobras³¹⁶, Eletrobras³¹⁷, Telebras³¹⁸, Banco do Brasil³¹⁹, Banco da Amazônia (BASA)³²⁰ e Banco do Nordeste (BNB).³²¹ Em segundo lugar, quanto ao recorte temporal oferecido para a pesquisa empírica, recolheram-se as políticas corporativas mais atualizadas disponíveis para consulta nos sites das companhias, tomando como parâmetro a data de 31/08/2021. A Lei nº 13.303/2016, em seu art. 8º, VII, exige que a política de transações entre partes relacionadas seja revista anualmente pelo Conselho de Administração. Algumas das companhias analisadas incluem na própria política corporativa a menção às alterações relevantes que o documento

³¹⁵ O documento possui um diagrama com todas as participações societárias da União referentes ao ano de 2019, contando o esclarecimento de que a Telebras foi classificada como dependente no ano de 2020. Em: BRASIL. Ministério da Economia. Secretaria do Tesouro Nacional. **Boletim das participações societárias da União 2019**. Brasil: Secretaria do Tesouro Nacional, 2019, p. 15. Disponível em: <<https://www.tesourotransparente.gov.br/publicacoes/boletim-das-participacoes-societarias-da-uniao/2019/114>>.

³¹⁶ BRASIL. Petróleo Brasileiro S.A. (Petrobras S.A.). Política de Transações com Partes Relacionadas da Petrobras. In: **Código de Boas Práticas da Petrobras**, pp. 55-62. Atualização pelo Conselho de Administração: 25/11/2020. Disponível em: <<https://petrobras.com.br/pt/quem-somos/perfil/compliance-etica-e-transparencia/>>.

³¹⁷ BRASIL. Centrais Elétricas Brasileiras S.A. (Eletrobras S.A.). **Política de transações com partes relacionadas das Empresas Eletrobras**. Edição 3.0. Aprovação pelo Conselho de Administração: 23/12/2020. Disponível em: <<https://eletrobras.com/pt/Paginas/Estatuto-Politicas-e-Manuais.aspx>>.

³¹⁸ BRASIL. Telecomunicações Brasileiras S.A. (Telebras S.A.). **Política de transações com partes relacionadas**. Início de Vigência: 17/04/2019. Disponível em: <<https://www.telebras.com.br/instrumentos-de-governanca/codigo-de-boas-praticas-da-telebras/>>.

³¹⁹ BRASIL. Banco do Brasil S.A. (BB S.A.). **Política específica de transações com partes relacionadas**. Aprovação pelo Conselho de Administração: 12/05/2021. Disponível em: <<https://ri.bb.com.br/governanca-e-sustentabilidade/estatuto-politicas-e-codigo-de-etica/>>.

³²⁰ BRASIL. Banco da Amazônia S.A. (BASA S.A.). **Política de transações com partes relacionadas**. Aprovação pelo Conselho de Administração: 20/04/2018. Disponível em: <<https://www.bancoamazonia.com.br/index.php/governanca-corporativa/politicas-ri>>.

³²¹ BRASIL. Banco do Nordeste do Brasil S.A. (BNB S.A.). **Política de transações com partes relacionadas**. Aprovação pelo Conselho de Administração: 28/10/2020. Disponível em: <<https://www.bnb.gov.br/politicas>>.

sofreu no período, além de também incluírem as datas de atualização da política. Outras empresas divulgam apenas a data de atualização, sem indicar quais foram as alterações relevantes em relação ao documento anterior. No entanto, em todas as políticas, as alterações realizadas desde o início da vigência das obrigações do art. 8, VII, da Lei nº 13.303/2016 não foram relevantes para impactar ou distorcer os resultados de uma pesquisa empírica restrita às políticas mais atualizadas. Desse modo, a fim de evitar qualquer desencontro de informações e para possibilitar ao leitor o acesso imediato ao conteúdo das fontes documentais primárias analisadas, optou-se por transcrever excertos completos das políticas corporativas em notas de rodapé, além da inclusão nas referências bibliográficas dos endereços para acesso aos documentos disponibilizados nos sites das companhias.

Para descrever os mecanismos jurídicos adotados pelas sociedades de economia mista em suas políticas de transações entre partes relacionadas, este trabalho dividirá a análise desses instrumentos em grupos, em observância às classificações e distinções realizadas na seção anterior. Adianta-se que as políticas corporativas são pouco organizadas, por vezes confusas, dificultando o trabalho para reunir os mecanismos jurídicos das políticas adotadas pelas distintas companhias e segmentá-los conforme sua natureza. Em razão dessa dificuldade, esta pesquisa empírica não organizará os mecanismos jurídicos em tabelas ou gráficos, mas descreverá os excertos da política que se relacionarem ao grupo indicado. Essa estratégia auxiliará não apenas a identificar e discriminar os diversos mecanismos jurídicos, mas também a comparar os instrumentos semelhantes adotados por cada companhia. Por fim, este trabalho também fará eventuais referências a documentos complementares necessários à interpretação de determinadas políticas corporativas, como é o caso de estatutos sociais ou outras políticas corporativas que são citadas no bojo da própria política de transações entre partes relacionadas. No caso, os trechos dos documentos complementares citados pelas políticas de transações entre partes relacionadas serão transcritos diretamente em nota de rodapé.

Os grupos de instrumentos jurídicos a serem analisados nas subseções desta seção serão os seguintes: a) definições para transações entre partes relacionadas e conceitos correlatos (Subseção **4.3.1**); b) limitações materiais atreladas ao teste de justeza da transação (Subseção **4.3.2**); c) participação de acionistas minoritários em decisões sobre transações entre partes relacionadas (Subseção **4.3.3**); d) proibições para determinadas modalidades de transação (Subseção **4.3.4**); e) procedimentos corporativos, controle prévio das transações e o papel do Comitê de Auditoria Estatutário (CAE) (Subseção **4.3.5**); f) divulgação obrigatória de informações sobre as transações (Subseção **4.3.6**); g) diretrizes e obrigações orientadas a administradores e colaboradores na condução de transações entre partes relacionadas (Subseção

4.3.7); h) mecanismos jurídicos específicos para as transações entre partes relacionadas celebradas com a União (Subseção 4.3.8). Para concluir a seção, este trabalho realizará alguns comentários a respeito das diferenças identificadas entre as políticas adotadas por cada companhia, de maneira a esclarecer os possíveis fatores de interferência que podem ser a causa dessas diferenças (Subseção 4.3.9).

4.3.1 Definições para transações entre partes relacionadas e conceitos correlatos

Esta subseção se destina a identificar de que modo as políticas corporativas estabelecem as definições para transações entre partes relacionadas e para os demais conceitos que compõem o documento, a exemplo das definições oferecidas para os princípios de comutatividade, transparência, equidade, conformidade e competitividade, que são apresentados no art. 8º, VII, da Lei nº 13.303/2016. A totalidade das políticas analisadas contém, no início ou ao final, um glossário para os conceitos utilizados ao longo do documento. Esses glossários constituem efetivas seções das políticas, auxiliando a interpretar as normas e orientações estabelecidas pelas demais seções.

Conforme explorado no primeiro capítulo, o fenômeno da convergência autorregulatória sugere a repetição dos instrumentos adotados pelas normas regulatórias no âmbito das políticas corporativas autorregulatórias. Nesse sentido, diversas das políticas analisadas replicaram a maioria das definições contábeis do Pronunciamento CPC 05 (R1) como parâmetros para a interpretação das políticas de transações entre partes relacionadas. Desse modo, a autonomia das companhias para elaborarem as próprias definições da política se manifestou com maior profundidade apenas quando da especificação dos princípios do art. 8º, VII, da Lei nº 13.303/2016 e de outros elementos correlatos a esses princípios.

A política da Petrobras S.A. apresenta seu glossário ao final do documento, na seção nº 5, sob a denominação de “definições”. Em diversas passagens da seção, o documento cita o Pronunciamento CPC 05 (R1), sobretudo para definir “transação com partes relacionadas”, “parte relacionada”, “pessoal-chave da administração”, “influência significativa”, dentre outros conceitos cuja definição já é oferecida pelo Pronunciamento CPC 05 (R1). A política da Petrobras, além de oferecer definições aos princípios do art. 8º, VII, da Lei nº 13.303/2016, também estabeleceu uma definição para “conflito de interesses” e para “condições de mercado”. Quanto à definição para “condições de mercado”, nota-se que a política da Petrobras inclui nos limites dessa expressão não apenas a observância “dos padrões geralmente adotados no mercado em negócios similares, quando for possível realizar essa comparação”, mas também

elementos que se referem a deveres fiduciários de administradores e acionista controlador, como a necessidade de que a transação seja realizada “com o objetivo de atender os melhores interesses da Companhia” e “com a diligência que se esperaria de partes efetivamente independentes”.³²²

A política da Eletrobras S.A. apresenta o glossário ao fim do documento, na seção de nº 6, sob a denominação de “conceitos”. A política também replica os conceitos de “partes relacionadas” e “transações com partes relacionadas” que são oferecidos pelo Pronunciamento CPC 05 (R1). A política da Eletrobras, contudo, inova em diversos aspectos em seu glossário. O documento não oferece definição explícita para equidade, competitividade, conformidade e transparência, que são os requisitos estabelecidos pelo art. 8º, VII, da Lei nº 13.303/2016. A definição oferecida para comutatividade contempla alguns dos elementos explorados na seção anterior, fixando-se como “a condição em que a relação é proveitosa para todas as partes contratantes (relação “ganha-ganha”), observados todos os fatores relevantes”, a exemplo da necessidade de “adequação da metodologia de avaliação adotada aos ativos envolvidos”.³²³ Além disso, a política oferece interessante definição para “conflito de interesses”, totalmente diversa daquela explorada no segundo capítulo deste trabalho, definindo-se como “a situação gerada pelo confronto entre interesses públicos e privados, que possa comprometer o interesse coletivo ou influenciar, de maneira imprópria, o desempenho da função pública”.³²⁴ Nesse caso, o conflito de interesses definido pela política parece se referir ao conflito entre interesse público e interesse privado, tal qual explorado no primeiro capítulo, e não ao conflito de interesses no âmbito do direito societário, explorado no segundo capítulo. A política, enfim, também

³²² A definição para “condições de mercado” adotada pela política da Petrobras é a seguinte: “Referem-se às transações comerciais caracterizadas por (i) ocorrerem dentro dos padrões geralmente adotados no mercado em negócios similares, quando for possível realizar tal comparação; (ii) realizadas com o objetivo de atender os melhores interesses da Companhia; e (iii) a operação ter sido concluída com a diligência que se esperaria de partes efetivamente independentes”. Em: BRASIL. Petróleo Brasileiro S.A. (Petrobras S.A.). Política de Transações com Partes Relacionadas da Petrobras. In: **Código de Boas Práticas da Petrobras**, pp. 55-62. Atualização pelo Conselho de Administração: 25/11/2020, p. 59. Disponível em: <<https://petrobras.com.br/pt/quem-somos/perfil/compliance-etica-e-transparencia/>>.

³²³ A definição completa para comutatividade é a seguinte: “Comutatividade – condição em que a relação é proveitosa para todas as partes contratantes (relação “ganha-ganha”), observados todos os fatores relevantes, tais como relação de troca, adequação da metodologia de avaliação adotada aos ativos envolvidos, razoabilidade das projeções e verificação de alternativas disponíveis no mercado”. Em: BRASIL. Centrais Elétricas Brasileiras S.A. (Eletrobras S.A.). **Política de transações com partes relacionadas das Empresas Eletrobras**. Edição 3.0. Aprovação pelo Conselho de Administração: 23/12/2020, p. 13. Disponível em: <<https://eletrobras.com/pt/Paginas/Estatuto-Políticas-e-Manuais.aspx>>.

³²⁴ BRASIL. Centrais Elétricas Brasileiras S.A. (Eletrobras S.A.). **Política de transações com partes relacionadas das Empresas Eletrobras**. Edição 3.0. Aprovação pelo Conselho de Administração: 23/12/2020, p. 13. Disponível em: <<https://eletrobras.com/pt/Paginas/Estatuto-Políticas-e-Manuais.aspx>>.

apresenta outras definições próprias do documento, como “operação em condições estritamente comutativas”³²⁵ e “pagamento compensatório adequado”.³²⁶

A política da Telebras S.A. oferece seu glossário no início do documento, em sua seção nº 4, sob a denominação “definições”. Embora adote os mesmos conceitos, a política da Telebras não replica com precisão as definições do Pronunciamento CPC 05 (R1). O documento oferece a mesma definição de “transação entre partes relacionadas” do Pronunciamento CPC 05 (R1), mas não apresenta a mesma definição de “parte relacionada”. A política da Telebras define como “partes relacionadas as pessoas físicas ou jurídicas com as quais a Telebras tenha possibilidade de contratar em condições que não sejam as de independência que caracterizam as transações com terceiros alheios à Telebras”.³²⁷ A política da Telebras também apresenta definição para “condições de mercado” e para “conflitos de interesse”. A definição para “condições de mercado” engloba diversos dos elementos explorados na seção anterior, sem diferenciá-los com precisão,³²⁸ enquanto que a definição de “conflitos de interesses” contempla os elementos indicados no segundo capítulo.³²⁹ A política da Telebras também não oferece definição para os requisitos de comutatividade, competitividade, conformidade, transparência e equidade.

³²⁵ “Operação em condições estritamente comutativas – ação com equilíbrio ou equivalência nas contraprestações dos negócios, isto é, quando uma parte se compromete a dar ou fazer alguma coisa que é considerada como equivalente ao que se dá a ela ou do que por ela se faz”. Em: BRASIL. Centrais Elétricas Brasileiras S.A. (Eletrobras S.A.). **Política de transações com partes relacionadas das Empresas Eletrobras**. Edição 3.0. Aprovação pelo Conselho de Administração: 23/12/2020, p. 14. Disponível em: <<https://eletrobras.com/pt/Paginas/Estatuto-Politicas-e-Manuais.aspx>>.

