

ALBERTO JONATHAS MAIA

**MANUAL DE ARBITRAGEM SOCIETÁRIA
DO CONTRATO AO PROCESSO**

2027

ARBITRAGEM EM EMPRESAS ESTATAIS

Realmente, o Estado assumiu várias atividades econômicas, chegando, em determinados momentos, a extrapolar seu campo de ação empresarial. Porém, o Poder Público agiu sobre a atividade econômica, criando empresas ou incorporando outras da iniciativa privada, combatidas àquela época, porque foi convocado para tanto. Assim, colocou em suas mãos essas atividades empresariais com o fito de solucionar, ou tentar amenizar, a crise enfrentada pelos mesmos que hoje defendem – como solução para os problemas políticos, econômicos e sociais vivenciados na sociedade contemporânea deste final de século – que ele não deve mais atuar na ordem econômica como empresário¹.

3.1. GENERALIDADES

A adoção da forma empresarial pelo Estado parte de uma constatação de que certas atividades econômicas exigem capacidade decisória, mobilidade operacional e instrumentos de gestão incompatíveis com a rigidez ordinária da Administração direta.

Ao constituir empresas públicas e sociedades de economia mista, o Poder Público ingressa no domínio econômico e incorpora técnicas organizacionais próprias do direito privado, desenvolvidas no âmbito das sociedades comerciais e, com maior intensidade, das sociedades por ações. Essa escolha institucional busca conferir à atuação estatal maior aptidão para contratar, investir, competir, financiar projetos, reorganizar estruturas produtivas e responder às demandas do mercado com menor dependência dos procedimentos burocráticos tradicionais².

Daí a relevância histórica do movimento, identificado no Brasil entre o final da década de 1960 e o início da década de 1970, de conversão de órgãos da Administração direta e de antigas “autarquias econômicas” em empresas estatais, como ocorreu com a Empresa Brasileira de Correios e Telégrafos, com o Banco Nacional da Habitação e com o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico. A empresa estatal surge como técnica jurídica de flexibilização da ação administrativa no campo econômico: preserva-se a presença do Estado, mas se altera o regime organizacional de sua atuação, substituindo-se a lógica da repartição administrativa pela lógica da unidade empresarial dotada de personalidade de direito privado, patrimônio próprio, autonomia gerencial e maior liberdade operacional³.

De fato, a constituição de empresas estatais é resposta a rupturas na organização das economias nacionais e do mercado global. Em distintos contextos históricos, as estatais foram concebidas como instrumentos de *reorganização produtiva em cenários de crise*, reconstrução ou transição econômica, nos quais os mecanismos tradicionais da iniciativa privada revelam-se insuficientes para assegurar continuidade, escala ou coordenação sistêmica da atividade econômica⁴.

A atuação direta do Estado por meio de entes empresariais é meio de preservação e de expansão dos processos de acumulação de capital e não se destina à substituição do mercado, mas à sua estabilização e ao exercício de uma função indutora do desenvolvimento econômico.

Essa lógica explica a proliferação de empresas estatais com atuação nacional e transnacional, concebidas para implementar estratégias de de-

¹ OLIVEIRA, Jorge Rubem Folea de. O Estado empresário: o fim de uma era. Revista de informação legislativa: v. 34, n. 134. Brasília, 1997, p. 303.

² FERREIRA, Sergio de Andréa. O direito administrativo das empresas governamentais brasileiras. Revista de Direito Administrativo, n. 136, abr./jun. 1979, p. 5.

³ Cf. SCHWIND, Rafael Wallbach. Participação estatal em empresas privadas: as “empresas público-privadas”. 2014. Tese (Doutorado) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014, p. 24 e ss.

⁴ Cf. OCTAVIANI, Alessandro; NOHARA, Irene Patrícia. Estatais. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2019.

envolvimento de longo prazo, controlar setores sensíveis, administrar recursos estratégicos ou viabilizar políticas públicas incompatíveis com a racionalidade microeconômica típica das empresas privadas.

As estatais operam em um plano distinto daquele ocupado pelo empresário individual ou pela corporação privada orientada *exclusivamente pelo lucro*: sua razão de ser está vinculada à realização de objetivos coletivos, à coordenação de interesses difusos e à execução de escolhas políticas que demandam tempo, capital intensivo e tolerância a riscos que o mercado, isoladamente, não está disposto ou não é capaz de assumir⁵.

O caso chinês ilustra bem a centralidade contemporânea das empresas estatais na dinâmica do capitalismo global⁶. A presença maciça de estatais em praticamente todos os setores da economia, sua intensa atuação internacional e seu papel estratégico na política de inovação tecnológica evidenciam um modelo no qual a empresa estatal não representa um resíduo de economias planificadas, mas um agente sofisticado de concorrência, investimento e expansão geoeconômica⁷.

Submetidas a estruturas complexas de governança e planejamento centralizado, essas empresas operam simultaneamente como braços executivos da política econômica estatal e como competidores globais, reforçando a necessidade de marcos jurí-

dicos capazes de acomodar sua natureza híbrida. Nos parece que é essa a indispensável premissa para a compreensão, em seguida, do regime jurídico das estatais brasileiras e da admissibilidade da arbitragem em seu âmbito societário.

Ora, se o Poder Público opta por atuar em ambientes econômicos sujeitos à livre concorrência ou por participar da repartição de resultados econômicos, essa atuação se materializa por meio de empresas públicas ou sociedades de economia mista, estruturadas segundo formas jurídicas próprias. Aqui há, inclusive, amparo constitucional (art. 173). A ordem econômica reconhece o exercício da atividade empresarial como campo primordial da iniciativa privada, ao passo que admite a presença direta do Estado apenas de modo excepcional e funcionalmente justificado⁸.

O simples fato de o acionista controlador ser um ente federado não altera a lógica econômica da atividade nem converte a obtenção de resultados positivos em finalidade pública autônoma, pois a arrecadação de receitas sejam elas primárias ou derivadas da participação societária não constitui objetivo estatal em si mesmo.

A legitimidade da atuação empresarial do Estado, portanto, não se funda na maximização de lucros ou na invocação abstrata do interesse público, mas na conformidade dessa atuação com o regime concorrencial, com as regras societárias e com os limites constitucionais que condicionam a intervenção estatal na economia⁹.

É precisamente a partir dessa moldura constitucional que se estrutura o regime jurídico das empresas estatais no direito brasileiro.

A opção legislativa não foi criar entes imunes às lógicas do mercado, mas adotar pessoas jurídicas organizadas sob formas típicas do direito privado, dotadas de patrimônio próprio e vocacionadas ao exercício de atividade econômica em condições semelhantes às das empresas privadas.

É nesse contexto que se insere a disciplina inaugurada pelo Decreto-Lei nº 200/1967, cuja função é precisamente operacionalizar a presença do Estado como agente econômico.

O Decreto-Lei nº 200/1967, em seu art. 5º, inciso II (na redação conferida pelo Decreto-Lei nº 900/1969), caracteriza a *empresa pública* como pessoa jurídica de direito privado, com patrimônio

⁵ Cf. ABRANCHES, Sérgio Henrique. A Empresa Pública como Agente de Políticas do Estado: fundamentos teóricos do seu papel, inclusive em face de nossas relações com o exterior. In: ABRANCHES, Sérgio Henrique. A Empresa Pública no Brasil: Uma abordagem multidisciplinar. Brasília: IPEA, 1980.

