

ARTIGO

AS "*GOLDEN SHARE*" – O ESTADO COMO AGENTE DECISOR

THE "*GOLDEN SHARE*" – THE STATE AS A DECISION MAKER

Janahim Dias Figueira

LL.M em Direito Financeiro e do Mercado de Capitais – Insper – São Paulo. Pós Graduado em Direito Empresarial – UniFMU – São Paulo. Graduado em Direito pela Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra – Portugal. Professor das disciplinas de Direito Econômico e Direito dos Contratos na FMU/SP

Área do Direito: Financeiro e Econômico

RESUMO: O objetivo central é identificar os aspectos estruturais e funcionais das *golden shares*, criando as necessárias comparações entre o direito brasileiro e o comunitário. Procura – se ter em conta os argumentos que serão analisados, tanto no Brasil como no exterior, para se sustentar a sua licitude.

ABSTRACT: The main objective is to identify the structural and functional aspects of golden shares, creating the necessary comparisons between the right and the Brazilian community. Search – taking into account the arguments that will be analyzed, both in Brazil and abroad, to support its legality.

PALAVRAS - CHAVE: *Golden share* – Mercado Financeiro – Regulação

KEYWORDS: *Golden share* – Financial Market – Regulation

SUMÁRIO: 1. Nota Introdutória – 2. Análise das *golden shares*, sua definição e os casos concretos do Reino Unido, França, Itália, União Européia e Brasil – 3. Modelos de comparação – 4. À guisa de conclusão – 5. Bibliografia

1. NOTA INTRODUTÓRIA

Analisando o tema proposto, tendo como pressuposto o instrumento jurídico de direito societário, quero expor algumas considerações que reputo por pertinentes sobre a chamada *golden share*¹, claro exemplo da atividade inventiva do moderno direito empresarial.

Essa temática foi criada nos idos da década de 80 do século XX, por ocasião do grande momento de privatizações das empresas britânicas, nesse momento, fez – se mister a concepção de um mecanismo que pudesse permitir em um só momento: (i) a transferência do controle societário dessas companhias a particulares (ii) e a reserva, nas mãos do Estado, de poderes que pudessem impedir a participação de estrangeiros em setores considerados estratégicos na economia nacional, cria – se então, a designada “*golden share*”²

As *golden shares* tratam – se de um título acionário, que representa uma unidade do capital social da empresa, que, sendo atribuída ao seu titular – o Estado – lhe confere prerrogativas especiais, não proporcionais à sua participação no capital da sociedade, mas que tem por objetivo garantir os interesses nacionais, com o direito de impedir o ingresso de acionistas estrangeiros no controle da companhia, no seu teor objetivo, as *golden share* visam a satisfação dos interesses públicos.

Partindo dessa ficção jurídica de cunho britânica, utilizada no momento crescente de privatizações pela qual passava o Reino Unido, o termo *golden share* foi largamente utilizado pelos demais ordenamentos jurídicos europeus, sendo adotado por

¹ Opta – se pelo termo “*golden share*” para evitar as traduções em tipologia ou critério que comumente se utilizam em língua portuguesa, que acabam por exprimir juízo sobre a respectiva qualificação jurídica, como é o caso da expressão “ação de classe especial”, utiliza – se neste artigo a expressão original para que possa haver uma postura de maior isenção.

² Tendo como relato de Madsen PIRIE, membro do Primeiro Gabinete do Governo Thatcher, a respeito do processo de privatização da companhia estatal britânica British Aerospace: “a privatização da British Aerospace levantou questões de segurança nacional. Fora perguntado se permitiríamos que tão importante indústria tivesse um controle estrangeiro. A resposta foi a introdução de uma “ação de ouro”. Ela é detida pelo governo inglês e pode ser ativada para garantir o controle acionário, no caso de a maioria das ações passarem para mãos estrangeiras”. (*Privatização, Mercado de Capitais e Democracia – a recente experiência internacional*. Sem referencia ao tradutor. Rio de Janeiro: Correio da Serra, 1988, p.21)

diversas nomenclaturas tais como *Action Spécifique* (França), *Poteri Speciali* (Itália), *Goldene Aktie e Spezialaktie* (Alemanha), *Regime Administrativo de Controle Específico* (Espanha) e *Ações de Classe Especial* (Brasil e México).