³²⁶ “Pagamento compensatório adequado – efetiva garantia ao interesse patrimonial lesado por negócio em que a transação com parte relacionadas não apresente prestações comutativas”. Em: BRASIL. Centrais Elétricas Brasileiras S.A. (Eletrobras S.A.). **Política de transações com partes relacionadas das Empresas Eletrobras**. Edição 3.0. Aprovação pelo Conselho de Administração: 23/12/2020, p. 14. Disponível em: <<https://eletrobras.com/pt/Paginas/Estatuto-Politicas-e-Manuais.aspx>>.

³²⁷ BRASIL. Telecomunicações Brasileiras S.A. (Telebras S.A.). **Política de transações com partes relacionadas**. Início de Vigência: 17/04/2019, p. 2. Disponível em: <<https://www.telebras.com.br/instrumentos-de-governanca/codigo-de-boas-praticas-da-telebras/>>.

³²⁸ A definição completa oferecida para “condições de mercado” é a seguinte: “Condições de mercado: aquelas para as quais foram respeitados o tratamento equitativo, a transparência, a boa fé e a ética dos participantes na transação, de forma a possibilitar que estes possam apresentar suas propostas de negócio dentro das mesmas regras, práticas de mercado, condições e premissas, com deveres e obrigações usualmente acordados com os demais clientes, fornecedores e prestadores de serviços da Telebras, que não sejam Partes Relacionadas”. Em: BRASIL. Telecomunicações Brasileiras S.A. (Telebras S.A.). **Política de transações com partes relacionadas**. Início de Vigência: 17/04/2019, p. 3. Disponível em: <<https://www.telebras.com.br/instrumentos-de-governanca/codigo-de-boas-praticas-da-telebras/>>.

³²⁹ A definição completa para conflito de interesses é a seguinte: “Conflitos de interesse: Ocorre nas situações em que se verificam interesses secundários de uma pessoa que esteja envolvida em uma decisão de interesse da empresa à qual ela tem o dever de lealdade – seu interesse primário. Esses interesses podem estar relacionados tanto a ganhos financeiros quanto à obtenção de vantagens de outras naturezas, sejam elas em benefício próprio ou de pessoas de seu relacionamento”. Em: BRASIL. Telecomunicações Brasileiras S.A. (Telebras S.A.). **Política de transações com partes relacionadas**. Início de Vigência: 17/04/2019, p. 3. Disponível em: <<https://www.telebras.com.br/instrumentos-de-governanca/codigo-de-boas-praticas-da-telebras/>>.

A política do Banco do Brasil consiste, provavelmente, no documento que menos desenvolve o glossário. As definições para a política são apresentadas no início do documento, na seção nº 4, sob a denominação “introdução”. As únicas definições apresentadas pela política nesse item são para os conceitos de “partes relacionadas”, “transações com partes relacionadas” e “conflito de interesse”. A definição para “partes relacionadas” não corresponde diretamente à definição do Pronunciamento CPC 05 (R1), enquanto que a definição de “transações com partes relacionadas” corresponde. A definição para “conflito de interesses” não corresponde aos elementos explorados no segundo capítulo deste trabalho.³³⁰ A política também não define os requisitos do art. 8º, VII, da Lei nº 13.303/2016.

A política do Banco do Nordeste apresenta a política no início do documento, sob a seção denominada “definições”. A seção definiu apenas os conceitos de “partes relacionadas”, “transação com parte relacionada” e “conflito de interesse”. A definição de “conflito de interesse” não corresponde aos elementos explorados no segundo capítulo.³³¹ A política não oferece qualquer definição para os requisitos de equidade, conformidade, competitividade, comutatividade e transparência.

A política do Banco da Amazônia apresenta o glossário no início do documento, em sua seção de nº 4, sob a denominação “definições”. A política apresenta definições para “parte relacionada”, “pessoa relacionada”, “entidade relacionada”, “pessoa chave da administração”, “Estado”, “entidade relacionada com o Estado”, “transações com partes relacionadas” e “conflito de interesse”. Não há no documento definição para os requisitos do art. 8º, VII, da Lei nº 13.303/2016.

Enfim, nota-se que não há uma uniformidade entre as políticas quanto à adoção estrita das definições oferecidas pelo Pronunciamento CPC 05 (R1), tampouco quanto às definições oferecidas para conceitos como “condições de mercado”, “conflito de interesse” e os requisitos exigidos pelo art. 8º, VII, da Lei nº 13.303/2016. A maioria das políticas, inclusive, sequer oferece qualquer menção a esses requisitos.

³³⁰ A definição completa para conflito de interesses é a seguinte: “Conflito de Interesse: O conflito de interesses surge quando uma pessoa se encontra envolvida em processo decisório em que ela tenha o poder de influenciar o resultado final, assegurando um ganho para si, algum familiar, ou terceiro com o qual esteja envolvido, ou ainda que possa interferir na sua capacidade de julgamento isento. Ou seja, há conflito de interesses quando alguém não é independente em relação à matéria em discussão e pode influenciar ou tomar decisões motivadas por interesses distintos daqueles da organização”. Em: BRASIL. Banco do Brasil S.A. (BB S.A.). **Política específica de transações com partes relacionadas**. Aprovação pelo Conselho de Administração: 12/05/2021, p. 3. Disponível em: <<https://ri.bb.com.br/governanca-e-sustentabilidade/estatuto-politicas-e-codigo-de-etica/>>.

³³¹ A definição completa é a seguinte: “Conflito de interesse: surge quando uma pessoa se encontra envolvida em processo decisório em que ela tenha poder de influenciar o resultado final, assegurando uma vantagem indevida para si, algum familiar ou terceiros, ou ainda que possa interferir na sua capacidade de julgamento”. Em: BRASIL. Banco do Nordeste do Brasil S.A. (BNB S.A.). **Política de transações com partes relacionadas**. Aprovação pelo Conselho de Administração: 28/10/2020, p. 2. Disponível em: <<https://www.bnb.gov.br/politicas>>.

4.3.2 Limitações materiais atreladas ao teste de justeza da transação

Esta subseção pretende identificar nas políticas corporativas os mecanismos jurídicos que oferecem limitações materiais às transações entre partes relacionadas, sobretudo pela perspectiva do teste de justeza e de seus elementos correlatos (equidade, adequação às condições de mercado e comutatividade). O teste da justeza e seus instrumentos correlatos aparecem de distintas formas nas políticas corporativas. Nesse ponto, a maioria das políticas não organiza e discrimina com precisão os instrumentos adotados. A totalidade das políticas, contudo, opta por limitar essas transações do ponto de vista material, o que não ocorre em relação a instrumentos como a exigência da aprovação da transação pela maioria dos acionistas minoritários.

A política da Petrobras S.A. dedica apenas um item para tratar de modo específico das limitações materiais oferecidas às transações entre partes relacionadas. Os dois elementos que se destacam nesse item são a necessidade de que as transações entre partes relacionadas devam observar “os mesmos procedimentos que norteiam as transações realizadas com terceiros que não são partes relacionadas” e devam ser celebradas “em observância às condições de mercado, em bases comutativas ou com o pagamento compensatório adequado, de acordo com a legislação vigente”.³³² Evidentemente, essas orientações devem ser interpretadas à luz das definições contidas no glossário da política.

A política da Eletrobras S.A. explora essas limitações materiais em dois momentos. Na seção nº 3, sob a denominação de “princípios”, a política estabelece diversas orientações para a celebração de transações entre partes relacionadas, dentre as quais a “garantia do caráter estritamente comutativo das condições pactuadas ou do pagamento compensatório adequado”.³³³ Na seção nº 4.1, a política estabelece “diretrizes gerais” para a celebração de

³³² Essas limitações são apresentadas no item 4.2 da política, que é redigido da seguinte maneira: “Aplicam-se às transações com Partes Relacionadas os mesmos procedimentos que norteiam as transações realizadas com terceiros que não são Partes Relacionadas, devendo ser observados os seguintes critérios: (i) ser celebrada em observância às condições de mercado, em bases comutativas ou com o pagamento compensatório adequado, de acordo com a legislação vigente; e (ii) ser formalizada por escrito, especificando-se as suas principais características e condições, incluindo valores, prazos, garantias, direitos e obrigações envolvidas. As aprovações de transações com Partes Relacionadas seguem as mesmas alçadas aplicadas às transações com terceiros, variando em função do valor e da natureza da operação”. Em: BRASIL. Petróleo Brasileiro S.A. (Petrobras S.A.). Política de Transações com Partes Relacionadas da Petrobras. In: **Código de Boas Práticas da Petrobras**, pp. 55-62. Atualização pelo Conselho de Administração: 25/11/2020, p. 56. Disponível em: <<https://petrobras.com.br/pt/quem-somos/perfil/compliance-etica-e-transparencia/>>.

³³³ BRASIL. Centrais Elétricas Brasileiras S.A. (Eletrobras S.A.). **Política de transações com partes relacionadas das Empresas Eletrobras**. Edição 3.0. Aprovação pelo Conselho de Administração: 23/12/2020, p. 5. Disponível em: <<https://eletrobras.com/pt/Paginas/Estatuto-Politicas-e-Manuais.aspx>>.

transações entre partes relacionadas, que contemplam todos os elementos correlatos do teste de justeza, que são a equidade, a comutatividade e a adequação às condições de mercado. Aliás, no item 4.1.11, o documento menciona de modo explícito os termos “*fairness test*” e “*arms-length bargain comparison*”. Nesse item, a política esclarece, inclusive, que esses testes devem ser realizados para avaliar a comutatividade da transação.³³⁴ Novamente, as limitações oferecidas por essas diretrizes devem ser interpretadas à luz das definições apresentadas pela própria política em seu glossário.

A política da Telebras estabelece limitações materiais também em dois momentos. De um lado, na seção nº 6 da política, sob a denominação de “diretrizes”, o documento orienta que “todos os fatores relevantes devem ser avaliados”, a exemplo de “adequação da metodologia de avaliação dos ativos envolvidos, razoabilidade das projeções e verificação de alternativas disponíveis. A política também orienta que os “contratos devem estar alinhados aos interesses dos acionistas e não poderão, sob nenhuma hipótese, ser baseados em faturamento/receita”.³³⁵ Na seção nº 9.1, sob a denominação “celebração de transações com partes relacionadas”, a política exige que as transações observem critérios como a adequação às condições de mercado.³³⁶

A política do Banco do Brasil não oferece nenhuma seção para tratar de modo explícito das limitações materiais estabelecidas para as transações entre partes relacionadas. Em sua seção nº 5, sob a denominação de “enunciados”, a política do Banco do Brasil estabelece diversas máximas (redigidas, inclusive, na primeira pessoa do plural) que devem dirigir a conduta da companhia na celebração de transações entre partes relacionadas. Nesse sentido, a única referência a elementos correlatos ao teste de justeza é realizada no item 5.12, que impede

³³⁴ O item 4.1.11 é redigido da seguinte maneira: “Ao analisar uma transação com partes relacionadas, os analistas das empresas Eletrobras devem solicitar que as áreas técnicas envolvidas na estruturação da matéria a instruem com elementos necessários para identificar se a mesma detém comutatividade. O teste pode ser realizado de duas formas: a) comparando o negócio com outros similares já realizados no mercado (“*Fairness Test*”); ou b) comparando com outro, hipotético, caso fosse concluído com terceiro independente, isto é, verificando se a operação seria realizada nos mesmos termos com um terceiro que não seja parte relacionada (“*Arms-length Bargain Comparison*”). Em: BRASIL. Centrais Elétricas Brasileiras S.A. (Eletrobras S.A.). **Política de transações com partes relacionadas das Empresas Eletrobras**. Edição 3.0. Aprovação pelo Conselho de Administração: 23/12/2020, p. 6. Disponível em: <<https://eletrobras.com/pt/Paginas/Estatuto-Politicass-e-Manuais.aspx>>.

³³⁵ BRASIL. Telecomunicações Brasileiras S.A. (Telebras S.A.). **Política de transações com partes relacionadas**. Início de Vigência: 17/04/2019, p. 4. Disponível em: <<https://www.telebras.com.br/instrumentos-de-governanca/codigo-de-boas-praticas-da-telebras/>>.

³³⁶ BRASIL. Telecomunicações Brasileiras S.A. (Telebras S.A.). **Política de transações com partes relacionadas**. Início de Vigência: 17/04/2019, p. 6. Disponível em: <<https://www.telebras.com.br/instrumentos-de-governanca/codigo-de-boas-praticas-da-telebras/>>.

“a realização de Transações com Partes Relacionadas em condições diversas às de mercado ou que possam prejudicar nossos [s.i.c.] interesses”.³³⁷

A política do Banco do Nordeste também não se dedica com atenção a oferecer limitações materiais às transações entre partes relacionadas. Em seção denominada “formalização de transações com partes relacionadas”, o documento exige dessas operações que observem “os mesmos princípios que norteiam as transações com entidades independentes”³³⁸ e que sejam formalizadas “em documentos que especifiquem suas principais características (indicativos de comutatividade, preços, prazos, taxas, direitos, responsabilidades etc)”.³³⁹ A política, contudo, não contém especificações quanto a elementos como, por exemplo, comutatividade, condições de mercado e equidade.