⁶ “Uma das manifestações dessa realidade econômica mundial é a contemporânea presença de um forte e proativo setor de empresas estatais, com diversas formas e enfoques. Sua presença é massiva e localizada em inúmeros setores, cada qual cumprindo papéis estratégicos para seus respectivos Estados Nacionais. Das dez maiores empresas do mundo, tendo-se como referência o valor total do ativo detido, segundo a Revista Forbes, em 2018, 60% são empresas estatais, pertencentes a China, Estados Unidos e Japão: 1. ICBC – China; banco comercial e industrial; com ativos na ordem de US\$ 4,2 trilhões; 2. China Construction Bank – China; banco comercial; com ativos na ordem de US\$ 3,6 trilhões; 3. China Agricultural Bank – China; banco agrícola; com ativos na ordem de US\$ 3,4 trilhões; 4. Fannie Mae – Estados Unidos; atuante no mercado de hipotecas; com ativos na ordem de US\$ 3,3 trilhões; 5. Bank of China – China; banco comercial; com ativos na ordem de US\$ 3,2 trilhões; e 6. Japan Post Holdings – Japão; conglomerado com atuação em setores como transportes, postal, banco comercial e seguros; com ativos na ordem de US\$ 2,5 trilhões.” OCTAVIANI, Alessandro; NOHARA, Irene Patrícia. Estatais. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2019.

⁷ PUTY, Claudio Alberto Castelo Branco. A estratégia de internacionalização de estatais chinesas e o Brasil. Boletim de Análise Político-Institucional, n. 15. Brasília: IPEA, 2018, p. 39.

⁸ GRAU. Eros. A ordem econômica na constituição de 1988. São Paulo: Malheiros, 2010, p. 99 e ss.

⁹ Idem.

próprio e capital integralmente pertencente à União, instituída por lei com o objetivo de desempenhar atividade econômica que o Estado precise assumir por razões de conveniência administrativa ou em virtude de situações excepcionais¹⁰. Prevê ainda que essa entidade pode adotar qualquer das formas societárias admitidas pela legislação brasileira¹¹.

O mesmo dispositivo, em seu inciso III, define a *sociedade de economia mista* como pessoa jurídica de direito privado, também criada por lei, estruturada obrigatoriamente sob a forma de *sociedade anônima* e destinada à exploração de atividade econômica, sendo essencial que a maioria das ações com direito a voto permaneça sob titularidade da União ou de entidades integrantes da administração indireta.

Já a Lei nº 13.303/2016 conhecida como a Lei das Estatais, em seu art. 3º, conceitua a empresa pública como pessoa jurídica de direito privado, criada mediante autorização legal, com patrimônio próprio e capital integralmente detido pela União, pelos Estados, pelo Distrito Federal ou pelos Municípios.

O Decreto Federal nº 8.945/2016 complementa essa definição ao estabelecer que a empresa pública é a entidade estatal *cujo capital votante pertence majoritariamente à União* e cujo capital social é formado exclusivamente por recursos públicos.

As empresas públicas caracterizam-se pela integralidade do capital pertencente ao Poder Público, podendo ser instituídas pela União, Estados, Distrito Federal ou Municípios. Inserem-se nesse grupo, entre outras, a Caixa Econômica Federal, as já mencionadas Empresa Brasileira de Correios e Telégrafos e o BNDES.

Já as sociedades de economia mista possuem estrutura societária híbrida, com participação simultânea de capital público e privado, mantendo-se, contudo, o controle acionário e decisório nas mãos do ente estatal instituidor. São exemplos paradigmáticos a Petrobras, o Banco do Brasil, a Eletrobras, a Sabesp, a Sanepar e a Copel. A distinção central entre esses dois modelos reside, portanto, na *composição do capital social*: enquanto nas empresas públicas ele é exclusivamente estatal, nas sociedades de economia mista há abertura ao

investimento privado, sem prejuízo da preservação do controle público.

Diversas entidades enquadradas em ambas as categorias já participaram, ativa ou passivamente, de procedimentos arbitrais envolvendo controvérsias contratuais, societárias e regulatórias, o que evidencia a progressiva incorporação da arbitragem como mecanismo legítimo de resolução de conflitos no âmbito das empresas estatais.

Nesse contexto, a arbitragem envolvendo empresas estatais, notadamente sociedades de economia mista e empresas públicas, representa uma das manifestações mais complexas da interação entre o direito societário e o direito público, na medida em que essas entidades se situam em um espaço híbrido entre o regime privado das sociedades anônimas e o regime jurídico-administrativo que condiciona sua atuação¹².

Mencione-se por exemplo a Petrobras que vive o “raro privilégio” de ter de prestar contas simultaneamente à ANP e à CVM como se uma só lupa regulatória fosse pouco para iluminar os mistérios da governança estatal.

De todo modo, a possibilidade de que sociedades de economia mista recorram à arbitragem não constitui inovação recente no direito brasileiro.

Já em meados da década de 2000, a jurisprudência do Superior Tribunal de Justiça consolidou entendimento favorável à adoção do método arbitral por essas entidades. No caso Terminal Multimodal de Coroa Grande (TMC) v. Nuclebras Equipamentos Pesados S.A. – Nuclep, o STJ reconheceu que, quando atuam em regime de direito privado e desempenham atividades de natureza empresarial, as sociedades de economia mista situam-se em posição de igualdade com as empresas privadas.

Sedimentou-se que, amparadas pelo art. 173, § 1º, II, da Constituição Federal, podem validamente celebrar convenções de arbitragem para resolver controvérsias patrimoniais decorrentes de suas relações negociais, inexistindo qualquer vedação jurídica à utilização desse mecanismo alternativo de solução de disputas¹³.

O debate em torno da arbitragem nessas sociedades exige, portanto, a análise simultânea de três ordens normativas: a Lei das Sociedades por Ações (Lei nº 6.404/1976), a Lei das Estatais

¹⁰ GRAU. Eros. A ordem econômica na constituição de 1988. São Paulo: Malheiros, 2010, p. 141.

¹¹ Cf. PIZARRO, João Pedro Sciencia. Regime societário das sociedades de economia mista à luz da Lei 13.303, de 30 de junho de 2016. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, v. 105. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2024.

¹² MARTINS, Pedro Batista. Arbitragem no direito societário, 2. ed. RJ: GZ, 2018, p. 127 e ss.

¹³ STJ - AgRg no MS: 11308 DF 2005/0212763-0, Relator: Ministro LUIZ FUX, Data de Julgamento: 28/06/2006, S1 - PRIMEIRA SEÇÃO, Data de Publicação: DJ 14/08/2006 p. 251.

(Lei nº 13.303/2016) e a Lei de Arbitragem (Lei nº 9.307/1996).

A Lei nº 13.303/2016 consagrou expressamente a possibilidade de adoção da arbitragem pelas sociedades de economia mista estabelecendo que a sociedade de economia mista poderá solucionar, mediante arbitragem, as divergências entre acionistas e a sociedade, ou entre acionistas controladores e acionistas minoritários, nos termos previstos em seu estatuto social (art. 12, parágrafo único)¹⁴.

A norma reproduz a diretriz do art. 109, § 3º, da Lei das S.A., que autoriza a cláusula compromissória estatutária para dirimir conflitos entre acionistas e companhia.

Todavia, a previsão na Lei das Estatais confere uma dimensão pública à arbitragem societária: diz respeito a uma autorização legislativa para que o ente estatal, ainda que submetido a princípios da Administração Pública, possa optar por um método privado de resolução de controvérsias.