De início importante ressaltar que a licitude das denominadas *golden share* tem sido bastante questionadas, tanto no seu modelo original bem como sua aplicação ao setor privado, principalmente nos países de direito continental e no plano comunitário da União Européia.

Esses necessários questionamentos levam a uma necessária análise da conformidade da *golden share* com o direito.

2. ANÁLISE DAS GOLDEN SHARE, SUA DEFINIÇÃO E O CASO ESPECÍFICO DO REINO UNIDO.

As *golden share* tiveram sua criação no ordenamento jurídico britânico, em atenção às demandas políticas e econômicas surgidas durante o processo de privatização de companhias sob o controle do Estado.

As privatizações ocorrem em virtude do nascimento de uma crise de financiamento do Estado, ocorrida no Reino Unido na década de 70 do séc. XX, que tinha comprometido a capacidade de investimento público e a eficiência da administração dos recursos governamentais.

Surge a necessidade de transferir esses ativos para a iniciativa privada, que teriam maior capacidade de investimento e maiores incentivos para gerir de forma eficiente, essa política fora formalizada nos programas de privatização adotados por diversos países durante os anos 80³ do séc XX.

Para tanto, foi concebido um instrumento de reestruturação do poder interno das companhias objeto de privatização: as *golden shares*. Com a criação desse instrumento pretendia – se assegurar o investimento de recursos privados em atividades essenciais e, simultaneamente, resguardar os interesses estratégicos do Estado naquelas atividades, sem prejudicar o funcionamento da companhia.

³ MEGGINSON, William L; NETTER, Jeffrey M.. From State to Market: a survey to empirical studies on privatization. *Journal of economic literature*, Stanford, v. 39, n. 2, June 2001

Essa é sem dúvida, a principal função desempenhada pelas *golden shares* no seu bojo original. Essencial para esse entendimento a utilização da chamada comparação jurídica⁴, sendo definida em linhas gerais como o exame das diferenças existentes entre as regras e soluções jurídicas oferecidas pelos diversos sistemas de direito.

2.1 REINO UNIDO⁵

As *golden shares* tem sua origem no Reino Unido, no âmbito do processo de privatizações operadas a partir do ano de 1979, pelo governo da então primeiro – ministra Margareth Thatcher.

É crível que a diminuição da intervenção estatal na administração das empresas publicas constituiu claramente um dos pressupostos para o movimento de privatizações que fora levado a cabo. Mas, além desse interesse, o governo britânico entendeu que, mesmo após as transferência do controle das companhias estatais a particulares, um certo grau de intervenção por parte do Estado ainda deveria ser mantido.

E isso se justifica porque à época, grande parte das sociedades privatizadas no Reino Unido tinham grande importância estratégica para a economia local, sendo incumbidas da prestação de serviços públicos essenciais, não podendo assim, se permitir que essas companhias ficassem de certo modo vulneráveis a determinadas circunstâncias como a falências, interrupções das atividades ou transferências de controle acionário.

As *golden shares* visam ser uma ação preferencial resgatável⁶, com valor nominal de £1.00, que atribuía ao seu titular – o Estado – prerrogativas especiais. Essas prerrogativas eram diferentes conforme a empresa a ser privatizada, mas no geral,

⁴ A comparação jurídica é meio de conhecimento de que se vale este artigo, ainda que o resultado que se almeja não seja uma verdadeira obra de Direito Comparado.

⁵ Sobre o tema consultar: GRAHAM, Cosmo. Privatization – the United Kingdom experience. *Brooklyn Journal of International Law*, n. 21, p. 185 – 211, 1995.