No âmbito das limitações materiais, a política do Banco da Amazônia possui formatação quase idêntica à política do Banco do Nordeste, sem, também, apresentar com precisão instrumentos de limitação material para as transações entre partes relacionadas. Em sua seção nº 5, sob a denominação “formalizações de transações com partes relacionadas”, o documento também exige que as transações observem “os mesmos princípios que norteiam as transações com entidades independentes, incluindo, normas, formalizações, fluxos e processos decisórios” e que sejam formalizadas “em documentos que especifiquem suas principais características (indicativos de comutatividade, preços, prazos, taxas, direitos, responsabilidades etc.)”.³⁴⁰

Enfim, as políticas que adotam com maior profundidade e precisão os instrumentos atrelados ao teste de justeza são as políticas da Petrobras e da Eletrobras, que, em seu glossário, também fornecem definições mais precisas para auxiliar a interpretação dos instrumentos de limitação material. A política da Telebras também adota diversos elementos atrelados ao teste de justeza, mas sem a profundidade oferecida pelas políticas da Petrobras e Eletrobras. Por sua vez, as políticas das instituições financeiras realizam apenas breves menções a instrumentos atrelados ao teste de justeza, sem adotá-los de modo organizado e estruturado. Por fim, ressalta-

³³⁷ BRASIL. Banco do Brasil S.A. (BB S.A.). **Política específica de transações com partes relacionadas**. Aprovação pelo Conselho de Administração: 12/05/2021, p. 4. Disponível em: <<https://ri.bb.com.br/governanca-e-sustentabilidade/estatuto-politicas-e-codigo-de-etica/>>.

³³⁸ BRASIL. Banco do Nordeste do Brasil S.A. (BNB S.A.). **Política de transações com partes relacionadas**. Aprovação pelo Conselho de Administração: 28/10/2020, p. 2. Disponível em: <<https://www.bnb.gov.br/politicas>>.

³³⁹ BRASIL. Banco do Nordeste do Brasil S.A. (BNB S.A.). **Política de transações com partes relacionadas**. Aprovação pelo Conselho de Administração: 28/10/2020, p. 3. Disponível em: <<https://www.bnb.gov.br/politicas>>.

³⁴⁰ BRASIL. Banco da Amazônia S.A. (BASA S.A.). **Política de transações com partes relacionadas**. Aprovação pelo Conselho de Administração: 20/04/2018, p. 4. Disponível em: <<https://www.bancoamazonia.com.br/index.php/governanca-corporativa/politicas-ri>>.

se que esses instrumentos jurídicos devem ser localizados e posicionados no interior dos diversos procedimentos corporativos que as políticas estabelecem para as transações entre partes relacionadas, assim como devem ser interpretados à luz dos deveres que as políticas atribuem aos executivos, colaboradores e agentes corporativos em geral.

4.3.3 Participação de acionistas minoritários em decisões sobre transações entre partes relacionadas

Esta subseção pretende identificar se as políticas adotam a regra da maioria da minoria como instrumento jurídico para o controle das transações entre partes relacionadas. Conforme ressaltado na seção anterior, a legislação societária brasileira não oferece essa prerrogativa deliberativa aos acionistas minoritários, o que não impede, contudo, que os próprios estatutos das companhias ou suas políticas corporativas prevejam a regra da maioria da minoria como ferramenta jurídica para o controle de transações entre partes relacionadas.

Ocorre que, dentre os documentos analisados, apenas a política da Petrobras adota de modo explícito um mecanismo semelhante à regra da maioria da minoria. A seção 4.3 da política da Petrobras, sob a denominação de “análise prévia de transações com partes relacionadas”, exige que, “no caso específico de Transações com Partes Relacionadas envolvendo a União”, as operações sejam “analisadas pelo Comitê de Auditoria Estatutário e pelo Comitê de Minoritários”.³⁴¹ A política também menciona de modo explícito o art. 3º, §§3º e 4º, do Estatuto Social da Petrobras, que regula a participação dos acionistas minoritários em decisões acerca da utilização da companhia pela União para a perseguição da finalidade pública da empresa. Esse aspecto da política será analisado com maior profundidade na subseção 4.3.9, que tratará dos mecanismos específicos orientados às transações entre partes relacionadas com a União.

³⁴¹ A redação integral dessa seção da política da Petrobras é a seguinte: “No caso específico de Transações com Partes Relacionadas envolvendo a União, suas autarquias, fundações e empresas estatais federais, estas últimas quando classificadas como fora do curso normal dos negócios da Companhia pelo Comitê de Auditoria Estatutário, que estejam na alçada de aprovação do Conselho de Administração da Petrobras, deverá ser observado o seguinte trâmite especial: serão analisadas pelo Comitê de Auditoria Estatutário e pelo Comitê de Minoritários, previamente à submissão ao Conselho de Administração; e deverão ser aprovadas pelo voto de 2/3 (dois terços) dos Conselheiros presentes. No caso de Transação com Parte Relacionada que se enquadre nas hipóteses previstas no Artigo 3º, §4º e §5º do Estatuto Social da companhia, deverá ser observado o critério descrito no item 4.3 (a) desta Política”. Em: BRASIL. Petróleo Brasileiro S.A. (Petrobras S.A.). Política de Transações com Partes Relacionadas da Petrobras. In: **Código de Boas Práticas da Petrobras**, pp. 55-62. Atualização pelo Conselho de Administração: 25/11/2020, p. 57. Disponível em: <<https://petrobras.com.br/pt/quem-somos/perfil/compliance-etica-e-transparencia/>>.

Nas demais políticas, os acionistas minoritários sequer são mencionados de modo explícito. Todavia, nota-se que as políticas, em geral, adotam ferramentas correlatas à regra da maioria da minoria, que foram exploradas em abstrato na seção anterior, a exemplo da divulgação de informações a respeito das operações, da criação de procedimentos corporativos próprios para as transações entre partes relacionadas e da atribuição de funções ao Comitê de Auditoria Estatutário e ao próprio Conselho de Administração. Essas ferramentas correlatas adotadas pelas políticas serão exploradas nas subseções seguintes. No entanto, à exceção da política de Petrobras, nenhum dos documentos das demais companhias oferece prerrogativas explícitas aos acionistas minoritários em relação a decisões sobre transações entre partes relacionadas. Aliás, a própria política da Petrobras adota a regra da maioria da minoria apenas de forma parcial, pois as prerrogativas são oferecidas ao Comitê de Acionistas Minoritários, que é um órgão parcelar da corporação, e não aos próprios acionistas minoritários em assembleia geral, que é instância deliberativa absoluta da corporação. Enfim, conclui-se que nenhuma das políticas acolhe a regra da maioria da minoria em seu sentido estrito como mecanismo jurídico para o controle das transações entre partes relacionadas.

4.3.4 Proibições para determinadas modalidades de transação

Esta subseção pretende identificar as proibições ou vedações que são apresentadas pelas políticas a determinadas modalidades de transações entre partes relacionadas. Conforme explorado na seção anterior, o estabelecimento de vedações parciais constitui uma ferramenta complementar ao teste de justeza, de maneira a também oferecer limitações materiais às transações entre partes relacionadas. A totalidade das políticas analisadas estabelece vedações parciais a determinadas modalidades de transações entre partes relacionadas, embora alguns dos documentos fixem essas vedações com maior precisão.

A política da Petrobras fixa suas proibições parciais na seção 4.2.2 do documento, sob a denominação “transações vedadas”. Inicialmente, o documento estabelece uma proibição genérica para “transações que conflitem com os princípios destacados no item 3 desta Política”. Em seguida, a política fixa proibições específicas em relação a operações com determinadas partes relacionadas³⁴² e operações que configurem empréstimos para o acionista controlador ou

³⁴² Essa vedação é redigida da seguinte maneira: “Além das transações que conflitem com os princípios destacados no item 3 desta Política, também são vedadas as seguintes transações com partes relacionadas: a) aquelas com sociedades cujo Administrador ou sócio detentor de mais de 5% (cinco por cento) do capital social (i) seja Administrador ou empregado da Petrobras ou, ainda, (ii) tenha terminado seu prazo de gestão ou rompido seu vínculo com a Petrobras há menos de 6 (seis) meses”. Em: BRASIL. Petróleo Brasileiro S.A. (Petrobras S.A.).

para administradores.³⁴³ A política também proíbe, de forma genérica, “quaisquer operações, incluindo reestruturações societárias, que não assegurem tratamento equitativo a todos os acionistas da Companhia”.³⁴⁴

A política da Eletrobras estabelece apenas vedações genéricas às transações entre partes relacionadas. Em sua seção nº 4.4, denominada “transações vedadas”, o documento proíbe operações que sejam “realizadas em condições que não sejam as de mercado, ou ainda que de alguma forma possam prejudicar os interesses da empresa” ou que sejam “realizadas em prejuízo da empresa, favorecendo sociedade coligada, controlada ou controladora”. O documento também veda a hipótese de assunção de oportunidades de negócio que “decorram da utilização de informações confidenciais obtidas em razão do exercício do cargo ou função”.³⁴⁵ De todo modo, a política da Eletrobras não fixa proibições para modalidades específicas de transações, tal qual ocorre com os empréstimos na política de Petrobras.

A política da Telebras, em sua seção nº 7, sob a denominação de “práticas vedadas”, fixa proibições genéricas idênticas àquelas estabelecidas na política da Eletrobras. A redação das vedações é distribuída também em três itens, com a única diferença de incluir o nome da empresa, Telebras, para fazer referência à companhia.³⁴⁶ A política da Telebras também estabelece proibições para modalidades específicas de transações.

Política de Transações com Partes Relacionadas da Petrobras. In: **Código de Boas Práticas da Petrobras**, pp. 55-62. Atualização pelo Conselho de Administração: 25/11/2020, p. 56. Disponível em: <<https://petrobras.com.br/pt/quem-somos/perfil/compliance-etica-e-transparencia/>>.

³⁴³ BRASIL. Petróleo Brasileiro S.A. (Petrobras S.A.). Política de Transações com Partes Relacionadas da Petrobras. In: **Código de Boas Práticas da Petrobras**, pp. 55-62. Atualização pelo Conselho de Administração: 25/11/2020, p. 56. Disponível em: <<https://petrobras.com.br/pt/quem-somos/perfil/compliance-etica-e-transparencia/>>.

³⁴⁴ BRASIL. Petróleo Brasileiro S.A. (Petrobras S.A.). Política de Transações com Partes Relacionadas da Petrobras. In: **Código de Boas Práticas da Petrobras**, pp. 55-62. Atualização pelo Conselho de Administração: 25/11/2020, p. 57. Disponível em: <<https://petrobras.com.br/pt/quem-somos/perfil/compliance-etica-e-transparencia/>>.

³⁴⁵ A integralidade das vedações genéricas estabelecidas pela política da Eletrobras possui a seguinte redação: “São vedadas as seguintes transações com partes relacionadas: a) realizadas em condições que não sejam as de mercado, ou ainda, que de alguma forma possam prejudicar os interesses da empresa; b) que envolvam a participação de colaboradores e administradores cujos negócios de natureza particular ou pessoal interfiram ou conflitem com os interesses da empresa ou decorram da utilização de informações confidenciais obtidas em razão do exercício do cargo ou função que ocupem na empresa; c) realizadas em prejuízo da empresa, favorecendo sociedade coligada, controlada ou controladora, devendo as transações entre tais partes observarem condições estritamente comutativas”. Em: BRASIL. Centrais Elétricas Brasileiras S.A. (Eletrobras S.A.). **Política de transações com partes relacionadas das Empresas Eletrobras**. Edição 3.0. Aprovação pelo Conselho de Administração: 23/12/2020, p. 9. Disponível em: <<https://eletrobras.com/pt/Paginas/Estatuto-Politicas-e-Manuais.aspx>>.

³⁴⁶ A seção é redigida da seguinte maneira: “São vedadas as seguintes transações com partes relacionadas: (a) realizadas em condições que não sejam as de mercado, ou ainda, que de alguma forma possam prejudicar os interesses da Telebras; (b) que envolvam a participação de colaboradores e Administradores cujos negócios de natureza particular ou pessoal interfiram ou conflitem com os interesses da Telebras ou decorram da utilização de informações confidenciais obtidas em razão do exercício do cargo ou função que ocupem na Companhia; (c) realizadas em prejuízo da Telebras, favorecendo sociedade coligada, controlada ou controladora, devendo as transações entre tais partes observarem condições estritamente comutativas”. Em: BRASIL. Telecomunicações Brasileiras S.A. (Telebras S.A.). **Política de transações com partes relacionadas**. Início de Vigência:

A política do Banco do Brasil constitui o único documento que não possui uma seção própria para tratar de proibições parciais. Entretanto, em sua seção nº 5, sob a denominação “enunciados”, o documento estabelece três vedações genéricas para as transações entre partes relacionadas, que são a vedação a operações que “resultem da utilização de informações confidenciais obtidas do exercício do cargo ou da função”³⁴⁷, operações “em condições diversas às de mercado”³⁴⁸ e operações que representem “qualquer forma de remunerações a assessores, consultores ou intermediário que possa gerar conflito de interesses com o Banco”.³⁴⁹

A política do Banco do Nordeste estabelece tanto proibições genéricas quanto proibições específicas para as transações entre partes relacionadas. Em seu item nº 15, sob a denominação “transações vedadas”, o documento estabelece proibições para a “compra ou venda de bens de qualquer natureza” para determinadas partes relacionadas e também a “participação do capital de outras sociedades”. A política também proíbe as concessões de empréstimos, à exceção das transações que “forem realizadas em condições compatíveis com as de mercado”.³⁵⁰ Ou seja, a política não estabelece uma proibição restrita para os empréstimos, pois permite que eles sejam realizados segundo condições de mercado.

17/04/2019, p. 5. Disponível em: <<https://www.telebras.com.br/instrumentos-de-governanca/codigo-de-boas-praticas-da-telebras/>>.