Nesse cenário, a antiga fronteira rígida entre público e privado perde nitidez: em muitos casos, a tutela do interesse público coincide com a proteção de interesses legítimos de investidores, credores e acionistas minoritários.¹⁵

Isso implica relativizar a retórica do “interesse público” como cláusula de bloqueio à arbitragem e reconhecer que, em litígios empresariais envolvendo estatais, a solução eficiente e tecnicamente qualificada proporcionada pela arbitragem pode ser, precisamente, a forma mais adequada de realizar o interesse público primário, ligado às necessidades da coletividade, e não meramente conveniências administrativas de curto prazo¹⁶.

Realmente, o reconhecimento legislativo elimina qualquer dúvida quanto à *arbitrabilidade subjetiva* dessas empresas que são plenamente capazes de celebrar convenções arbitrais e quanto à *arbitrabilidade objetiva* das matérias de natureza patrimonial e disponível. Com efeito, divergências sobre exercício de direitos societários, dividendos, abuso de poder de controle, descumprimentos contratuais, violação de deveres fiduciários e responsabilidade civil de administradores podem ser submetidas à arbitragem.

Embora as sociedades de economia mista integrem o setor empresarial, a presença do Estado no capital social e a finalidade pública de sua atuação introduzem restrições relevantes. Como já se observou, a arbitragem com participação estatal não pode ser interpretada a partir do paradigma puramente privado: a presença do interesse público implica a observância de princípios de transparência, controle e motivação¹⁷.

A arbitragem nas sociedades de economia mista deve observar a disciplina aplicável às companhias abertas quando houver capital disperso e ações negociadas em bolsa. A inserção da cláusula compromissória no estatuto social depende de aprovação assemblear e vincula todos os acionistas.

No plano societário, a utilização da arbitragem introduz reflexos diretos na estrutura de governança corporativa, na relação entre acionistas e no exercício do poder de controle pelo Estado, que é o elemento distintivo das sociedades de economia mista. Mais ainda, o Estado, ao atuar como acionista controlador, não o faz na condição de ente soberano, mas como agente econômico submetido às regras da Lei das S. A.¹⁸.

Nessa condição de Controlador, deve exercer seu poder de controle em conformidade com o interesse social da companhia (LSA, art. 116).

Como se pode notar, a arbitragem atua como mecanismo de responsabilização e equilíbrio entre o controlador público e os minoritários, prevenindo o uso político do controle estatal; projeta-se como mecanismo institucional de equilíbrio entre racionalidade econômica, governança corporativa

¹⁴. “A Lei 13.129/2015 alterou a Lei 9.307/96, inserindo dispositivo no art. 1º que autoriza a Administração Pública direta ou indireta a utilizar-se de arbitragem, específica e restritamente para direitos patrimoniais disponíveis. No ano seguinte, a Lei 13.303/16 estabeleceu, no parágrafo único do art. 12, que a sociedade de economia mista poderá solucionar, mediante arbitragem, as divergências entre acionistas e a sociedade, ou entre acionistas controladores e acionistas minoritários, nos termos previstos em seu estatuto social. Essas duas previsões encartam-se em uma longa sequência de dispositivos normativos que visaram a instilar o instituto da arbitragem no interior da prática da Administração Pública brasileira, não só em sua ação econômica como empresária, mas também na posição de poder cogente e autoridade reguladora”. OCTAVIANI, Alessandro; NOHARA, Irene Patrícia. Estatais. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2019.

¹⁵. MARTINS, Pedro Batista. Arbitragem no direito societário, 2. ed. RJ: GZ, 2018, p. 133.

¹⁶. Cf. JUSTEN FILHO, Marçal. Parecer sobre a Responsabilidade Direta da Sociedade de Economia Mista por danos acarretados aos investidores. In WALD. Arnold. A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores. São Paulo: Quartier Latin, 2018,

p. 203-278; FRANÇA, Valladão Azevedo e Novaes; VON ADAMEK, Marcelo Vieira. Direito Processual Societário: comentários breves ao CPC/2015. 4. ed. Salvador: Juspodivm, 2024, p. 298.

¹⁷. SCHWIND, Rafael Wallbach. Participação estatal em empresas privadas: as “empresas público-privadas”. Tese (Doutorado em Direito do Estado) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014, p. 298.

¹⁸. OCTAVIANI, Alessandro; NOHARA, Irene Patrícia. Estatais. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2019.

e realização do interesse público, ao submeter a atuação empresarial do Estado a padrões decisórios técnicos, especializados e juridicamente controláveis.

3.2. REGIME SOCIETÁRIO DAS ESTATAIS

O regime societário das empresas estatais parte de uma opção legislativa de inserção empresas públicas, sociedades de economia mista e subsidiárias em uma estrutura empresarial sujeita a regras de direito privado, sem afastar os deveres decorrentes de sua integração à Administração Pública indireta.

A Lei nº 13.303/2016 organiza esse modelo a partir de dois eixos complementares. De um lado, aproxima as empresas estatais da disciplina societária comum, com fundamento na Lei nº 6.404/1976. De outro, impõe padrões próprios de governança, transparência, controle interno, gestão de riscos e proteção dos acionistas.

A sociedade de economia mista, por expressa determinação legal, deve ser constituída sob a forma de sociedade anônima e se submete, ressalvadas as normas especiais da Lei das Estatais, ao regime da Lei das S.A. A empresa pública, embora possa assumir formas jurídicas diversas, também é alcançada por regras societárias e contábeis próprias das companhias, inclusive quanto à escrituração, elaboração de demonstrações financeiras e auditoria independente, conforme orientação dos arts. 5º a 7º.

Essa aproximação com a Lei das S.A. revela que a estatal é pessoa jurídica organizada para atuar por meio de estatuto, órgãos de administração, demonstrações financeiras, controles internos e mecanismos de responsabilização. A incidência da disciplina societária confere forma empresarial à atuação estatal, permitindo que a empresa pública e a sociedade de economia mista celebrem negócios, administrem patrimônio, contratem, assumam riscos e prestem contas segundo uma racionalidade compatível com a atividade econômica que exercem¹⁹.

A Lei nº 13.303/2016 exige que o estatuto social das estatais incorpore regras de governança corporativa, transparência, gestão de riscos, controle interno, composição da administração e, quando houver acionistas, mecanismos de proteção de seus interesses. Essa previsão tem relevância prática. O estatuto além de ser um o *ato organizativo* da pessoa jurídica e passa a funcionar como instrumento de

conformação institucional da estatal. Nele devem estar refletidos os limites da autorização legislativa, a forma de atuação dos órgãos internos, a estrutura decisória, os canais de controle e os padrões mínimos de integridade

O art. 8º exige a elaboração de carta anual, subscrita pelos membros do Conselho de Administração, com a explicitação dos compromissos ligados à realização de políticas públicas, ao interesse coletivo ou ao imperativo de segurança nacional que fundamentaram a criação da estatal. Essa carta deve indicar os recursos destinados a tais objetivos e os impactos econômico-financeiros esperados, com base em indicadores objetivos.

A transparência, nesse desenho, serve à fiscalização do mercado, dos órgãos de controle, dos acionistas e da sociedade. A lei também exige a divulgação de informações sobre atividades desenvolvidas, estrutura de controle, fatores de risco, dados econômico-financeiros, remuneração dos administradores, práticas de governança, política de dividendos, política de transações com partes relacionadas, relatório integrado ou de sustentabilidade e, após alteração legislativa incluído pela Lei nº 15.177/25, política anual de igualdade entre homens e mulheres.