⁶ Como indicam Cosmo GRAHAM e Tony PROSSER, na maioria dos casos, operava – se o resgate a requerimento do titular da ação. No entanto, alguns estatutos sociais previam prazo mínimo em que o Estado não poderia resgatar o título – Golden Shares: industrial policy by stealth. *Public Law*, Oxford, (s.n), p. 413 – 431, 1988.

consistiam em: (i) aprovação de reformas estatutárias que tivessem por objeto os artigos relativos às *golden share* ou aqueles que impusessem limites à titularidade de ações; (ii) o veto em deliberações a respeito da dissolução da companhia ou criação de novas ações; e (iii) aprovação da transferência de parte significativa dos ativos da companhia.

Além desses pressupostos, as *golden share* permitiam a adoção de procedimentos específicos para impedir, ou evitar, nova transferência de controle das companhias privatizadas, para tal, era necessário a prévia verificação de dois procedimentos.

O primeiro procedimento consistia em assegurar ao Estado, por ficção, a maioria dos votos em qualquer deliberação da Assembléia Geral caso houvesse, para tanto: (i) haveria a apresentação por parte de qualquer pessoa, de oferta pública de aquisição de ações da companhia privatizada, representativas de mais de 50% do capital votante; ou (ii) possibilidade de exercício, por uma única pessoa, ou por diversas, agindo em conjunto, de mais de 50% dos votos válidos na Assembléia.

O segundo procedimento, que foi utilizado com maior frequência, baseava – se na inclusão, no estatuto social, de regra segundo a qual, os administradores da companhia privatizada, deveriam adotar determinadas providências caso verificassem que algum acionista era titular de ações representativas de mais de 15% do capital votante⁷.

Em resumo, as providências nesse sentido eram: (i) notificar o acionista para que pudesse proceder à venda das ações em determinado prazo⁸; e (ii) em caso de recusa ou atraso por parte do acionista, proceder diretamente à venda das ações.

Sob a justificativa de assegurar uma real proteção ao interesse nacional, as *golden share* foram emitidas por diversas companhias do Reino Unido.

⁷ Segundo Cosmo GRAHAM e Tony PROSSER, por se tratar de uma regra estatutária, esse procedimento não precisaria estar vinculado a uma *golden share*, podendo ser encontrado também em companhias que não contavam com esse título, como a British Airways, operadora de linhas aéreas privatizada em janeiro de 1987 (*Privatizing public enterprises: constitutions, the State and regulation in comparative perspective*. New York: Oxford University Press, 1991, p. 142)

⁸ Após o recebimento da notificação, as ações nela referidas perdiam o direito de voto e o seu respectivo titular não poderia sequer participar das Assembléias Gerais.

A “onda” de privatizações no Reino Unido ocorreram em duas etapas: a primeira ocorreu entre os anos de 1979 e 1983⁹, segunda etapa do programa de privatizações britânico se estendeu entre 1984 e 1989¹⁰.

2.2. FRANÇA

Na França, a chamada *action spécifique* foi originalmente instituída pela Lei nº 86.912 de 6 de agosto de 1986¹¹, durante a primeira etapa do programa de privatizações das empresas integrantes do setor público francês.

De acordo com o disposto no artigo 10, alínea 2, da Lei nº 86.912 caberia ao Ministro da Economia definir se, em determinado processo de privatização, a proteção ao interesse nacional demandaria a criação de uma *action spécifique*. Ainda segundo esse artigo, tal *action* seria criada por ato ministerial, mediante a conversão de uma ação ordinária detida pelo Estado francês no capital social da companhia sujeita à privatização. E a mesma teria o prazo de duração de cinco anos, salvo se o Ministro da Economia determinasse, antecipadamente, a sua conversão em ação ordinária.

A *action spécifique*, assim instituída, atribuía ao Estado a prerrogativa de aprovar previamente a participação, na companhia, de pessoas ou grupo organizado de pessoas titulares de ações representativas de mais de 10% do capital social (cf. alínea 4 do artigo 10 da Lei nº 86.912).

O programa de privatizações francês decorreu em três etapas, na primeira etapa o programa de privatizações foi adotado por poucas companhias, dentro essa etapa, de

⁹ Essa etapa se caracteriza pela ausência de planejamento no processo de privatizações, a ponto de se evitar a referência a um “programa de privatizações”, pela transferência, ao setor privado, de empresas estatais que já atuavam em mercados competitivos e pela pequena adesão da população às ofertas de ações. Vide: GRAHAM, Cosmo; PROSSER, Tony. Privatising nationalised industries: constitutional issues and new legal techniques. *Modern law review*, Oxford, n. 50, p. 16 – 51, 1987, p. 17.