³⁴⁷ Essa vedação é apresentada no item 5.8: “Vedamos a participação de administradores e de empregados em negócios de natureza particular ou pessoal que interfiram ou conflitem com nossos interesses ou que resultem da utilização de informações confidenciais obtidas do exercício do cargo ou da função que ocupem.”. Em: BRASIL. Banco do Brasil S.A. (BB S.A.). **Política específica de transações com partes relacionadas**. Aprovação pelo Conselho de Administração: 12/05/2021, p. 3. Disponível em: <<https://ri.bb.com.br/governanca-e-sustentabilidade/estatuto-politicas-e-codigo-de-etica/>>.

³⁴⁸ Essa vedação é apresentada no item 5.12: “Vedamos a realização de Transações com Partes Relacionadas em condições diversas às de mercado ou que possam prejudicar nossos interesses”. Em: BRASIL. Banco do Brasil S.A. (BB S.A.). **Política específica de transações com partes relacionadas**. Aprovação pelo Conselho de Administração: 12/05/2021, p. 5. Disponível em: <<https://ri.bb.com.br/governanca-e-sustentabilidade/estatuto-politicas-e-codigo-de-etica/>>.

³⁴⁹ Essa vedação é realizada no item 5.14: “Vedamos qualquer forma de remuneração a assessores, consultores ou intermediários que possa gerar conflito de interesses com o Banco e com nossos administradores e acionista controlador”. Em: BRASIL. Banco do Brasil S.A. (BB S.A.). **Política específica de transações com partes relacionadas**. Aprovação pelo Conselho de Administração: 12/05/2021, p. 4. Disponível em: <<https://ri.bb.com.br/governanca-e-sustentabilidade/estatuto-politicas-e-codigo-de-etica/>>.

³⁵⁰ As vedações da política do Banco do Nordeste são redigidas da seguinte maneira: “São vedadas, as seguintes transações com partes relacionadas: a) realizadas em condições adversas às condições negociais que asseguram a sustentabilidade e viabilidade econômico-financeira do negócio; b) celebradas por meio de contrato de prestação de serviços em condições não habituais, envolvendo remuneração não justificável ou desproporcional; c) que envolvam concessão de empréstimos ou adiantamentos, exceto quando as operações forem realizadas em condições compatíveis com as de mercado; d) compra ou venda de bens de qualquer natureza: d.1) a administradores ou diretores e membros do conselho fiscal, do comitê de auditoria e de outros órgãos consultivos e administrativos previstos no estatuto social do Banco, bem como os respectivos cônjuges ou companheiros; e d.2) a parentes em linha reta, em linha colateral ou por afinidade, até o segundo grau, das pessoas a que se refere a alínea “d.1” anterior; e e) participação do capital de outras sociedades, salvo se, observadas as disposições legais, em percentuais iguais ou inferiores: e.1) a 15% (quinze por cento) do patrimônio líquido do próprio Banco, para tanto considerada a soma dos investimentos da espécie; e e.2) a 10% (dez por cento) do capital da sociedade participada”. Em: BRASIL. Banco do Nordeste do Brasil S.A. (BNB S.A.). **Política de transações com partes**

Por fim, a política do Banco da Amazônia é semelhante à política do Banco do Nordeste, sobretudo porque também estabelece tanto proibições genéricas quanto proibições específicas. A política do Banco da Amazônia, contudo, estabelece proibições específicas apenas para “comprar e vender bens de qualquer natureza” em relação a algumas partes relacionadas.³⁵¹

Enfim, as vedações localizadas nas políticas podem ser discriminadas em proibições genéricas e proibições específicas. As proibições genéricas, em verdade, refletem o conteúdo das próprias regras atreladas ao teste de justeza, que oferecem limitações materiais para as transações entre partes relacionadas. Essas proibições genéricas, assim, não consistem em efetivas vedações, pois não impossibilitam a conclusão da transação. As proibições específicas, por sua vez, extrapolam a mera indicação a elementos de materialidade da transação e incidem sobre critérios que impossibilitam, de imediato, a conclusão da operação. Um empréstimo a administrador não será vedado porque não obedece a condições de mercado, mas porque, enquanto empréstimo para uma determinada parte relacionada, é proibido pela própria política corporativa, tal qual se observa, por exemplo, no caso da política da Petrobras.

4.3.5 Procedimentos corporativos, controle prévio das transações e o papel atribuído ao Comitê de Auditoria Estatutário (CAE)

Esta subseção pretende identificar os procedimentos próprios que as políticas corporativas estabelecem para as transações entre partes relacionadas, com especial atenção às funções atribuídas ao Comitê de Auditoria Estatutário, que, em decorrência da competência legal prevista pelo art. 24, §1º, VI, da Lei nº 13.303/2016, é responsável por avaliar e monitorar “a adequação das transações com partes relacionadas”. Dentre os principais procedimentos corporativos, as políticas submetem as transações entre partes relacionadas a controle prévio, ou seja, as políticas corporativas subordinam as transações à validação por um órgão corporativo anteriormente à conclusão da operação, que é o próprio Comitê de Auditoria Estatutário. Essa ferramenta jurídica auxilia a evitar que transações sejam concluídas sem que obedeçam aos parâmetros materiais estabelecidos pelo teste de justeza e mecanismos correlatos.

relacionadas. Aprovação pelo Conselho de Administração: 28/10/2020, p. 4. Disponível em: <<https://www.bnb.gov.br/politicas>>.

³⁵¹ BRASIL. Banco da Amazônia S.A. (BASA S.A.). **Política de transações com partes relacionadas.** Aprovação pelo Conselho de Administração: 20/04/2018, p. 4. Disponível em: <<https://www.bancoamazonia.com.br/index.php/governanca-corporativa/politicas-ri>>.

Em geral, as companhias, para todas as operações da empresa, estabelecem determinados fluxos processuais que, por vezes, demandam a aprovação de determinadas condutas por órgãos com alçada específica para determinado objeto ou determinado valor de operação. Contudo, algumas políticas corporativas dedicam uma seção própria do documento para submeter as transações entre partes relacionadas a um explícito controle prévio, para além dos parâmetros de alçada que são estabelecidos em outros documentos da companhia. Essas políticas corporativas, inclusive, em complemento à seção que estabelece a obrigatoriedade do controle prévio, também oferecem exceções ao controle prévio.

No contexto dos procedimentos corporativos, as políticas da Petrobras e da Eletrobras criam um mecanismo complementar para o controle das operações, que é o Cadastro de Partes Relacionadas. A política da Petrobras exige, por exemplo, que “as unidades da Companhia responsáveis pela operação” consultem “previamente, mas sem se limitar, o cadastro de partes relacionadas da Petrobras, sempre que forem celebrar qualquer transação”.³⁵² Essa exigência de consulta prévia ao cadastro de partes relacionadas também é prevista pela política da Eletrobras, no item 4.1.7 do documento.³⁵³ As demais políticas analisadas não exigem a criação de um cadastro de partes relacionadas da companhia.

No que concerne à submissão da transação a controle prévio, a política da Petrobras, em sua seção nº 4.3, sob a denominação “análise prévia de transações com partes relacionadas”, exige que o Comitê de Auditoria Estatutário promova uma “análise prévia” de determinadas transações, dentre as quais se situam algumas operações com a União, operações com determinadas sociedades “vinculadas à pessoal-chave da Administração” e quaisquer outras operações que, “apesar de não estarem enquadradas nas hipóteses acima, a Administração ou o Comitê de Auditoria Estatutário entenda que deva haver análise prévia”.³⁵⁴ Na seção 4.3.1, o documento isenta da submissão à análise prévia as “transações de natureza operacional e recorrente”, que são especificadas nos itens em sequência, a exemplo de “operações de

³⁵² BRASIL. Petróleo Brasileiro S.A. (Petrobras S.A.). Política de Transações com Partes Relacionadas da Petrobras. In: **Código de Boas Práticas da Petrobras**, pp. 55-62. Atualização pelo Conselho de Administração: 25/11/2020, p. 56. Disponível em: <<https://petrobras.com.br/pt/quem-somos/perfil/compliance-etica-e-transparencia/>>.

³⁵³ BRASIL. Centrais Elétricas Brasileiras S.A. (Eletrobras S.A.). **Política de transações com partes relacionadas das Empresas Eletrobras**. Edição 3.0. Aprovação pelo Conselho de Administração: 23/12/2020, p. 6. Disponível em: <<https://eletrobras.com/pt/Paginas/Estatuto-Politicas-e-Manuais.aspx>>.

³⁵⁴ BRASIL. Petróleo Brasileiro S.A. (Petrobras S.A.). Política de Transações com Partes Relacionadas da Petrobras. In: **Código de Boas Práticas da Petrobras**, pp. 55-62. Atualização pelo Conselho de Administração: 25/11/2020, p. 57. Disponível em: <<https://petrobras.com.br/pt/quem-somos/perfil/compliance-etica-e-transparencia/>>.

tesouraria e gestão de caixa” e “operações com União e/ou suas entidades que ocorram através de processo competitivo público”.³⁵⁵

A política da Eletrobras estabelece mecanismos de controle prévio em três itens do documento. Os itens se encontram na seção 4.3, sob a denominação “estruturação e aprovação”. Aliás, os diversos itens da seção nº 4.3 possuem múltiplas especificações procedimentais a serem seguidas pelos órgãos e agentes da companhia. O item 4.3.6 submete à necessidade de análise prévia do Comitê de Auditoria e Riscos Estatutário da Eletrobras as transações celebradas com “a União e suas entidades, sociedades controladas pela Eletrobras, direta ou indiretamente, entidades de previdência complementar e de assistência e saúde das empresas Eletrobras”, com “sociedades classificadas no Cadastro de Partes Relacionadas da Eletrobras como vinculadas a pessoal-chave da administração” e as “operações de liquidação antecipada (pré-pagamento) de dívidas envolvendo instituições financeiras federais”.³⁵⁶ Os itens 4.3.7 e 4.3.8 elencam as transações que estão isentas da submissão à análise prévia, que são aquelas “de natureza operacional e recorrente”, descrita no item 4.3.7, e as “transações sujeitas à regulação específica onde não há qualquer tipo de negociação entre as partes”, conforme estabelecido pelo item 4.3.8.³⁵⁷

A política da Telebras também submete determinadas transações entre partes relacionadas à análise prévia do Comitê de Auditoria Estatutário da companhia. Em seu item 9.2, sob a denominação “análise prévia de transações com partes relacionadas”, o documento exige, por exemplo, que o Comitê de Auditoria Estatutário aprecie operações celebradas com “a União e suas entidades ou com sociedades controlada pela Telebras, direta ou indiretamente” e com “sociedades classificadas como vinculadas à Pessoal-chave da Administração”. Em seu item 9.9, o documento também isenta da submissão à análise prévia as operações “de natureza operacional e recorrente”.³⁵⁸ A política da Telebras, também, em seu item 9.17, submete as

³⁵⁵ BRASIL. Petróleo Brasileiro S.A. (Petrobras S.A.). Política de Transações com Partes Relacionadas da Petrobras. In: **Código de Boas Práticas da Petrobras**, pp. 55-62. Atualização pelo Conselho de Administração: 25/11/2020, p. 58. Disponível em: <<https://petrobras.com.br/pt/quem-somos/perfil/compliance-etica-e-transparencia/>>.

³⁵⁶ BRASIL. Centrais Elétricas Brasileiras S.A. (Eletrobras S.A.). **Política de transações com partes relacionadas das Empresas Eletrobras**. Edição 3.0. Aprovação pelo Conselho de Administração: 23/12/2020, p. 8. Disponível em: <<https://eletrobras.com/pt/Paginas/Estatuto-Politicas-e-Manuais.aspx>>.

³⁵⁷ BRASIL. Centrais Elétricas Brasileiras S.A. (Eletrobras S.A.). **Política de transações com partes relacionadas das Empresas Eletrobras**. Edição 3.0. Aprovação pelo Conselho de Administração: 23/12/2020, p. 8. Disponível em: <<https://eletrobras.com/pt/Paginas/Estatuto-Politicas-e-Manuais.aspx>>.

³⁵⁸ BRASIL. Telecomunicações Brasileiras S.A. (Telebras S.A.). **Política de transações com partes relacionadas**. Início de Vigência: 17/04/2019, p. 6-7. Disponível em: <<https://www.telebras.com.br/instrumentos-de-governanca/codigo-de-boas-praticas-da-telebras/>>.

“transações com montante relevante” à apreciação prévia da Presidência da Telebras e à área de Relações com Investidores, “devendo emitir opinião acerca da operação a ser contratada”.³⁵⁹

As políticas do Banco do Nordeste e do Banco da Amazônia não estabelecem nenhuma regra que submeta as transações entre partes relacionadas à análise prévia por qualquer órgão corporativo. Esse mecanismo jurídico não foi adotado de modo explícito por nenhuma dessas instituições financeiras. Por sua vez, a única menção a controle prévio na política do Banco do Brasil reside, em seu item 5.11, na necessidade de submissão “à análise prévia do Comitê de Auditoria as Transações com Partes Relacionadas de alçada do Conselho de Administração”.³⁶⁰

Enfim, a submissão das transações entre partes relacionadas à análise prévia de um órgão corporativo, conforme verificado, constitui uma ferramenta que incide sobre operações específicas, sobretudo aquelas que possuem um valor expressivo ou que representam um risco maior à corporação, a exemplo das operações a serem concluídas com o acionista controlador ou com administradores. Esse mecanismo jurídico reforça as funções exercidas pelo Comitê de Auditoria Estatutário na avaliação e monitoramento das transações entre partes relacionadas celebradas pela companhia.