A disciplina legal também procura separar a atividade empresarial comum das obrigações assumidas em condições distintas daquelas aplicáveis às empresas privadas do mesmo setor. Quando a estatal exploradora de *atividade econômica* recebe encargos específicos do Poder Público, esses encargos devem estar previstos em lei, regulamento, contrato, convênio ou ajuste, com ampla publicidade. Além disso, seus custos e receitas devem ser discriminados, inclusive no plano contábil. A regra evita a confusão entre *resultado empresarial* e *execução de política pública*. Exemplo disso ocorre quando uma estatal é chamada a manter operação deficitária por determinação estatal, a praticar preços orientados por finalidade pública ou a executar programa setorial sem correspondência direta com a lógica econômica do mercado. Nessas hipóteses, a lei exige identificação, mensuração e divulgação do impacto financeiro dessa atuação.

O art. 9º exige práticas de controle interno, área responsável por *compliance* e gestão de riscos, auditoria interna e Comitê de Auditoria Estatutário. A lei determina ainda a elaboração de Código de Conduta e Integridade, com regras sobre prevenção de conflitos de interesses, vedação de corrupção e fraude, canal de denúncias, proteção contra retar-

¹⁹ Cf. OCTAVIANI, Alessandro; NOHARA, Irene Patrícia. Estatais. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2019, p. 75.

liação, sanções internas e treinamento periódico de empregados e administradores.

A área de *compliance* deve ter posição institucional definida, com previsão estatutária de independência e possibilidade de reporte direto ao Conselho de Administração em situações que envolvam suspeita sobre o diretor-presidente ou omissão na adoção de providências. A estrutura busca reduzir o risco de captura política, conflito de interesses e desvio de finalidade.

No que se refere a composição dos órgãos de administração das estatais deve-se instituir comitê estatutário para verificar a conformidade do processo de indicação e avaliação de membros do Conselho de Administração e do Conselho Fiscal. As atas desse comitê, quando destinadas à análise do cumprimento dos requisitos de indicação, devem ser divulgadas, inclusive com registro de manifestações divergentes. A lei autorizadora da criação da estatal deve estabelecer diretrizes sobre Conselho de Administração, Diretoria, Conselho Fiscal, Comitê de Auditoria Estatutário, avaliação anual de desempenho e prazos de gestão.

O Conselho de Administração deve observar número mínimo de sete e máximo de onze membros; a Diretoria deve contar com ao menos três diretores; o Conselho Fiscal deve funcionar de modo permanente; e os mandatos dos administradores devem observar prazo unificado não superior a dois anos, com limites à recondução.

Há, ainda, regras específicas decorrentes da natureza de cada espécie estatal. A empresa pública, por ter capital *integralmente público*, não pode emitir debêntures ou outros valores mobiliários conversíveis em ações, nem partes beneficiárias. A sociedade de economia mista, por admitir participação privada no capital, submete-se com maior intensidade à lógica de proteção de acionistas e ao regime informacional aplicável às companhias, sobretudo quando registrada na Comissão de Valores Mobiliários.

Nesse contexto se insere a autorização do art. 12, parágrafo único, para que a sociedade de economia mista submeta à arbitragem as divergências entre acionistas e sociedade, ou entre acionistas controladores e minoritários, desde que haja previsão estatutária.

Essa configuração confirma a compreensão da arbitragem como garantia societária de solução de conflitos, compatível com a natureza empresarial da estatal quando houver participação de investidores privados, controvérsias de governança ou disputas entre o controle público e os direitos da minoria.

3.3. ACORDO DE ACIONISTAS NAS ESTATAIS

O acordo de acionistas consiste em um instrumento contratual firmado entre os sócios de uma mesma companhia, regido pelas regras gerais de validade e eficácia aplicáveis aos negócios jurídicos privados²⁰.

Seu propósito é disciplinar o modo como os acionistas exercerão os direitos inerentes às suas ações, abrangendo aspectos ligados à formação e ao exercício do poder de controle, à coordenação do voto dos minoritários e à circulação das ações no mercado. Em essência, esses pactos servem para harmonizar os interesses entre os acionistas quanto ao uso de seus direitos políticos na condução da sociedade e quanto à gestão de seus direitos econômicos decorrentes da titularidade acionária²¹.

Os acordos entre acionistas públicos e privados nas sociedades de economia mista ou parcerias empresariais de natureza público-privada têm a função de equilibrar a condução da empresa e proteger o interesse público no âmbito corporativo.

Esses instrumentos contratuais estabelecem regras sobre como o sócio estatal participará das deliberações sociais, podendo abranger diversas matérias como a aprovação de determinadas operações estratégicas e a própria inclusão da cláusula compromissória.

É por meio dele que se definem, por exemplo, matérias sujeitas a quórum qualificado, direitos de indicação de administradores pelo sócio estatal, deveres de informação reforçados, bem como mecanismos para prevenir conflitos de interesses entre o investidor público e o privado. Ao mesmo tempo, subsistem os limites decorrentes do interesse social da companhia: o exercício coordenado do voto, ainda que amparado no acordo, não pode ser orientado por objetivos estranhos à sociedade, sob pena de configurar abuso de poder de controle ou de minoria, conforme os arts. 115, 116 e 117 da Lei das S.A.²²

²⁰ Cf. BESSONE, Darcy. Acordo de acionistas: poderes do acionista controlador de sociedade anônima – artigos 116, 238 e 273 da Lei 6.404/76. In: Doutrinas essenciais de direito empresarial. v. 3, cap. 4. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011.

²¹ CARVALHOSA, Modesto. Acordo de acionistas: homenagem a Celso Borba Filho. São Paulo: Saraiva, 2011. p. 20.

²² CARVALHOSA, Modesto. Comentários à Lei de Sociedades Anônimas. v. 2: Artigos 75 a 137. São Paulo: Saraiva, 2011. p. 490, 562, 602 e ss.

Mesmo sem deter a maioria acionária, o ente público assegura certa influência na gestão e na orientação das decisões societárias, garantindo que os objetivos de interesse coletivo coexistam com a lógica privada de eficiência e rentabilidade. Contudo, para que se preserve a natureza híbrida da empresa é indispensável que o controle societário permaneça, de fato, nas mãos do investidor privado, conforme os parâmetros da Lei das S.A.²³

Além disso, a própria natureza *parassocial* do acordo de acionistas ganha relevo nesse contexto²⁴. É ajuste que gravita em torno da companhia, condicionando o modo como determinados sócios exercerão seus direitos, sem modificar diretamente o estatuto ou a estrutura formal da sociedade²⁵.

A doutrina passa a separar os acordos qualificados como típicos, aqueles que versam sobre as hipóteses expressamente previstas no art. 118 da Lei nº 6.404, dos chamados atípicos, que regulam matérias não contempladas nesse dispositivo²⁶. Ambos se submetem ao regime geral dos contratos, sendo válidos e eficazes entre seus signatários; a diferença está em que somente os acordos típicos irradiam efeitos diretamente perante a companhia e perante terceiros²⁷.

A validade e a eficácia do acordo dependem, contudo, de sua compatibilidade com o regime societário aplicável e com as normas de direito público incidentes sobre o ente estatal. Em empresas com participação do Poder Público, essa dupla vinculação exige que o acordo seja desenhado de forma a respeitar, simultaneamente, os limites da Lei das S.A. e os deveres de legalidade, eficiência e transparência impostos à Administração²⁸.

Outro aspecto relevante diz respeito à oponibilidade e à execução específica do acordo. A disciplina do art. 118 da Lei 6.404/76 condiciona a eficácia do pacto perante a companhia e terceiros ao seu arquivamento na sede social e, quando aplicável, à averbação nos livros societários e nos certificados de ações²⁹.