¹⁰ Em fevereiro de 1981, aproximadamente metade da participação estatal no capital das companhias foram transferidas a agentes privados. A participação remanescente foi objeto de oferta pública apenas em Maio de 1985. cf. VICKERS, John; YARROW, George. Privatisation: an economic analysis. Cambridge: MIT Press, 1989, p. 161.

¹¹ Trata – se da lei que disciplinava o procedimento e as medidas a serem adotadas para a alienação da participação estatal a agentes privados, alienação essa previamente autorizada pela Lei nº 86.793, de 2 de julho de 1986. Cumpre mencionar que, em junho de 1986, o Conselho Constitucional francês declarou, na decisão de nº 86.207, a constitucionalidade do projeto que originou a Lei nº 86.793 (disponível em <http://www.conseil-constitutionnel.fr/decision/1986/86207dc.htm>. Acesso em: 07 fev. 2012)

ressaltar que em 4 de julho de 1989, o Conselho Constitucional francês proferiu decisão favorável à adoção do mecanismo da *action spécifique*.

Em 1993, com a edição da Lei nº 93.923, iniciou – se a segunda etapa do programa francês de privatizações, que tendo respeitado os ditames da Lei nº 86.912, vem alterar a disciplina de certos mecanismos criados pela norma anterior, dentre os quais a *action spécifique*.

A Lei nº 93.923 amplia significativamente o rol dos direitos atribuídos ao Estado, em função da detenção da *action spécifique*. Além disso, a referida lei deixou de prever prazo para a vigência do título, dispondo, ao invés, que a *action spécifique* poderia ser convertida em ação ordinária a qualquer tempo, salvo se, com tal medida, a independência pudesse restar comprometida.

Mesmo assim, poucas companhias contaram com uma *action spécifique*. Em março de 1997, a *action spécifique* foi extinta, em função da alteração na política de privatizações francesa¹². Como se observa, tanto na primeira quanto na segunda fases do programa de privatizações francês, a *action spécifique* foi um mecanismo de defesa dos interesses nacionais muito pouco utilizado.

2.3.ITÁLIA

Na Itália, a reserva das prerrogativas estatais nas empresas objeto de privatização foi assegurada em 1994, pelos chamados *poteri speciali*, previstos no Decreto – Lei nº 332, de 31 de maio de 1994, convertido com as respectivas alterações na Lei nº 474, de 30 de julho de 1994.

Ao contrário do que se sucedeu no Reino Unido com as *golden shares*, e na França com a *action spécifique*, a atribuição ao Estado de tais *poteri speciali* não dependia da titularidade de ações representativas do capital social da companhia privatizada¹³.

¹² A referida extinção ocorreu por força do artigo 1 do Decreto nº 97.190, que revogou o Decreto nº 96.689.

¹³ Alguns autores indicam, porém, que a Itália pretendia adotar mecanismo de intervenção estatal vinculado à participação acionária. Tratava – se da chamada *azione a diritto privilegiato*, prevista no projeto de lei nº 3971, de 1986.

Segundo o disposto no decreto – lei, os *poteri speciali* estatutariamente previstos seriam atribuídos ao Ministro da Fazenda, que os deveria exercer em conjunto com outros Ministros, tendo em vista os objetivos nacionais de política econômica e industrial¹⁴.

Para disciplinar o exercício dos *poteri speciali* e na tentativa de compatibilizar tal exercício com os princípios de direito comunitário, o Presidente do Conselho de Ministros italiano editou, em 4 de maio de 1999 e em 11 de fevereiro de 2000, os decretos intitulados “*Direttiva per l’esercizio dei poteri speciali del Ministro del tesoro, del bilancio e della programmazione economica (...)*” e “*Definizione dei criteri di esercizio dei poteri speciali (...)*” respectivamente.