4.3.6 Divulgação obrigatória de informações sobre as transações

Esta subseção pretende identificar os mecanismos que se dedicam a oferecer transparência às transações entre partes relacionadas, a exemplo das regras que exigem a divulgação obrigatória de informações sobre as operações. Conforme já mencionado na seção anterior, a divulgação de informações referentes a transações entre partes relacionadas é exigida pela CVM no Anexo 30 – XXXIII de sua Instrução nº 480/2009. O próprio Pronunciamento CPC 05 (R1) também constitui um instrumento jurídico que visa a uniformizar a divulgação de informações contábeis referentes a transações entre partes relacionadas nas demonstrações financeiras das companhias. Desse modo, esta subseção pretende identificar os mecanismos próprios que as políticas corporativas definem para divulgação de informações sobre transações entre partes relacionadas, para além das obrigações exigidas pela CVM ou outros órgãos de regulação.

³⁵⁹ BRASIL. Telecomunicações Brasileiras S.A. (Telebras S.A.). **Política de transações com partes relacionadas**. Início de Vigência: 17/04/2019, p. 8. Disponível em: <<https://www.telebras.com.br/instrumentos-de-governanca/codigo-de-boas-praticas-da-telebras/>>.

³⁶⁰ BRASIL. Banco do Brasil S.A. (BB S.A.). **Política específica de transações com partes relacionadas**. Aprovação pelo Conselho de Administração: 12/05/2021, p. 4. Disponível em: <<https://ri.bb.com.br/governanca-e-sustentabilidade/estatuto-politicas-e-codigo-de-etica/>>.

A política da Petrobras possui apenas uma breve menção à necessidade de divulgação de informações. Em sua seção 4.4, sob a denominação de “divulgação das Transações com Partes Relacionadas”, o documento exige que sejam divulgadas as operações “em atendimento à Instrução CVM 480/2009”.³⁶¹

Em contrapartida, a política da Eletrobras possui extenso conjunto de diretrizes para a divulgação de informações a respeito de transações entre partes relacionadas. Em sua seção nº 4.5, sob a denominação “divulgação”, o documento diferencia as diretrizes em orientações quanto à “divulgação contábil” das operações (estabelecidas pela seção 4.5.1) e em orientações quanto à “divulgação de transações com partes relacionadas ao mercado de capitais” (estabelecidas pela seção 4.5.2).³⁶² Essas seções apresentam diversas regras para a divulgação de informações sobre as transações, em complementação às exigências apresentadas pela Instrumento CVM 480/2009 e pelo Pronunciamento CPC 05 (R1).

A política da Telebras, assim como a política da Petrobras, também é sucinta na definição das regras para divulgação de informações. A seção nº 9.21, sob a denominação “divulgação de transações com partes relacionadas”, exige que a companhia divulgue as transações “nas notas explicativas às Demonstrações Contábeis da Telebras” (o que é exigência do Pronunciamento CPC 05) e também exigem que sejam observados “os critérios de materialidade estabelecidos na Instrução CVM 480/09 (Anexo 30 – XXXIII).³⁶³

A política do Banco do Brasil possui duas breves menções à obrigação de divulgação de informações. Em seu item 5.4, a política informa que a companhia publica “tempestivamente e de forma clara e precisa as Transações com Partes Relacionadas cuja divulgação seja indicada pela legislação aplicável”.³⁶⁴ Em seu item 5.15, o documento informa que a companhia observa “os princípios de transparência e equidade nas reestruturações societárias envolvendo partes relacionadas”.³⁶⁵ A política do Banco do Nordeste, em seu item 13, elenca as obrigações

³⁶¹ BRASIL. Petróleo Brasileiro S.A. (Petrobras S.A.). Política de Transações com Partes Relacionadas da Petrobras. In: **Código de Boas Práticas da Petrobras**, pp. 55-62. Atualização pelo Conselho de Administração: 25/11/2020, p. 58. Disponível em: <<https://petrobras.com.br/pt/quem-somos/perfil/compliance-etica-e-transparencia/>>.

³⁶² BRASIL. Centrais Elétricas Brasileiras S.A. (Eletrobras S.A.). **Política de transações com partes relacionadas das Empresas Eletrobras**. Edição 3.0. Aprovação pelo Conselho de Administração: 23/12/2020, p. 9-12. Disponível em: <<https://eletrobras.com/pt/Paginas/Estatuto-Politicas-e-Manuais.aspx>>.

³⁶³ BRASIL. Telecomunicações Brasileiras S.A. (Telebras S.A.). **Política de transações com partes relacionadas**. Início de Vigência: 17/04/2019, p. 8. Disponível em: <<https://www.telebras.com.br/instrumentos-de-governanca/codigo-de-boas-praticas-da-telebras/>>.

³⁶⁴ BRASIL. Banco do Brasil S.A. (BB S.A.). **Política específica de transações com partes relacionadas**. Aprovação pelo Conselho de Administração: 12/05/2021, p. 3. Disponível em: <<https://ri.bb.com.br/governanca-e-sustentabilidade/estatuto-politicas-e-codigo-de-etica/>>.

³⁶⁵ BRASIL. Banco do Brasil S.A. (BB S.A.). **Política específica de transações com partes relacionadas**. Aprovação pelo Conselho de Administração: 12/05/2021, p. 4. Disponível em: <<https://ri.bb.com.br/governanca-e-sustentabilidade/estatuto-politicas-e-codigo-de-etica/>>.

constantes da Instrução CVM nº 480/2009.³⁶⁶ A política do Banco da Amazônia, por sua vez, em seção de nº 6, também se restringir a fazer referência às obrigações da Instrução CVM nº 480/2009.³⁶⁷

Enfim, conclui-se que apenas a política de Eletrobras a única se dedicou com maior profundidade a oferecer obrigações adicionais em relação à divulgação de informações sobre as operações. As demais políticas se limitaram a replicar as obrigações já estabelecidas pela Instrução CVM nº 480/2009 e pelo Pronunciamento CPC 05 (R1), demonstrando a persistência do fenômeno da convergência autorregulatória.

4.3.7 Diretrizes e obrigações orientadas a administradores e colaboradores na condução de transações entre partes relacionadas

Esta subseção pretende identificar obrigações e diretrizes complementares que são atribuídas a executivos e colaboradores da companhia na condução das transações entre partes relacionadas. Evidentemente, essas obrigações complementares devem ser interpretadas à luz dos demais mecanismos jurídicos que são estabelecidos por cada política corporativa.

A política da Petrobras, em sua seção nº 4.2.1, sob a denominação “decisões envolvendo partes relacionadas”, atribui ao administrador ou ao colaborador, sob a hipótese de ser “identificado potencial conflito de interesses em uma Transação com Parte Relacionada”, o dever de “alegar-se impedido e abster de participar da negociação, da estruturação e do rito decisório relativo à operação”.³⁶⁸ Caso haja violação a esse dever, o documento também estabelece que “a ausência de manifestação voluntária do Administrador poderá ser considerada uma violação aos seus deveres fiduciários, passível de medida corretiva pelo Conselho de Administração”.³⁶⁹

³⁶⁶ BRASIL. Banco do Nordeste do Brasil S.A. (BNB S.A.). **Política de transações com partes relacionadas**. Aprovação pelo Conselho de Administração: 28/10/2020, p. 3-4. Disponível em: <<https://www.bnb.gov.br/politicas>>.

³⁶⁷ BRASIL. Banco da Amazônia S.A. (BASA S.A.). **Política de transações com partes relacionadas**. Aprovação pelo Conselho de Administração: 20/04/2018, p. 6. Disponível em: <<https://www.bancoamazonia.com.br/index.php/governanca-corporativa/politicas-ri>>.

³⁶⁸ BRASIL. Petróleo Brasileiro S.A. (Petrobras S.A.). Política de Transações com Partes Relacionadas da Petrobras. In: **Código de Boas Práticas da Petrobras**, pp. 55-62. Atualização pelo Conselho de Administração: 25/11/2020, p. 56. Disponível em: <<https://petrobras.com.br/pt/quem-somos/perfil/compliance-etica-e-transparencia/>>.

³⁶⁹ BRASIL. Petróleo Brasileiro S.A. (Petrobras S.A.). Política de Transações com Partes Relacionadas da Petrobras. In: **Código de Boas Práticas da Petrobras**, pp. 55-62. Atualização pelo Conselho de Administração: 25/11/2020, p. 56. Disponível em: <<https://petrobras.com.br/pt/quem-somos/perfil/compliance-etica-e-transparencia/>>.

A política da Eletrobras, em sua seção nº 5, sob a denominação “responsabilidades”, prevê diversas obrigações para cada órgão da empresa. O sentido do termo “responsabilidade” utilizado pelo documento não consiste na responsabilização de agentes por descumprimento a determinados deveres específicos, mas na definição das atribuições estabelecidas para cada órgão corporativo no tocante às transações entre partes relacionadas.³⁷⁰ Os órgãos listados são, por exemplo, o Conselho de Administração, a Diretoria Executiva e o Comitê de Auditoria Estatutário, dentre outras diretorias da companhia. Além disso, em sua seção 4.2., sob a denominação de “proposição”, o documento, em semelhança à diretriz adotada pela Petrobras, exige dos “gestores de negócios” que revelem “o potencial conflito relativo à transação com partes relacionadas”.³⁷¹

A política da Telebras atribui obrigações específicas a administradores e colaboradores em dois momentos. Em sua seção nº 8, sob a denominação “responsabilidades”, o documento estabelece diversas atribuições para cada órgão da corporação, sobretudo o Conselho de Administração e a Diretoria Executiva, em consonância com o mecanismo adotado pela política da Eletrobras.³⁷² Em sua seção nº 9.10, sob a denominação “conflitos de interesse”, o documento estabelece procedimentos a serem seguidos pelo sujeito em situação conflituosa nas decisões sobre as transações de seu interesse. O item 9,14, por exemplo, estabelece que “a não manifestação voluntária da pessoa com influência relevante da administração da Telebras é considerada uma violação desta Política”, possibilitando à “Diretoria Executiva, em sua avaliação, apresentar proposta ao Conselho de Administração de eventual aplicação de sanções”.³⁷³

A política do Banco do Brasil estabelece obrigações a administradores e colaboradores também em dois momentos. No item 5.9, o documento orienta que “os integrantes dos órgãos responsáveis [...] que se encontrem em conflito de interesses” revelem seu impedimento para a

³⁷⁰ BRASIL. Centrais Elétricas Brasileiras S.A. (Eletrobras S.A.). **Política de transações com partes relacionadas das Empresas Eletrobras**. Edição 3.0. Aprovação pelo Conselho de Administração: 23/12/2020, p. 12-13. Disponível em: <<https://eletrobras.com/pt/Paginas/Estatuto-Politicass-e-Manuais.aspx>>.

³⁷¹ BRASIL. Centrais Elétricas Brasileiras S.A. (Eletrobras S.A.). **Política de transações com partes relacionadas das Empresas Eletrobras**. Edição 3.0. Aprovação pelo Conselho de Administração: 23/12/2020, p. 7. Disponível em: <<https://eletrobras.com/pt/Paginas/Estatuto-Politicass-e-Manuais.aspx>>.

³⁷² BRASIL. Telecomunicações Brasileiras S.A. (Telebras S.A.). **Política de transações com partes relacionadas**. Início de Vigência: 17/04/2019, p. 5. Disponível em: <<https://www.telebras.com.br/instrumentos-de-governanca/codigo-de-boas-praticas-da-telebras/>>.

³⁷³ BRASIL. Telecomunicações Brasileiras S.A. (Telebras S.A.). **Política de transações com partes relacionadas**. Início de Vigência: 17/04/2019, p. 8. Disponível em: <<https://www.telebras.com.br/instrumentos-de-governanca/codigo-de-boas-praticas-da-telebras/>>.

avaliação da transação, “abstendo-se, inclusive, da discussão do tema”.³⁷⁴ No item 5.8, enquanto obrigação relacionada à impossibilidade de assunção de oportunidades de negócio, o documento veda que administradores e empregados participem “em negócios de natureza particular ou pessoal que interfiram ou conflitem com nossos [s.i.c.] interesses ou que resultem da utilização de informações confidenciais”.³⁷⁵

Em seus itens 10 e 11, sob a denominação “orientações sobre decisões envolvendo partes relacionadas ou outros potenciais conflitos de interesse”, a política do Banco do Nordeste também exige de administradores que revelem sua posição conflituosa em relação a determinada transação entre partes relacionadas.³⁷⁶ A política do Banco da Amazônia, em seu item 5, também estabelece obrigações referentes à revelação de conflito de interesses, em semelhança às disposições adotadas pela política do Banco do Nordeste.³⁷⁷

Enfim, as obrigações específicas dirigidas a administradores e colaboradores residem sobretudo em orientações referentes às posturas a serem adotadas em circunstâncias de conflito de interesses. As políticas da Eletrobras e da Telebras, para além de endereçarem essas circunstâncias de conflitos de interesse, também organizaram uma seção própria para definir as atribuições de cada órgão da corporação no que tocante às condutas a serem adotadas no âmbito das transações entre partes relacionadas.

4.3.8 Mecanismos jurídicos específicos para as transações entre partes relacionadas celebradas com a União

Para finalizar a apresentação dos resultados da pesquisa empírica, esta subseção pretende identificar se as políticas corporativas estabelecem mecanismos jurídicos endereçados de modo específico às transações entre partes relacionadas celebradas com a União, que é acionista controladora das companhias. Esse elemento, quando associado aos demais instrumentos definidos por cada política, permitirá que se identifique se as políticas são aptas a

³⁷⁴ BRASIL. Banco do Brasil S.A. (BB S.A.). **Política específica de transações com partes relacionadas.** Aprovação pelo Conselho de Administração: 12/05/2021, p. 3. Disponível em: <<https://ri.bb.com.br/governanca-e-sustentabilidade/estatuto-politicas-e-codigo-de-etica/>>.