Nas companhias com participação estatal, esse regime não se altera: uma vez cumpridas as formalidades, a sociedade deve observar o acordo, podendo o presidente da assembleia ou de órgãos colegiados desconsiderar votos proferidos em violação às disposições pactuadas. Ora, ao ente público cumpre, ao aderir a um acordo de acionistas, submeter-se às *mesmas consequências* contratuais e organizacionais que qualquer investidor privado.

A adequada estruturação do acordo de acionistas em empresas com participação estatal exige atenção ao risco de “reestatização de fato” por via contratual.

A concentração excessiva de direitos de veto, assentos em órgãos de administração ou poderes de influência conferidos ao ente público pode, na prática, deslocar o centro decisório para o Estado, em tensão com o desenho jurídico de sociedade de economia mista ou parceria societária público-privada. De outro lado, a ausência completa de salvaguardas ao interesse público pode esvaziar a razão de ser da presença estatal no capital. O desafio reside em construir acordos que assegurem influência qualificada ao sócio público, preservando ao mesmo tempo a preponderância do investidor privado no controle societário e a racionalidade econômica do empreendimento.

Nessa moldura, controvérsias decorrentes da interpretação, execução ou extinção de acordos de acionistas, em especial aquelas relacionadas ao exercício de direitos de voto, deveres de investimento, mecanismos de liquidez e responsabilidade entre os signatários, envolvem, em regra, direitos patrimoniais disponíveis e, portanto, podem ser validamente submetidas à arbitragem.

3.4. ESTADO COMO ACIONISTA MINORITÁRIO

O Estado pode participar de sociedades privadas sem assumir o seu controle. Nessa hipótese, ele ocupa posição de *sócio minoritário* em empresa

²³ SCHWIND, Rafael Wallbach. Participação estatal em empresas privadas: as “empresas público-privadas”. Tese (Doutorado em Direito do Estado) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014, p. 298.

²⁴ SALOMÃO FILHO, Calixto. O novo direito societário. 4. ed. São Paulo: Editora Malheiros, 2011. p. 128.

²⁵ SCHWIND, Rafael Wallbach. Participação estatal em empresas privadas: as “empresas público-privadas”. Tese (Doutorado em Direito do Estado) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014, p. 286.

²⁶ ABRAÃO, Eduardo Lysias Maia. Acordos de acionistas: típicos e atípicos. Curitiba: Juruá, 2011, p. 115.

²⁷ Cf. SOUZA, Uriel Wesley dos Santos. Análise econômica do acordo de acionistas como meio de incentivo ao investimento de capital privado nas sociedades de economia mista: aplicação à Lei Estadual 13.813/2017 da Bahia. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, v. 83. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2019.

²⁸ Cf. ARAGÃO, Alexandre Santos de. Direito administrativo societário – uma introdução. Revista dos Tribunais, v. 974. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2016, p. 201-222.

²⁹ Cf. BERTOLDI, Marcelo M. Acordo de acionistas. São Paulo: RT, 2006.

submetida ao comando de particulares. A sociedade mantém personalidade jurídica de direito privado, adota a forma societária escolhida por seus sócios e permanece fora da Administração Pública indireta. A presença de capital público, por si, não transforma a sociedade participada em empresa pública, sociedade de economia mista ou subsidiária estatal³⁰.

A sociedade com participação estatal minoritária segue o direito privado. Essa distinção define o regime jurídico aplicável. Ela não passa a contratar por licitação, não seleciona empregados por concurso público e não se submete ao regime de controle externo próprio das entidades administrativas. O controle público incide sobre o ato estatal de investir, manter, exercer ou alienar a participação societária. O investimento é público; a sociedade participada permanece privada.

A Constituição exige autorização legislativa para a participação de entidades da Administração em empresas privadas (Cf. art. 37, XIX e XX). Essa autorização deve guardar relação com o objeto da entidade investidora e com o interesse público que justifica o aporte. A participação minoritária exige decisão motivada, governança interna e acompanhamento proporcional ao valor, ao risco e à função econômica do investimento. O Estado atua como acionista, mas continua vinculado à legalidade, à impessoalidade, à moralidade, à publicidade e à eficiência³¹.

Como já dito, a participação minoritária funciona como *técnica de atuação estatal na economia*. O Estado pode utilizá-la para fomentar setores estratégicos, financiar inovação, participar de projetos de infraestrutura, induzir investimentos privados,

acompanhar atividades sensíveis ou compartilhar riscos em empreendimentos de interesse coletivo. Em certos casos, o Estado alcança melhor resultado associando-se ao particular do que criando uma nova estatal ou concedendo apenas incentivos externos. Essa técnica também responde a limites dos instrumentos tradicionais de fomento. Subsídios, financiamentos e benefícios regulatórios podem não bastar para atrair capital privado em projetos de risco elevado, maturação longa ou retorno incerto. Além disso, quando o Estado fomenta a atividade sem participar do capital, os ganhos do empreendimento podem ficar integralmente com o particular. A participação societária permite repartir riscos, acompanhar resultados e alinhar incentivo público e retorno econômico³².

A posição minoritária deve ser separada do controle. A sociedade continua sob controle privado

³⁰. Cf. "Note-se que, mesmo na participação estatal minoritária, com ou sem controle do Estado, subsiste a exigência de autorização legislativa, vez que o inciso XX do artigo 37 da Constituição da República dispõe que "[...] depende de autorização legislativa, em cada caso, a criação de subsidiárias das entidades mencionadas no inciso anterior, assim como a participação de qualquer delas em empresa privada". A expressão "em cada caso", presente do dispositivo, diz respeito a cada entidade controladora e não a cada entidade controlada"; NIEBUHR, Pedro de Menezes; ASSIS, Luiz Eduardo Alterburg de. Estado como acionista minoritário nas sociedades privadas. Sequência, Florianópolis, n. 84., 2020, p. 249 e ss.

³¹. "A participação do Estado como sócio minoritário em sociedade privada depende de autorização legislativa, como decorrência do art. 37, XIX e XX, da CF/1988. Por outro lado, deve existir um interesse estatal relevante no tocante ao desenvolvimento da atividade objeto da exploração privada. A solução de participação estatal será uma manifestação de cunho promocional, incentivando o desempenho de atividades econômicas relevantes." JUSTEN FILHO, Marçal. Curso de Direito Administrativo. 16. Rio de Janeiro: Forense 2025, p. 562.