Tendo por base esses decretos, os *poteri speciali* devem ser exercidos nos casos e nos limites, inclusive temporais, previstos no estatuto social, observados os princípios de não discriminação e de vinculação aos motivos de interesse geral que justificaram a sua previsão estatutária, motivos esses relativos à ordem pública, segurança e defesa nacionais.

Após a recepção dos *poteri speciali* pelas companhias objeto do sistema de privatização italiano, houve forte questionamento em face do decreto – lei nº 332, sendo alterado pela Lei nº 350, de 24 de dezembro de 2003.

Pela nova edição do dispositivo, ao Estado permaneciam reservadas as seguintes prerrogativas: (i) oposição à aquisição de participação relevante, correspondente a pelo menos 5% do capital social votante; (ii) oposição à celebração de acordos ou pactos para – sociais que envolvessem ações com direito a voto representativas de, no mínimo 5% do capital votante; e (iii) veto nas deliberações que tivessem por objeto a dissolução, cisão ou fusão da companhia, a transferência de estabelecimento empresarial, a mudança da sede social para o exterior, a alteração do objeto social, e a modificação da cláusula estatutária relativa aos *poteri speciali*.

Embora o Estado italiano tenha utilizado de maneira esparsa os *poteri speciali*, de fato, apenas quatro companhias contam com essa previsão estatutária.

¹⁴ Cumpre notar que a referência aos “objetivos nacionais de política econômica e industrial” foi introduzida por ocasião da conversão do decreto – lei nº 332 na Lei nº 474.

2.4.UNIÃO EUROPÉIA

Em termos oficiais, o primeiro pronunciamento oficial de órgão da União Européia sobre os mecanismos de intervenção estatal, se deu através da Comissão da Comunidade Européia, no que se referia a “determinados aspectos jurídicos dos investimentos intra – comunitários”, que é datado de 19 de julho de 1997¹⁵.

Nos termos do referido comunicado, mesmo tendo os Estados – membros plena competência para incluir a privatização dentre as suas políticas públicas, as medidas de execução para a transferência do controle das companhias estatais ao setor privado não podem criar obstáculos para o mercado comum, especialmente para os investimentos intra – comunitários.

De fato, para a Comissão, tais investimentos, realizados tanto na forma de aquisição de controle de companhias como de compra e venda de ações negociadas em bolsa, são sempre protegidos da livre circulação de capitais e da liberdade de estabelecimento.

Esses princípios estão previstos nos artigos 43 e 56 do Tratado de Instituição da Comunidade Européia, integrando as chamadas “liberdades fundamentais” do Tratado e, por essa razão, não poderiam ser limitados pelos Estados – membros.

Segundo estudo realizado pela Comissão da Comunidade Européia, com base em informações prestadas pelos próprios Estados – membros, 141 companhias europeias apresentavam *golden shares* em julho de 2004¹⁶.

2.5.BRASIL

No Brasil, a chamada “ação de classe especial” foi prevista inicialmente pela Lei nº 8.031, de 12 de abril de 1990, que instituiu o Programa Nacional de Desestatizações – PND.

¹⁵ Inteiro teor disponível em <http://www.europa.eu.int>. Acesso em 16 de fevereiro de 2012.

¹⁶ Segundo Pedro de ALBUQUERQUE e Maria de Lurdes PEREIRA, afirmam que esse número não é exato, pois alguns Estados – membros, como Bélgica, Grécia e Portugal não prestaram as informações solicitadas, e há companhias britânicas emissoras de *golden shares* que não foram indicadas no estudo da comissão (As “*golden shares*” do Estado Português em empresas privatizadas: limites à sua admissibilidade e exercício. Coimbra: Coimbra Editora, 2006, p.40).

O artigo 1 da referida Lei enunciava por objetivos principais: “(i) reordenar a posição estratégica do Estado na economia, transferindo à iniciativa privada atividades indevidamente exploradas pelo setor público; (ii) contribuir para a redução da dívida pública, concorrendo para o saneamento das finanças do setor público; (iii) permitir a retomada de investimentos nas empresas e atividades que vierem a ser transferidas à iniciativa privada; (iv) contribuir para a modernização do parque industrial do país, ampliando sua competitividade e reforçando a capacidade empresarial nos diversos setores da economia; (v) permitir que a administração pública concentre seus esforços nas atividades em que a presença do Estado seja fundamental para a consecução das prioridades nacionais; (vi) contribuir para o fortalecimento do mercado de capitais, através do acréscimo de oferta de valores mobiliários e da democratização da propriedade do capital das empresas que integrem o programa”.