³⁷⁵ BRASIL. Banco do Brasil S.A. (BB S.A.). **Política específica de transações com partes relacionadas.** Aprovação pelo Conselho de Administração: 12/05/2021, p. 3. Disponível em: <<https://ri.bb.com.br/governanca-e-sustentabilidade/estatuto-politicas-e-codigo-de-etica/>>.

³⁷⁶ BRASIL. Banco do Nordeste do Brasil S.A. (BNB S.A.). **Política de transações com partes relacionadas.** Aprovação pelo Conselho de Administração: 28/10/2020, p. 3. Disponível em: <<https://www.bnb.gov.br/politicas>>.

³⁷⁷ BRASIL. Banco da Amazônia S.A. (BASA S.A.). **Política de transações com partes relacionadas.** Aprovação pelo Conselho de Administração: 20/04/2018, p. 5. Disponível em: <<https://www.bancoamazonia.com.br/index.php/governanca-corporativa/politicas-ri>>.

mitigar os riscos específicos proporcionados pelas transações entre partes relacionadas às sociedades de economia mista.

Todas as políticas corporativas definem a União, na condição de acionista controladora, como parte relacionada da companhia. O reconhecimento dessa característica à União, contudo, não se traduz na adoção ampla de mecanismos que enderecem com precisão as transações entre a companhia e o acionista controlador estatal. Conforme explorado no segundo capítulo, a organização do Estado oferece desafios peculiares às relações entre o sócio controlador e as empresas estatais, que devem ser enfrentados com o auxílio de mecanismos que reconheçam essas peculiaridades e estabeleçam ferramentas jurídicas capazes de oferecer soluções a essas dificuldades próprias das empresas estatais. Desse modo, mesmo quando oferecem algum instrumento jurídico para tratar das relações entre a companhia e a União, as políticas, em sua maioria, não qualificam esses mecanismos com a precisão necessária à diluição dos riscos atrelados às transações entre partes relacionadas em sociedades de economia mista.

As únicas políticas corporativas que estabelecem mecanismos jurídicos específicos para as operações entre a companhia e a União são os documentos da Petrobras, da Eletrobras e da Telebras. As políticas corporativas adotadas pelas instituições financeiras não adotam nenhum instrumento jurídico orientado propriamente às operações entre a companhia e a União.

Conforme já mencionado na subseção sobre procedimentos corporativos, a política da Petrobras, em sua seção nº 4.3, exige que as transações entre partes relacionadas celebradas com a União sejam submetidas à análise prévia pelo Comitê de Auditoria Estatutário. Na mesma seção, a política também exige que, “no caso específico de Transações com Partes Relacionadas envolvendo a União”, as transações sejam apreciadas também “pelo Comitê de Minoritários, previamente à submissão ao Conselho de Administração; e deverão ser aprovadas pelo voto de 2/3 (dois terços) dos Conselheiros presentes”.³⁷⁸ A política também submete a análise prévia a hipótese de “Transação com Parte Relacionada que se enquadre nas hipóteses previstas no Artigo 3º, §4º e §5º, do Estatuto Social da companhia”. No caso, esses dispositivos do estatuto da Petrobras se referem à utilização da empresa estatal pela União para a perseguição da finalidade pública da companhia.³⁷⁹ Esse mecanismo estabelecido pela política da Petrobras,

³⁷⁸ BRASIL. Petróleo Brasileiro S.A. (Petrobras S.A.). Política de Transações com Partes Relacionadas da Petrobras. In: **Código de Boas Práticas da Petrobras**, pp. 55-62. Atualização pelo Conselho de Administração: 25/11/2020, p. 57. Disponível em: <<https://petrobras.com.br/pt/quem-somos/perfil/compliance-etica-e-transparencia/>>.

³⁷⁹ Esses dispositivos são redigidos da seguinte maneira: “Art. 3º- A Companhia tem como objeto a pesquisa, a lavra, a refinação, o processamento, o comércio e o transporte de petróleo proveniente de poço, de xisto ou de outras rochas, de seus derivados, de gás natural e de outros hidrocarbonetos fluidos, além das atividades vinculadas

em conjunto ao estatuto da companhia, constitui o único mecanismo jurídico identificado em todas as políticas corporativas que endereça de modo específico o risco da canalização política por intermédio de transações entre partes relacionadas.

A política da Eletrobras também possui alguns mecanismos que tratam de forma explícita das transações entre a companhia e a União. Em sua seção nº 4.3, sob a denominação de “estruturação e aprovação”, o documento exige que o Comitê de Auditoria e Riscos Estatutário analise “previamente as transações de alçada de competência do conselho de administração, em conformidade com o Regulamento de Alçadas, que envolvam a Eletrobras e a União, suas autarquias e fundações”.³⁸⁰ Essa obrigação de análise prévia também está descrita no item 4.3.6 da política.³⁸¹ Por sua vez, a política da Telebras adota mecanismo semelhante à solução oferecida pela política da Eletrobras, também submetendo as transações com a União à análise prévia do Comitê de Auditoria Estatutário, conforme previsão do item 9.2, (i), do documento.³⁸²

Enfim, conclui-se que os mecanismos adotados pelas políticas corporativas não são suficientes para mitigar os riscos atrelados às transações entre partes relacionadas em sociedades de economia mista. Em primeiro lugar, metade das políticas analisadas não oferece nenhum mecanismo que trate das operações entre a União e a companhia. Em segundo lugar, dentre as políticas que oferecem mecanismos específicos, apenas a política da Petrobras estabeleceu um mecanismo próprio para endereçar o risco da canalização política.

à energia, podendo promover a pesquisa, o desenvolvimento, a produção, o transporte, a distribuição e a comercialização de todas as formas de energia, bem como quaisquer outras atividades correlatas ou afins. §3º-A Petrobras poderá ter suas atividades, desde que consentâneas com seu objeto social, orientadas pela União de modo a contribuir para o interesse público que justificou a sua criação, visando ao atendimento do objetivo da política energética nacional previsto no art. 1º, inciso V, da Lei nº 9.478, de 6 de agosto de 1997; §4º- No exercício da prerrogativa de que trata o §3º acima, a União somente poderá orientar a Companhia a assumir obrigações ou responsabilidades, incluindo a realização de projetos de investimento e assunção de custos/resultados operacionais específicos, como aqueles relativos à comercialização de combustíveis, bem como outras atividades correlatas, em condições diversas às de qualquer outra sociedade do setor privado que atue no mesmo mercado, quando: I– estiver definida em lei ou regulamento, bem como prevista em contrato, convênio ou ajuste celebrado com o ente público competente para estabelecê-la, observada a ampla publicidade desses instrumentos; e II– tiver seu custo e receitas discriminados e divulgados de forma transparente, inclusive no plano contábil”. Em: BRASIL. Petróleo Brasileiro S.A. (Petrobras S.A.). **Estatuto Social da Petróleo Brasileiro S.A. – Petrobras**. Aprovação pela Assembleia Geral Extraordinária: 30/11/2020. Disponível em: < <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/25fdf098-34f5-4608-b7fa-17d60b2de47d/31da34d0-1343-0014-c905-40108ec2c11e?origin=2>>.

³⁸⁰ BRASIL. Centrais Elétricas Brasileiras S.A. (Eletrobras S.A.). **Política de transações com partes relacionadas das Empresas Eletrobras**. Edição 3.0. Aprovação pelo Conselho de Administração: 23/12/2020, p. 7. Disponível em: <<https://eletrobras.com/pt/Paginas/Estatuto-Politicas-e-Manuais.aspx>>.

³⁸¹ BRASIL. Centrais Elétricas Brasileiras S.A. (Eletrobras S.A.). **Política de transações com partes relacionadas das Empresas Eletrobras**. Edição 3.0. Aprovação pelo Conselho de Administração: 23/12/2020, p. 8. Disponível em: <<https://eletrobras.com/pt/Paginas/Estatuto-Politicas-e-Manuais.aspx>>.

³⁸² BRASIL. Telecomunicações Brasileiras S.A. (Telebras S.A.). **Política de transações com partes relacionadas**. Início de Vigência: 17/04/2019, p. 6. Disponível em: <<https://www.telebras.com.br/instrumentos-de-governanca/codigo-de-boas-praticas-da-telebras/>>.

4.3.9 Fatores de interferência nas diferenças entre as políticas de cada companhia

Conforme exhaustivamente descrito nas subseções anteriores, as políticas corporativas adotadas por cada companhia possuem relevantes diferenças entre si. Certamente, elas não são uniformes quanto às soluções que propõem às dificuldades proporcionadas pelas transações entre partes relacionadas. Esta subseção apresenta duas razões que podem contribuir para essas diferenças entre as políticas.

Em primeiro lugar, ainda que todas as companhias analisadas sejam sociedades anônimas de capital aberto, a liquidez para as ações de cada empresa no mercado secundário de capitais é diferente. As ações de empresas como Telebras, Banco da Amazônia e Banco do Nordeste desfrutam de menor liquidez que as ações da Petrobras, da Eletrobras e do Banco do Brasil. Nesse sentido, possivelmente, as empresas cujas ações ostentem menor liquidez podem também dispender menor preocupação com questões de governança corporativa, a exemplo das políticas de transações entre partes relacionadas. Assim, as políticas dessas companhias podem ser mais genéricas e menos organizadas que as demais.

Em segundo lugar, observou-se uma patente diferença entre as políticas adotadas pelas instituições financeiras e as políticas adotadas pelas demais companhias. Essa discrepância pode ser atribuída às regras específicas que incidem sobre as instituições financeiras federais, que são estabelecidas, por exemplo, pela própria Lei de Responsabilidade Fiscal (Lei Complementar nº 101/2000), no que concerne aos limites às operações de crédito entre a União e suas instituições financeiras, e o próprio controle regulatório exercido pelos órgãos do sistema financeiro nacional, como o Conselho Monetário Nacional, conforme Resolução CMN nº 4.693/2018. Um controle mais restrito das transações entre partes relacionadas nas instituições financeiras por outras normas jurídicas pode se apresentar como uma possível justificativa para a generalidade das normas contidas nas políticas corporativas dessas companhias.

4.4 Conclusões parciais

Este capítulo pretendeu explorar os mecanismos jurídicos orientados ao escrutínio das transações entre partes relacionadas. As diversas ferramentas jurídicas que podem limitar essas operações foram investigadas tanto sob uma perspectiva teórica ou abstrata, com a identificação das principais estratégias reconhecidas pela literatura para o controle das transações entre partes relacionadas, quanto sob uma perspectiva empírica, com a verificação dos mecanismos

estabelecidos pelas políticas corporativas de transações entre partes relacionadas adotadas pelas sociedades de economia mista.

Em primeiro lugar, os mecanismos jurídicos foram diferenciados entre os instrumentos que atribuem deveres específicos aos administradores e acionista controlador e os instrumentos que ofereciam garantias aos acionistas minoritários. Como decorrência dos deveres fiduciários atribuídos aos administradores e ao acionista controlador, o teste de justeza da transação se apresentou como a principal ferramenta jurídica orientada a estabelecer parâmetros objetivos para a avaliação das transações entre partes relacionadas. O teste de justeza apareceu atrelados a mecanismos correlatos como a equidade, a comutatividade e a adequação às condições de mercado. Com a finalidade de garantir proteção aos interesses dos acionistas minoritários, a regra da maioria da minoria facultou a esses acionistas a prerrogativa de decidir sobre as transações entre partes relacionadas segundo seus próprios critérios, sem a necessidade estrita de observar os parâmetros objetivos do teste de justeza. Essa regra também apareceu atrelada a mecanismos correlatos, a exemplo do estabelecimento de procedimentos corporativos e da necessidade de divulgação obrigatória de informações sobre as transações entre partes relacionadas.

Em segundo lugar, as políticas corporativas adotadas pelas sociedades de economia mista distribuíram esses mecanismos em diversas normas e diretrizes para o controle das transações entre partes relacionadas nas companhias. Nenhuma das políticas corporativas analisadas adotou de modo explícito e restrito a regra da maioria da minoria. Em contrapartida, o teste de justeza e seus elementos correlatos estavam presentes em todas as políticas, ainda que de modo pouco coordenado. A totalidade das políticas também estabeleceu um glossário para a interpretação das diretrizes estabelecidas pelo documento. Em geral, à exceção da política da Petrobras, as políticas corporativas não adotaram mecanismos específicos para endereçar a totalidade dos riscos proporcionados pelas transações entre partes relacionadas às sociedades de economia mista.