³². Felipe Machado Guedes defende que as participações públicas minoritárias representam uma flexível e inovadora ferramenta de intervenção, asseverando que: "[...] embora estejamos falando de propriedade pública sobre parcelas do capital social de empresas privadas, essas participações não configuram, somente, forma de exploração direta da atividade econômica, devendo ser compreendidas como uma técnica jurídica ou uma ferramenta da qual o Estado pode se valer para realizar as diferentes modalidades de atuação na economia". Demonstra-se, com isso, o seu quádruplo espectro funcional, dado que "as participações minoritárias possibilitam a atuação do Estado como empresário, regulador, fomentador e investidor". No vetor do fomento e do compartilhamento de riscos em projetos complexos ou inovadores como os de venture capital, esclarece os limites dos instrumentos tradicionais e a vantagem da assunção societária de riscos: "Dessa maneira, o Estado atua como um verdadeiro 'tomador de risco', compartilhando com seus parceiros privados os riscos nos investimentos e nos resultados das empresas participadas. Afinal de contas, ainda que sua finalidade seja a intervenção no ordenamento econômico para fomentar determinada atividade, o Poder Público passa a ser sócio do empreendimento". Ademais, quanto à superação da ineficiência dos subsídios puros e à otimização da fiscalização dos resultados, colaciona-se o magistério de Arnoldo Wald, referendado pelo autor: "As participações públicas em empresas privadas prestam-se a diferentes propósitos estatais, podendo, por exemplo: [...] visar o financiamento ou apoio a projetos privados de relevância pública; ser uma forma de regular o mercado, condicionando a atuação empresarial das empresas participadas [...]". Nesse sentido, aduz-se que "[...] Nas sociedades em que o Estado é minoritário, a participação pública veio a substituir vantajosamente o antigo sistema de subvenções. Os poderes públicos [...] preferiram a técnica da sociedade de economia mista com participação estatal minoritária à subvenção, já que na mesma empresa mista, o Estado tem maior controle e conhecimento direto das atividades sociais, evitando assim que os fundos públicos sejam utilizados de modo diverso ou contrário à finalidade a que se destinavam". Dessa forma, a técnica societária minoritária viabiliza um modelo de "planejamento incitativo", modulando e alinhando a atratividade do capital privado ao escopo do interesse público. Cf. GUEDES, Filipe Machado. A atuação do Estado na economia como acionista minoritário. São Paulo: Almedina, 2015.

quando os particulares conservam a maioria nas deliberações sociais e o poder de eleger a maioria dos administradores. O Estado, nessa posição, exerce direitos de sócio e prerrogativas pactuadas no estatuto, no contrato social ou em acordo de acionistas. Ele influencia a companhia na medida autorizada pelo arranjo societário, sem assumir a direção ordinária da empresa.

Acordos de acionistas, direitos de veto, indicação de administradores, quóruns qualificados, acesso reforçado a informações e cláusulas de bloqueio podem deslocar o exame para o controle material. Nesses casos deve-se verificar *quem* define os rumos da companhia. Se o Estado consegue impor sua vontade nas deliberações sociais ou eleger a maioria dos administradores, a participação passa a envolver *controle estatal*, ainda que sem maioria do capital votante

Esse tipo de acordo pode assegurar ao Estado direito de indicar membros do conselho de administração ou fiscal, direito de informação, veto a reorganizações societárias, alienação de controle, alteração de política de dividendos, aumento de endividamento, operações com partes relacionadas, recuperação judicial, liquidação ou alteração estatutária relevante. Esses direitos são legítimos quando protegem o interesse público que justificou o investimento. Eles se tornam problemáticos, contudo, quando criam controle estatal disfarçado sem observância do regime jurídico correspondente³³.

O Tribunal de Contas tende a examinar tanto a realidade econômica do arranjo quanto a titularidade formal das ações³⁴. A fiscalização tende a identificar quem decide, quem financia, quem assume os riscos, quem escolhe administradores e quem suporta os efeitos da atividade. Salienta-se que esse exame evita dois desvios: a submissão automática de sociedades privadas ao regime das

estatais e a utilização de sociedades privadas como veículo para escapar de controles públicos³⁵.

A perda de controle de empresa pública ou sociedade de economia mista reclama autorização legislativa e procedimento competitivo³⁶. A transferência de participações em subsidiárias, controladas ou sociedades privadas admite maior flexibilidade quando preserva competição e princípios administrativos. Nas participações minoritárias, a pergunta central é outra: a operação representa simples gestão patrimonial da carteira estatal ou transfere poder estratégico, veto relevante, influência decisória ou controle material?³⁷

A mesma distinção importa no *regime de insolvência* porque Estatais recebem tratamento próprio quanto à inaplicabilidade do regime falimentar. A sociedade privada com participação estatal minoritária segue outra lógica. A presença de capital público minoritário não importa, por si, privilégios, imunidades ou restrições próprias das entidades integrantes da Administração. Salvo regime setorial específico, a sociedade participada permanece sujeita ao regime privado aplicável às sociedades empresárias³⁸.

³³. “Há casos em que a participação minoritária do Estado é verificada pela manutenção de prerrogativas estatutárias que lhe assegurem a possibilidade de intervir em determinados aspectos da direção da companhia por razões de interesse público, por exemplo, por meio do direito de veto ou de indicação de determinados administradores” Cf. ASSIS, Luiz Eduardo Alterburg de. Estado como acionista minoritário nas sociedades privadas. Seqüência, Florianópolis, n. 84., 2020, p. 252.

³⁴. 24. Respondida, portanto, a questão essencial: pode haver empresa com participação societária de subsidiária do Banco do Brasil, ainda que na totalidade das ações, que não seja sociedade de economia mista ou empresa pública, à qual não se aplique o regime jurídico posto no art. 173, § 1.º, da Constituição? 25. A resposta é positiva (...)” (Acórdão 6.817/2014, 2.ª Câmara, rel. Min. Aroldo Cedraz).

³⁵. JUSTEN FILHO, Marçal. Curso de Direito Administrativo. 16. Rio de Janeiro: Forense 2025, p. 563.

³⁶. A alienação do controle acionário de empresas públicas e sociedades de economia mista exige autorização legislativa e licitação pública. A transferência do controle de subsidiárias e controladas não exige a anuência do Poder Legislativo e poderá ser operacionalizada sem processo de licitação pública, desde que garantida a competitividade entre os potenciais interessados e observados os princípios da administração pública constantes do art. 37 da Constituição da República. (STF - ADI: 5624 DF 0062411-34.2016.1.00.0000, Relator.: Ricardo Lewandowski, Data de Julgamento: 06/06/2019, Tribunal Pleno, Data de Publicação: 29/11/2019)

³⁷. No julgamento da ADI 234/RJ, ao apreciar dispositivos da Constituição do Rio de Janeiro que vedavam a alienação de ações de sociedades de economia mista estaduais, o STF conferiu interpretação conforme à Constituição da República, no sentido de serem admitidas essas alienações, condicionando-as à autorização legislativa, por lei em sentido formal, tão somente quando importarem em perda do controle acionário por parte do Estado. Naquela assentada, se decidiu também que o chefe do Poder Executivo estadual não poderia ser privado da competência para dispor sobre a organização e o funcionamento da administração estadual. Conteúdo análogo das normas impugnadas nesta ação; distinção apenas na vedação dirigida a uma sociedade de economia mista estadual específica, o Banco do Estado do Rio de Janeiro S.A. (BANERJ). (STF - ADI: 1348 RJ, Relator.: Cármen Lúcia, Data de Julgamento: 21/02/2008, Tribunal Pleno, Data de Publicação: 07/03/2008)

³⁸. “É constitucional o art. 2º, I, da Lei nº 11.101/2005 quanto à inaplicabilidade do regime falimentar às empresas públicas e sociedades de economia mista, ainda que desempenhem atividades em regime de concorrência com a iniciativa privada, em razão do eminente interesse público/coletivo na sua criação

3.5. ESTADO COMO ACIONISTA CONTROLADOR

À luz do art. 4º, *caput*, da Lei nº 13.303/2016, a sociedade de economia mista é definida como pessoa jurídica de direito privado, constituída sob a forma de sociedade anônima, cuja criação depende de autorização legal e *cujo capital* votante deve ser *majoritariamente* detido pela Estado por entidades da Administração indireta³⁹.