Para que esses objetivos fossem alcançados, a referida lei autorizou a alienação a particulares, dos direitos que asseguravam à União Federal o exercício do controle acionário em sociedades empresariais.

Importa salientar que sob a égide da Lei nº 8.031 de 1990, três empresas foram objeto de emissão de ações de classe preferenciais a saber: Companhia Eletromecânica Celma, Embraer e Companhia Vale do Rio Doce.

A adoção do modelo de ação de classe especial por essas companhias deixa bem evidente as potencialidades do instrumento no âmbito do direito privado.

3.MODELOS DE COMPARAÇÃO

Embora grande parte dos ordenamentos anteriormente “visitados”, a *golden share* seja representada por um título acionário correspondente a uma unidade do capital social (como ocorre no Reino Unido, França e Brasil), há casos (dentre os quais se insere a Itália) em que o instrumento assume a forma de mera cláusula estatutária, sem a exteriorização dos poderes em um título acionário.

No Reino Unido, tal sede é em geral estatutária, em virtude do campo alcance da autonomia privada no direito britânico, basta a inserção das regras aplicáveis aos atos constitutivos da companhia, não sendo necessária sua previsão legal.

Já nos países de sistema jurídico continental europeu, é imprescindível que a introdução das *golden share* terão de ser respaldadas pela lei, seja ela de direito público, no que tange às companhias objeto da privatização, seja na legislação acionária, no que se refere às companhias em geral. Isso não significa que a lei exija norma específica para o tema, bastando que a legislação societária preveja mecanismos que permitam a integração dos poderes especiais próprios para as *golden share*.

Interessante a diferenciação que se pode tecer às *golden share* quanto aos poderes que confere ao respectivo titular, as *golden share* encerram direitos de duas ordens: (i) relativos aos processos de decisão dos órgãos da companhia, em especial a Assembléia Geral; e (ii) relativos à ingerência na estrutura acionária da companhia¹⁷.

Finalmente se distinguirá as *golden share* conforme o titular dos poderes a elas inerentes, sendo o próprio Estado, na sua maior parte, ou mesmo um agente alheio à perspectiva da intervenção do Estado na economia.

4. À GUIA DE CONCLUSÃO

O objetivo principal deste artigo é de se poder em breves linhas se identificar os aspectos funcionais e estruturais das denominadas *golden shares*, e analisar as compatibilidades desta com as regras e os princípios gerais do direito.

Além de se poder criar uma sistematização envolvendo as *golden shares*, procura – se rever os argumentos invocados, tanto no exterior como no Brasil para se sustentar a validade do instrumento presente do artigo.

¹⁷ GRUNDMANN, Stefan; MOSLEIN, Florian. Golden shares – state control in privatized companies: comparative law, European law and policy aspects. Apri. 2003, disponível em <<http://ssrn.com/abstract410580>>. Acesso em 16 fev. 2012, p.3.

5. BIBLIOGRAFIA

ALBUQUERQUE, Pedro de; PEREIRA, Maria de Lurdes. As “golden shares” do Estado português em empresas privatizadas: limites à sua admissibilidade e exercício. Coimbra: Coimbra Editora, 2006.

BULGARELLI, Waldirio. Regime jurídico do conselho fiscal das S.A. Rio de Janeiro: Renovar. 1998.

CANTIDIANO, Luiz Leonardo. Direito societário e mercado de capitais. Rio de Janeiro: Renovar, 1994.

CARVALHOSA, Modesto Souza Barros. Comentários à lei de sociedades anônimas. 4. Ed. São Paulo: Saraiva. 2002. V.1.

_____ Comentários à lei de sociedades anônimas. 3. Ed. São Paulo: Saraiva. 2002. V.2 e 3.