Enfim, a pesquisa empírica permitiu que se concluísse que as políticas corporativas não dispõem da aptidão para mitigar os riscos inerentes às transações entre partes relacionadas em sociedades de economia, uma vez que elas não endereçam com precisão os desafios atrelados às práticas de escoamento de valores e da canalização política.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este trabalho se dedicou a investigar as empresas estatais à luz da governança corporativa, de maneira a aprofundar o estudo do tema das transações entre partes relacionadas em sociedades de economia mista. O objetivo específico deste trabalho se concentrou em oferecer a resposta ao problema de pesquisa descrito na introdução: *as políticas de transações entre partes relacionadas adotadas pelas sociedades de economia mista mitigam os riscos atrelados a essa prática corporativa?*

Para permitir a apresentação de uma resposta ao problema de pesquisa, este trabalho percorreu um longo itinerário que apreciou a questão das transações entre partes relacionadas e sua regulação sob diversos aspectos. O primeiro capítulo pretendeu oferecer a justificativa para que as transações entre partes relacionadas recebessem atenção especial no âmbito das empresas estatais. As justificativas apresentadas foram a multiplicidade de regimes regulatórios e a multiplicidade de interesses corporativos que caracterizam a atual dinâmica das sociedades de economia mista. O segundo capítulo identificou os riscos inerentes à celebração entre partes relacionadas em sociedades de economia mista, que foram definidos como o escoamento de valores e a canalização política. O escoamento de valores se apresentou como a transferência ilegal de valores em favor de partes relacionadas, em prejuízo dos interesses da companhia e dos demais acionistas. A canalização política se apresentou como a utilização da empresa estatal para a perseguição de finalidades políticas, com o auxílio de transações entre partes relacionadas. O terceiro capítulo descreveu, em abstrato e em concreto, os mecanismos jurídicos orientados às transações entre partes relacionadas. Os principais mecanismos jurídicos destinados ao escrutínio dessas operações constituíram o teste de justeza e a regra da maioria da minoria. A pesquisa empírica permitiu que se identificasse que as políticas corporativas adotadas pelas sociedades de economia mista privilegiam a adoção do teste de justeza, em detrimento de mecanismos associados à regra da maioria da minoria. A pesquisa empírica também evidenciou que as políticas corporativas não adotam instrumentos próprios para endereçar os riscos peculiares associados à celebração de transações entre partes relacionadas em sociedades de economia mista.

Assim, a resposta oferecida ao problema de pesquisa por este trabalho é negativa, confirmando a hipótese admitida na introdução. As atuais políticas corporativas adotadas pelas sociedades de economia mista não possuem a aptidão para mitigar os riscos atrelados às transações entre partes relacionadas. Para justificar essa resposta ao problema de pesquisa, reforçam-se dois pontos explorados ao longo do trabalho. Em primeiro lugar, as transações

entre partes relacionadas não equivalem a contratos. Desse modo, as companhias devem criar mecanismos que permitam captar as operações que escapam à formalização contratual, sob pena de a política corporativa ser inócua e servir apenas para carimbar operações que não ofereceriam risco caso celebradas sem limitações. Em segundo lugar, a empresa estatal oferece desafios peculiares ao controle das transações entre partes relacionadas. Por não se atentarem às relações específicas travadas entre o Estado e suas empresas, as políticas corporativas atualmente adotadas pelas sociedades de economia mista não alcançam determinadas operações que também configuram transações entre partes relacionadas e que proporcionam elevado risco às companhias.

Enfim, este trabalho se prestou não apenas a aprofundar os elementos que caracterizam as transações entre partes relacionadas em sociedades de economia mista, mas também a realçar que essas empresas estatais possuem à sua disposição um relevante instrumento jurídico, que é a política de transações entre partes relacionadas, para que possam protagonizar o aperfeiçoamento de sua governança corporativa.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ARAGÃO, Alexandre Santos de. **Agências reguladoras e a evolução do direito administrativo econômico**. 1ª Ed. Rio de Janeiro: Forense, 2002.

ARAGÃO, Alexandre Santos de. **Empresas estatais: o regime jurídico das empresas públicas e sociedades de economia mista**. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2018.

ARAGÃO, Alexandre Santos de. Regime jurídico das empresas estatais. **Enciclopédia jurídica da PUC-SP**. Celso Fernandes Campilongo, Alvaro de Azevedo Gonzaga e André Luiz Freire (coords.). Tomo: Direito Administrativo e Constitucional. Vidal Serrano Nunes Jr., Mauricio Zockun, Carolina Zancaner Zockun, André Luiz Freire (coord. de tomo). 1. ed. São Paulo: Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, 2017. Disponível em: <<https://enciclopediajuridica.pucsp.br/verbete/44/edicao-1/regime-juridico-das-empresas-estatais>>.

ARMOUR, John; GORDON, Jeffrey; MIN, Geeyoung. Taking compliance seriously. **Yale Journal on Regulation**. V. 37, pp. 1 – 66, 2020.

ATASANOV, Vladimir; BLACK, Bernard; CICCOTELLO, Conrad S. Law and tunneling. **The Journal of Corporation Law**. V. 37, pp. 1-49, 2011.

ATASANOV, Vladimir; BLACK, Bernard; CICCOTELLO, Conrad S. Unbundling and measuring tunneling. **University of Illinois Law Review**. n. 5, pp. 1697-1738, 2014.

BALDWIN, Robert; CAVE, Martin; LODGE, Martin. **Understanding regulation**. 2. ed. New York: Oxford University Press, 2012.

BARCLAY, Michael J.; HOLDERNESS, Clifford G. Private benefits from control of public corporations. **Journal of Financial Economics**. V. 25, pp. 371-395, 1989.

BERLE, Adolf A. Jr.; MEANS, Gardiner C. **The modern corporation and private property**. New York: The Macmillan Company, 1933.

BLACK, Julia. Critical reflections on regulation. **Australian Journal of Legal Philosophy**. V. 27, p. 1-35, 2002.

BLACK, Julia. Decentring regulation: understanding the role of regulation and self-regulation in a ‘post-regulatory’ world. **Current Legal Problems**. V. 54, Issue 1, pp. 103-146, 2001.

BRASIL. Banco da Amazônia S.A. (BASA S.A.). **Política de transações com partes relacionadas**. Aprovação pelo Conselho de Administração: 20/04/2018. Disponível em: <<https://www.bancoamazonia.com.br/index.php/governanca-corporativa/politicas-ri>>.

BRASIL. Banco do Brasil S.A. (BB S.A.). **Política específica de transações com partes relacionadas**. Aprovação pelo Conselho de Administração: 12/05/2021. Disponível em: <<https://ri.bb.com.br/governanca-e-sustentabilidade/estatuto-politicas-e-codigo-de-etica/>>.

BRASIL. Banco do Nordeste do Brasil S.A. (BNB S.A.). **Política de transações com partes relacionadas**. Aprovação pelo Conselho de Administração: 28/10/2020. Disponível em: <<https://www.bnb.gov.br/politicas>>.

BRASIL. Centrais Elétricas Brasileiras S.A. (Eletrobras S.A.). **Política de transações com partes relacionadas das Empresas Eletrobras**. Edição 3.0. Aprovação pelo Conselho de Administração: 23/12/2020. Disponível em: <<https://eletrobras.com/pt/Paginas/Estatuto-Politicas-e-Manuais.aspx>>.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). **Extrato da Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2013/6635**. Relatora: Diretora Luciana Dias. Data do Julgamento: 26/05/2015. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador/2015/20150526_PAS_RJ20136635.html>.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). **Processo Administrativo Sancionador CVM nº 05/2016**. Relator: Diretor Henrique Machado. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2020/SEI_19957010647_2019_97.pdf>.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). **Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009**. Versão consolidada. Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. Disponível em: <<http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst480.html>>.

BRASIL. Petróleo Brasileiro S.A. (Petrobras S.A.). **Estatuto Social da Petróleo Brasileiro S.A. – Petrobras**. Aprovação pela Assembleia Geral Extraordinária: 30/11/2020. Disponível em: <<https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/25fdf098-34f5-4608-b7fa-17d60b2de47d/31da34d0-1343-0014-c905-40108ec2c11e?origin=2>>.

BRASIL. **Lei nº 14.116, de 31 de Dezembro de 2020**. Dispõe sobre as diretrizes para a elaboração e a execução da Lei Orçamentária de 2021 e dá outras providências. Brasília, DF: Presidência da República, 2020. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2020/lei/14116.htm>.

BRASIL. Ministério da Economia. Secretaria de Coordenação e Governança das Empresas Estatais (SEST). **Manual Técnico do Programa de Dispêndios Globais – MT PDG**. Brasília: SEST, 2020. Disponível em: <https://siest.planejamento.gov.br/novopdg/public/manuais/Manual_PDG_08_2020.pdf>.

BRASIL. Ministério da Economia. Secretaria do Tesouro Nacional. **Boletim das participações societárias da União 2019**. Brasil: Secretaria do Tesouro Nacional, 2019. Disponível em: <<https://www.tesourotransparente.gov.br/publicacoes/boletim-das-participacoes-societarias-da-uniao/2019/114>>.

BRASIL. Petróleo Brasileiro S.A. (Petrobras S.A.). Política de Transações com Partes Relacionadas da Petrobras. In: **Código de Boas Práticas da Petrobras**, pp. 55-62. Atualização pelo Conselho de Administração: 25/11/2020. Disponível em: <<https://petrobras.com.br/pt/quem-somos/perfil/compliance-etica-e-transparencia/>>.

BRASIL. Telecomunicações Brasileiras S.A. (Telebras S.A.). **Política de transações com partes relacionadas**. Início de Vigência: 17/04/2019. Disponível em: <<https://www.telebras.com.br/instrumentos-de-governanca/codigo-de-boas-praticas-da-telebras/>>.

BRASIL. Tribunal de Contas da União (Plenário). **Acórdão nº 937/2019**. Representação nº 007.142/2018-8. Relator: Ministro Vital do Rêgo. Data de julgamento: 24/04/2019. Disponível em: <<https://pesquisa.apps.tcu.gov.br/#/redireciona/acordao-completo/%22ACORDAO-COMPLETO-2352295%22>>.

B3 – BRASIL, BOLSA, BALCÃO. **Regimento do Programa Destaque em Governança das Estatais**. Publicação: 11/05/2017. Disponível em: <http://www.b3.com.br/pt_br/b3/qualificacao-e-governanca/certificacoes/programa-estatais/>.

BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. A *business judgment rule* no direito brasileiro: a problemática da recepção da regra pela Lei das S.A. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. V. 74, out. a dez., pp. 95-115, 2016.

CALABRESI, Guido; MELAMED, A. Douglas. Property rules, liability rules, and inalienability: one view of the cathedral. **Harvard Law Review**. V. 85, n. 6, ap., pp. 1089-1128, 1972.

CAMARGO, André Antunes Soares de. **Transações entre partes relacionadas: um desafio regulatório complexo e multidisciplinar**. 4. ed. rev. e atual. São Paulo: Almedina, 2019.

CASTRO, Rodrigo Pironti Aguirre de; GONÇALVES, Francine Silva Pacheco. **Compliance e gestão de riscos nas empresas estatais**. 3ª ed. Belo Horizonte: Fórum, 2020.

COGLIANESE, Cary; MENDELSON, Evan. Meta-Regulation and Self-Regulation. In: BALDWIN, Robert; CAVE, Martin; LODGE, Martin (Coords.). **The Oxford Handbook of Regulation**. Oxford: Oxford University Press, 2010.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS. **CPC 05 (R1): Divulgação sobre Partes Relacionadas**. Brasília: CPC, 2010. Disponível em: <<http://www.cpc.org.br/CPC/Documentos-Emitidos/Pronunciamentos/Pronunciamento?Id=36>>.

COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O poder de controle na sociedade anônima**. 6. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2014.

CONAC, Pierre-Henri; ENRIQUES, Luca; GELTER, Martin. Constraining dominant shareholders' self-dealing: the legal framework in France, Germany and Italy. **European Company and Financial Law Review**. V. 4, n. 4, pp. 491-528, 2007.

CUÉLLAR, Leila. **As agências reguladoras e seu poder normativo**. São Paulo: Dialética, 2001.

DAVIDOFF, Steven M.; ZARING, David. Regulation by deal: the government's response to the financial crisis. **Administrative Law Review**. v. 61, n. 3, Summer, 2009.

DEFANTI, Francisco. Um ensaio sobre a autorregulação: características, classificações e exemplos práticos. **Revista de Direito Público da Economia – RDPE**. Belo Horizonte, ano 16, n. 63, p. 149-181, jul./set. 2018.

DJANKOV, Simeon; LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei. The law and economics of self-dealing. **Journal of Financial Economics**. v. 88, pp. 430-465, 2008.

DOWNS, Anthony. **Uma teoria econômica da democracia**. 1 ed., 1 reimp. São Paulo: Editora da Universidade de São Paulo, 2013.

DYCK, Alexander; ZINGALES, Luigi. Private benefits of control: an international comparison. **The Journal of Finance**. V. 59, n. 2, apr., pp. 537-600, 2004.

DUTRA, Pedro Paulo de Almeida. **Controle de empresas estatais: uma proposta de mudança**. São Paulo: Saraiva, 1991.

ENRIQUES, Lucas. Related party transactions. In: GORDON, Jeffrey N.; RINGE, Wolf-George. **The oxford handbook of corporate law and governance**. 1. Ed., pp. 506-531. Oxford: Oxford University Press, 2018.

ENRIQUES, Luca; TRÖGER, Tobias Hans. The law and (some) finance of related party transactions: an introduction (July 15, 2018). **European Corporate Governance Institute Law Working Paper**. n. 411, 2018. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=3214101>>.

ENRIQUES, Luca; ROMANO, Alessandro. Institutional investor voting behavior: a network theory perspective. **University of Illinois Law Review**. n. 1, pp. 223-267, 2019.

ENRIQUES, Lucas; HERTIG, Gerard; KANDA, Hideki; PARGENDLER, Mariana. Related-party transactions. In: KRAAKMAN, Reinier; ARMOUR, John; DAVIES, Paul; ENRIQUES, Lucas; HANSMANN, Henry; HERTIG, Gerard; KANDA, Hideki; PARGENDLER, Mariana; RINGE, Wolf-Georg; ROCK, Edward. **The anatomy of Corporate Law: a comparative and functional approach**. 3. ed., pp. 145-169. Oxford: Oxford University Press, 2017.

FARRAR, John H.; WATSON, Susan. Self-dealing, fair dealing and related party transactions – history, policy and reform. **Journal of Corporate Law Studies**. v. 11, n. 2, oct., pp. 495-523, 2011.

FONTES FILHO, Joaquim Rubens; PICOLIN, Lidice Meireles. Governança corporativa em empresas estatais: avanços, propostas e limitações. **Revista de Administração Pública**. v. 42, n. 6, pp. 1163-1188, 2008. Disponível em: <<https://doi.org/10.1590/S0034-76122008000600007>>.