Como se pode perceber, no contexto das empresas estatais, o Estado como acionista controlador não dispõe de poderes “extra-societários” dissociados da titularidade acionária: sua atuação se projeta, fundamentalmente, por meio do voto em assembleia e da eleição da maioria dos membros dos órgãos de administração⁴⁰.

e da necessidade de observância do princípio do paralelismo das formas” (STF - RE: 1249945 MG, Relator.: Flávio Dino, Data de Julgamento: 20/10/2025, Tribunal Pleno, Data de Publicação: Processo Eletrônico DJe-s/n DIVULG 22-10-2025 PUBLIC 23-10-2025).

³⁹. “Nessa seara, portanto, é possível afirmar que, no âmbito dessas normas de Direito Público, o controle estatal capaz de caracterizar a sociedade anônima como uma sociedade de economia mista é identificado exatamente pela titularidade pública da maioria absoluta dos direitos de voto de determinada companhia, embora, como já visto, outros aspectos também possam diferenciar essa empresa estatal das suas congêneres privadas (como a necessidade de criação por lei)”. DE OLIVEIRA NASCIMENTO, Victor Felipe. A definição de poder de controle estatal para fins de caracterização das sociedades de economia mista: uma análise à luz das Leis nºs 6.404/1976 e 13.303/2016. Revista do TCU, Brasília, n. 149, p. 83–109, 2022. Disponível em: <https://revista.tcu.gov.br/ojs/index.php/RTCU/article/view/1828>. Acesso em: 22 nov. 2025. Cf. DULLIUS, Adriana Cristina. Sociedades de economia mista e aspectos do exercício do poder de controle. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, v. 82. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2018.

⁴⁰. “Quando o Estado opta pela criação de uma empresa estatal, em regra pretende garantir a oferta de determinado bem ou serviço para a realização de uma finalidade de política pública: seja porque o setor privado não dispõe de capacidade ou incentivo econômico para produzi-lo, seja porque se entendeu por bem retirar essa atividade da esfera exclusivamente privada. Não raro, porém, acabam sendo agregados à estatal outros propósitos, laterais ao objeto que justificou sua constituição, como a prática de preços artificialmente reduzidos, a manutenção de níveis de emprego, ou o estímulo ao desenvolvimento de determinada região. Além disso, é frequente que essas sociedades sejam instrumentalizadas para fins de política clientelista, direcionando operações de crédito ou de aquisição de bens e serviços para favorecer grupos específicos, ou adotando políticas de remuneração e benefícios a empregados destoantes das condições normais de mercado. A perseguição desses objetivos governamentais “paralelos”, quando alheios ao objeto social da sociedade de economia mista, pode configurar verdadeiro abuso do poder de controle, na medida em que traduz a implementação de decisões que não visam ao interesse da companhia, mas produzam deliberadamente prejuízos aos acionistas minoritários e aos

A doutrina concorda que no âmbito do conceito de acionista controlador previsto na Lei 6.404/76, a preponderância nas deliberações sociais deve refletir uma situação de *domínio estável*, caracterizada por exercício contínuo e não meramente episódico ou ocasional desse poder de influência⁴¹.

A lei pode autorizar o Estado, como acionista controlador, a guiar uma empresa conforme interesses públicos. No entanto, quando essas decisões prejudicam os outros acionistas, surgem dúvidas sobre: *i*) se o “interesse público” invocado é genuíno ou apenas um véu para interesses políticos do governo; *ii*) se a decisão atende de fato ao objeto social da empresa e às necessidades da coletividade, e não a interesses meramente administrativos do Estado; *iii*) se a medida é coerente com as razões que justificaram a criação da empresa. Em síntese, decisões do Estado que não visam o interesse da companhia só são legítimas se estiverem alinhadas ao interesse público que justificou a criação da empresa. Caso contrário, configuram abuso de poder⁴².

Além disso, o controle societário não se confunde com um direito subjetivo incorporado a cada ação isoladamente, pois cada ação apenas confere ao seu titular a faculdade de um voto; o poder de controle emerge, em realidade, do fato de que uma mesma pessoa, ou grupo de pessoas, concentra número de ações cujos votos, exercidos de forma concertada, constituem maioria nas deliberações da assembleia geral, não se tratando, portanto, de bem integrante do patrimônio como objeto autônomo de direito. Essa configuração revela que: *i*) não existe previsão legal específica que “atribua” o controle, o qual decorre faticamente da formação do bloco controlador e se extingue com sua dispersão; *ii*) o controle não é, em si, objeto de direito, de modo que não pode ser adquirido ou transmitido separadamente do próprio bloco acionário que lhe dá suporte; e *iii*) também não se qualifica como direito subjetivo exigível em juízo, pois o acionista controlador apenas pode buscar a tutela estatal para proteção do exercício regular de seus direitos de voto. Em consequência, o con-

demais investidores.” EIZIRIK, Nelson. A Lei das S/A Comentada. v. IV. 3. ed. rev. e ampl. São Paulo: Quartier Latin, 2021, p. 232.

⁴¹. MUNHOZ, Eduardo Secchi. Empresa contemporânea e direito societário: poder de controle e grupos de sociedades. São Paulo, J. de Oliveira, 2002, p. 243-244.

⁴². “O interesse público não consiste no “interesse do aparato estatal”. O Estado, como sujeito de direito, pode ter certas “conveniências”, de modo semelhante ao que ocorre com qualquer sujeito privado” MARTINS, Pedro Batista. Arbitragem no direito societário, 2. ed. RJ: GZ, 2018, p. 133-134.

trolador, pessoa física ou jurídica, não é titular de um “direito de controle” em sentido estrito, mas detém *posição de controle* enquanto possuir, de forma estável, quantidade de votos suficiente para influenciar decisivamente as deliberações sociais⁴³.

A peculiaridade não está na técnica de controle, mas na finalidade que deve orientar esse poder: toda companhia estatal é investida de uma *missão pública específica*, incorporada ao seu objeto social, que se soma e não se opõe à lógica lucrativa típica do modelo societário⁴⁴.

Essa missão pública condiciona a forma como o Estado exerce o comando da companhia e passa a integrar o próprio conteúdo dos deveres fiduciários do controlador.

Ademais, a natureza funcional do controle estatal impõe um padrão de conduta que transcende a mera esfera patrimonial.

Enquanto em uma sociedade anônima comum o controlador privado usufrui de um feixe de direitos subjetivos patrimoniais, o ente público, ao gerir uma empresa estatal, exerce uma função instrumental de interesse coletivo. Seu poder de voto e de direção não constitui uma liberdade empresarial, mas um poder-dever outorgado para a realização de fins públicos predefinidos⁴⁵.

Consequentemente, a discricionariedade do controlador estatal é juridicamente vinculada à *finalidade pública da empresa*, não podendo ser exercida para satisfazer interesses meramente faccionais ou de governo⁴⁶.

Daí por que os deveres e responsabilidades do Estado controlador são mais amplos do que os de um acionista privado. Além de atuar no interesse dos demais sócios e dos stakeholders em sentido amplo (trabalhadores, credores, consumidores, comunidade), o ente público deve orientar a companhia para o cumprimento consistente de

sua missão pública, na linha do art. 238 da Lei das S.A.⁴⁷

Nesse contexto, os deveres fiduciários do Estado controlador adquirem contornos ampliados. De um lado, persegue a eficiência econômica e a geração de valor, compatibilizando-se com a natureza societária da empresa. De outro, deve zelar intransigentemente pela função social da estatal, assegurando que sua atuação no mercado contribua para a concretização de políticas públicas setoriais. Esse equilíbrio dinâmico exige que o controlador aja com diligência e lealdade reforçadas, tanto para com a companhia e seus acionistas minoritários quanto para com a coletividade, destinatária final de sua missão institucional⁴⁸.