FRANCO, Bruno Henrique Kons. Transações entre partes relacionadas em concessões de serviço público: regulação, governança e controle. **Revista de Direito Público da Economia – RDPE**, Belo Horizonte, ano 18, n. 70, p. 9-28, abr./jun. 2020.

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. **Conflito de interesses nas assembleias de S.A. (e outros escritos sobre conflito de interesses)**. 2. ed. São Paulo: Malheiros, 2014.

FRAZÃO, Ana. O abuso do poder de controle na lei das estatais. In: NORONHA, João Otávio de; FRAZÃO, Ana; MESQUITA, Daniel Augusto (Coord.). **Estatuto jurídico das estatais: análise da Lei nº 13.303/2016**. Belo Horizonte: Fórum, 2017.

FRIEDMAN, Eric; JOHNSON, Simon; MITTON, Todd. Propping and tunneling. **Journal of Comparative Economics**. n. 31, pp. 732-750, 2003.

GERSEN, Jacob. E. Designing agencies. In: FARBER, Daniel A.; O'CONNEL (orgs.), Anne Joseph. **Research handbook on public choice and public law**. pp. 333-362. Massachussets: Edward Elgar, 2010, p. 336.

GILSON, Ronald J. Controlling shareholders and corporate governance: complicating the comparative taxonomy. **Harvard Law Review**. V. 119, n. 6, apr., pp. 1641-1679, 2006.

GILSON, Ronald J.; GORDON; Jeffrey N. Controlling controlling shareholders. **University of Pennsylvania Law Review**. V. 152, pp. 785-843, 2003.

GILSON, Ronald J.; GORDON, Jeffrey N. The agency costs of agency capitalism: activist investors and the revaluation of governance rights. **Columbia Law Review**. v. 113, n. 863, pp. 864-927, 2013.

GILSON, Ronald J.; MILHAUPT, Curtis J. Economically benevolent dictators: lessons for developing democracies. **The American Journal of Comparative Law**. v. 59, n. 1, pp-227-288, 2011.

GÓES, Francisco; MOREIRA, Talita; RAMALHO, André; SCHINCARIOL, Juliana. BNDES e Caixa votam contra o interesse da União na Petrobras. **Valor Investe**. Publicado em 27/07/2020. Disponível em: <<https://valorinveste.globo.com/mercados/renda-variavel/empresas/noticia/2020/07/27/bndes-e-caixa-votam-contra-o-interesse-da-uniao-na-petrobras.ghtml>>.

GOSHEN, Zohar. The efficiency of controlling corporate self-dealing: theory meets reality. **California Law Review**. V. 91, p. 393-438, 2003.

GRANDO, Guilherme; KLEIN, Vinícius. Empresas estatais, governança corporativa e desenvolvimento econômico. Em: **30 anos de Constituição para quem?: reflexos do I Congresso de Direito Público UEPG**. Alexsandro dos Anjos; Bruno Margraf Althaus; Igor Sporch da Costa (Orgs.). Porto Alegre: Editoria Fi, 2019.

GRAU, Eros Roberto. **A ordem econômica na Constituição de 1988**. 14. Ed. rev. e atual. São Paulo: Malheiros, 2010.

HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. The end of history for corporate law. **The Georgetown Law Journal**. V. 89, pp. 439-468, 2001.

HART, Oliver; GROSSMAN, Sanford J. Take-over bids, the free rider problem and the theory of the corporation. **The Bell Journal of Economics**. V. 11, n. 1, pp. 42-64, 1980.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. 5.ed. São Paulo: IBGC, 2015.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**. V. 3, pp. 305-360, 1976.

JOHNSON, Simon; LA PORTA, Rafael ; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei. Tunneling. **The American Economic Review**. V. 90, n. 2, pp. 22-27, papers and proceedings of the one hundred twelfth annual meeting of the American economic association, May, 2002.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. Law and Finance. **Journal of Political Economy**. v. 106, n. 6, pp. 1113-1155, 1998.

LIN, Li-Wen. MILHAUPT, Curtis J. We are the (national) champions: understanding the mechanisms of state capitalism in China. **Stanford Law Review**. v. 65, pp. 697-759, 2013.

LINZ, Juan. The perils of presidentialism. **Journal of Democracy**. V. 1, pp. 51-69, 1990.

LÔBO, Paulo. **Direito civil: contratos**. 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2017.

LOYOLA, Gustavo. Conta movimento, versão 2010. **O Estado de São Paulo**. Publicado em 15/02/2010. Disponível em: <<https://www.estadao.com.br/noticias/geral,conta-movimento-versao-2010,511443>>.

MAJONE, Giandomenico. From the positive to the regulatory state: causes and consequences of changes in the mode of governance. **Journal of Public Policy**. v. 17, n. 2, may-aug., pp. 139-167, 1997.

MELLO, Celso Antônio Bandeira de. **Curso de Direito Administrativo**. 33. ed. ver. e atual. até a Emenda Constitucional 92, de 12.7.2016. São Paulo: Malheiros, 2016.

MENDONÇA, Heloísa. Bolsonaro indica general para Petrobras e põe mercado em alerta por temor de intervenção. **El País**. Publicado em 19/02/2021. Disponível em: <<https://brasil.elpais.com/economia/2021-02-19/bolsonaro-indica-general-como-novo-presidente-da-petrobras-e-poe-mercado-em-alerta-por-temor-de-intervencao.html>>.

MILAGRES, Marcelo de Oliveira. A causa do contrato. **Revista de Direito Civil Contemporâneo**. V. 14, jan-mar, pp. 159-178, 2018.

MILHAUPT, Curtis J.; PARGENDLER, Mariana. Related party transactions in state-owned enterprises: tunneling, propping and policy channeling. **European Corporate Governance Institute Working Paper Series in Law**. Working paper n. 386, mar., 2018.

MILHAPUT, Curtis J.; PARGENDLER, Mariana. Governance challenges of listed state-owned enterprises around the world: national experiences and a framework for reform. **Cornell International Law Journal**. V. 50, n. 3, pp. 473-542, 2017.

MOREIRA, Egon Bockmann. **Direito das concessões de serviço público: inteligência da Lei 8.987/1995 (Parte Geral)**. São Paulo: Malheiros, 2010, p. 20/21.

MOREIRA, Egon Bockmann. Liberdade de iniciativa, ordens profissionais e autorregulação – Caso “música e polícia”: STF, ADPF nº 183. **Revista de Direito Público da Economia – RDPE**. Belo Horizonte, ano 18, n. 71, p. 47-59, jul./set. 2020.

MOREIRA, Egon Bockmann. **O direito administrativo contemporâneo e suas relações com a economia**. Curitiba: Editora Virtual Gratuita (EVG), 2016.

MOTTA, P. R. O controle de empresas estatais no Brasil. **Revista de Administração Pública**. V. 14, n. 2, pp. 69-82, 1980.

NOHARA, Irene Patrícia. Fiscalização das empresas estatais. **Enciclopédia jurídica da PUC-SP**. Celso Fernandes Campilongo, Alvaro de Azevedo Gonzaga e André Luiz Freire (coords.). Tomo: Direito Administrativo e Constitucional. Vidal Serrano Nunes Jr., Maurício Zockun, Carolina Zancaner Zockun, André Luiz Freire (coord. de tomo). 1. ed. São Paulo: Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, 2017. Disponível em: <<https://enciclopediajuridica.pucsp.br/verbete/116/edicao-1/fiscalizacao-das-empresas-estatais>>.

OCTAVIANI, Alessandro; NOHARA, Irene Patrícia. **Estatais**. 2. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021.

PARGENDLER, Mariana. **Evolução do direito societário: lições do Brasil**. São Paulo: Saraiva, 2013.

PARGENDLER, Mariana. Responsabilidade Civil dos Administradores e Business Judgment Rule no Direito Brasileiro. **Revista dos Tribunais**. V. 953, pp. 51-74, 2015.

PARGENDLER, Mariana. State ownership and corporate governance. **Fordham Law Review**. V. 80, Issue 6, Article 19, Jun., pp.2917-2973, 2012.

PARGENDLER, Mariana. The grip of nationalism on corporate law. **Indiana Law Journal**. V. 95, Iss. 2, pp. 533-590, 2020.

PARGENDLER, Mariana; MUSACCHIO, Aldo; LAZZARINI, Sergio G.. In strange company: the puzzle of private investment in state-controlled firms. **Cornell International Law Journal**. V. 40, pp. 569-610, 2013.

PINTO, Bilac. O declínio das sociedades de economia mista e o advento das modernas empresas públicas. **Revista de Direito Administrativo**. v. 32, 1953, p. 8. Disponível em: <<http://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/rda/article/view/12801>>.

PINTO JÚNIOR, Mario Engler. **O Estado como acionista controlador**. Tese (Doutorado em Direito Comercial). Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo: São Paulo, 2009. Disponível em: <<https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-17112011-111844/pt-br.php>>, p. 137.

PINTO JUNIOR, Mario Engler. O interesse público na sociedade de economia mista brasileira: aproximação com a *benefit corporation* do direito norte-americano. **Revista de Direito Administrativo**. v. 279, n. 1, pp. 79-110, jan./abr., 2020.

PINTO JUNIOR, Mario Engler. **Empresa estatal**: função econômica e dilemas societários. São Paulo: Atlas, 2010.

PINTO JUNIOR, Mario Engler. Exercício do controle acionário na empresa estatal: comentários à decisão da CVM no Caso Eletrobrás. **FGV Direito SP Research Paper Series**. N. 144, Abr. 2016. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=2716310>>.

PITTA, André Grünspun. **As funções da informação no mercado de valores mobiliários**: uma reflexão sobre o regime de divulgação de informações imposto às companhias abertas brasileiras. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial). Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo: São Paulo, 2013. Disponível em: <<https://teses.usp.br/teses/disponiveis//2/2132/tde-11082014-082203/pt-br.php>>.

PRADO, Mariana Mota; TREBILCOCK, Michael J. Path Dependence, Development, and the Dynamics of Institutional Reform. **University of Toronto Law Journal**, Legal Studies Research Paper No. 09-04, 2009. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=1415040>>.

PRADO, Mariana Mota; PEREIRA, Carlos. Presidential Dominance from a Comparative Perspective: The Relationship between the Executive Branch and Regulatory Agencies in Brazil. In: ROSE-ACKERMAN, Susan; LINDSETH, Peter L. (eds.). **Comparative Administrative Law**. Cheltenham: Edward Elgar, pp. 225-242, 2010.

ROPPO, Enzo. **O contrato**. Coimbra: Almedina, 2009.

SALOMÃO FILHO, Calixto. **O novo direito societário**: eficácia e sustentabilidade. 5 ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2019.

SCHAPIRO, Mario Gomes. **Novos parâmetros de intervenção do Estado na economia**. São Paulo: Saraiva, 2010.

SCHAPIRO, Mario G. Do Estado Desenvolvimentista ao Estado Regulador? Transformação, resiliência e coexistência entre dois modos de intervenção. **Revista de Estudos Institucionais**. V. 4, n. 2, p. 574-614, dez. 2018. ISSN 2447-5467. Disponível em: <<https://www.estudosinstitucionais.com/REI/article/view/305>>.

SCHIRATO, Vitor Rhein. **Livre iniciativa nos serviços públicos**. Belo Horizonte: Fórum, 2012.

SCHIRATO, Vitor Rhein. **As empresas estatais no direito administrativo econômico atual**. São Paulo: Saraiva, 2016.

SHLEIFER, Andrei. State versus private ownership. **Journal of Economic Perspectives**. V. 12, n. 4, pp-133-150, 1998.

SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. A survey of corporate governance. **The Journal of Finance**. V. 52, n. 2, pp. 737-783, jun., 1997.

SCHWIND, Rafael Wallbach. **O Estado acionista**: empresas estatais e empresas privadas com participação estatal. São Paulo: Almedina, 2017.

SILVA, Luiz Augusto da. **Empresa estatal e regulação: a atuação empresarial do Estado com objetivos regulatórios**. Curitiba: CRV, 2019.

STIGLITZ, Joseph E. Government, financial markets, and economic development. **NBER Working Papers Series**. Working Paper n. 3669, 1991.

SUNDFELD, Carlos Ari. A participação privada nas empresas estatais. Em: SUNDFELD, Carlos Ari (org.). **Direito administrativo econômico**. 1. Ed., 3ª tiragem. São Paulo: Malheiros, 2006.

TÁCITO, Caio. Controle das empresas do estado (públicas e mistas). **Revista de Direito Administrativo**, v. 111, p. 1-9, 24 out. 1973.

TÁCITO, Caio. O retorno do pêndulo: serviço público e empresa privada. O exemplo brasileiro. **Revista de Direito Administrativo**, v. 202, pp. 1-10, 1995. Disponível em: <<http://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/rda/article/view/46612>>.

TONIN, Mayara Gasparoto. **Sociedade de economia mista e acionistas minoritários**. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

TONINELLI, Pier Angelo (Org.). **The rise and fall of state-owned enterprise in the western world**. New York: Cambridge University Press, 2000.

TUCH, Andrew F. Reassessing self-dealing: between no conflict and fairness. **Fordham Law Review**. v. 88, n. 3, pp. 939-998, 2019.

VILELA, Renato. **Conflito de interesses nas companhias: reflexões sobre as transações entre partes relacionadas pós IFRS**. 1. ed. São Paulo: Almedina. 2017.

YING, Qianwei; WANG, Liang. Propping by controlling shareholders, wealth transfer and firm performance: evidence from Chinese listed companies. **China Journal of Accounting Research**. n. 6, pp. 133-147, 2013.