A responsabilização do Estado controlador, portanto, opera em um espectro ampliado. Eventuais desvios ou omissões no exercício do controle podem configurar simultaneamente infração ao regime societário e ilicitude administrativa, sujeitando o ente e seus gestores a sanções nas esferas cível, societária e de contas públicas⁴⁹.

A *accountability* se estende não apenas pelos prejuízos causados ao patrimônio da empresa ou aos cofres públicos, mas também pelos danos à confiança do mercado e, sobretudo, pelo descumprimento da missão pública para a qual a empresa foi constituída, o que afeta diretamente o interesse da sociedade como um todo.

Gancho para o que se segue.

3.6. CABIMENTO DA ARBITRAGEM ENVOLVENDO ABUSO DE PODER DE CONTROLE NAS ESTATAIS

Já se mencionou que no contexto das sociedades empresárias controladas pelo Estado, mostra-se juridicamente legítima a assunção, pelo Estado, de compromissos contratuais em conjunto com a companhia por ele controlada, quando esta adere aos segmentos especiais de listagem da antiga BO-

⁴³. Cf. DULLIUS, Adriana Cristina. Sociedades de economia mista e aspectos do exercício do poder de controle. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, v. 82, 2018. p. 15-51.

⁴⁴. PINTO JUNIOR, Mario Engler. O Estado como acionista controlador. Tese (Doutorado em Direito Comercial) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009, p. 371-373.

⁴⁵. FRANÇA, Valladão Azevedo e Novaes; VON ADAMEK, Marcelo Vieira. Direito Processual Societário: comentários breves ao CPC/2015. 4. ed. Salvador: Juspodivm, 2024, p. 287 e ss.

⁴⁶. COELHO, Fábio Ulhoa (coord.); FRAZÃO, Ana; et al. Lei das sociedades anônimas comentada. 4. Ed. Rio de Janeiro: Forense, 2025, p. 948.

⁴⁷. PINTO JUNIOR, Mario Engler. O Estado como acionista controlador. Tese (Doutorado em Direito Comercial) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009, p. 371-373.

⁴⁸. Cf. OCTAVIANI, Alessandro; NOHARA, Irene Patrícia. Estatais. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2019; FRANÇA, Valladão Azevedo e Novaes; VON ADAMEK, Marcelo Vieira. Direito Processual Societário: comentários breves ao CPC/2015. 4. ed. Salvador: Juspodivm, 2024, p. 289.

⁴⁹. COELHO, Fábio Ulhoa (coord.); FRAZÃO, Ana; et al. Lei das sociedades anônimas comentada. 4. Ed. Rio de Janeiro: Forense, 2025, p. 948-949.

VESPA (atual B3), os quais já contam, inclusive, com a presença de diversas empresas estatais.

As exigências adicionais de governança corporativa impostas a essas companhias não se chocam com as prerrogativas do acionista controlador público nem com a função estatal que caracteriza a sociedade de economia mista⁵⁰.

Também já se afirmou ainda que estão excluídos da competência arbitral a apreciação de condutas do controlador público pautadas na autorização conferida pelo art. 238 da Lei nº 6.404/76. Argumenta-se, em verdade, de esfera de direito público indisponível, insuscetível de renúncia ou transação e por isso estariam fora do alcance da jurisdição arbitral⁵¹.

Não concordamos com essa ideia.

Primeiramente é fundamental reconhecer a natureza híbrida da sociedade de economia mista. Embora integre a Administração Pública indireta, sua personalidade jurídica é de *direito privado*, constituída sob a forma de sociedade anônima⁵².

Seu regime jurídico não é integralmente público e nem integralmente privado, mas sim um regime híbrido no qual se submete ao direito público apenas na medida estritamente necessária para a consecução de seus fins públicos⁵³.

Trata-se de um instrumento que conjuga capitais estatais e privados, visando simultaneamente ao interesse público e ao lucro. Essa dualidade de naturezas implica que as disputas internas, inclusive as relacionadas ao exercício do poder de controle, possuem uma inegável dimensão privada e societária, perfeitamente compatível com a jurisdição arbitral, sem que isso represente uma renúncia às prerrogativas estatais essenciais⁵⁴.

O acionista controlador assume obrigações e encargos próprios, destacando-se entre eles o dever de orientar a companhia para a realização de seu objeto social e para o atendimento de sua função social⁵⁵. Como o exercício do poder de controle se dá em benefício de interesses que não se confundem com os do próprio controlador, pressupõe-se uma relação de *lealdade* para com os demais acionistas, os empregados e a coletividade em que a sociedade se insere. Há abuso quando o controlador se utiliza desse poder de direção para perseguir finalidades alheias ao interesse da companhia⁵⁶.

A lei estabelece mecanismos de controle contra o abuso de poder do controlador público.

O próprio art. 238 da Lei das S.A., citado no art. 4º, §1º, da Lei das Estatais, ao autorizar que o controlador público oriente a companhia para o interesse público, não o exonera dos deveres e

⁵⁰. PINTO JUNIOR, Mario Engler. O Estado como acionista controlador. Tese (Doutorado em Direito Comercial) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009, p. 371-373.

⁵¹. PINTO JUNIOR, Mario Engler. O Estado como acionista controlador. Tese (Doutorado em Direito Comercial) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009, p. 371-373.

⁵². Lei, 13.303/16, Art. 3º Empresa pública é a entidade dotada de personalidade jurídica de direito privado, com criação autorizada por lei e com patrimônio próprio, cujo capital social é integralmente detido pela União, pelos Estados, pelo Distrito Federal ou pelos Municípios. (...) Art. 4º Sociedade de economia mista é a entidade dotada de personalidade jurídica de direito privado, com criação autorizada por lei, sob a forma de sociedade anônima, cujas ações com direito a voto pertençam em sua maioria à União, aos Estados, ao Distrito Federal, aos Municípios ou a entidade da administração indireta (grifos nossos)

⁵³. COELHO, Fábio Ulhoa (coord.); FRAZÃO, Ana; et al. Lei das sociedades anônimas comentada. 4. Ed. Rio de Janeiro: Forense, 2025, p. 948 e ss; "Embora apresente uma estrutura jurídica de Direito Privado, a sociedade de economia mista é necessariamente constituída para alcançar objetivos de interesse público, disciplinados na lei que a institui. O seu regime jurídico não é integralmente privado, uma vez que ela se submete, em diversos aspectos, às regras de Direito Público, basicamente para alcançar os objetivos que justificaram a sua criação. Trata-se, assim, de pessoa jurídica de Direito Privado sui generis, posto que integrante da Administração Pública indireta, sujeita aos controles do Poder Legislativo, com o auxílio do Tribunal de Contas, e cujos administradores, nomeados por ato administrativo, são agentes públicos. Tal estrutura especial da sociedade de economia mista também está refletida neste artigo, que trata, de forma

inadequada, da figura do acionista controlador, podendo dar margem a interpretações equivocadas. Com efeito, o emprego da expressão "mas poderá" é criticável, pois eventualmente daria a entender que, em regra, o acionista controlador da sociedade de economia mista não estaria obrigado a orientar as suas atividades para atender ao interesse público que justificou a sua criação". EIZIRIK, Nelson. A Lei das S/A Comentada. v. IV. 3. ed. rev. e ampl. São Paulo: Quartier Latin, 2021, p. 228.

⁵⁴. Essa atuação paralela e competitiva com as empresas de capital privado, em vários segmentos da economia, importa em assunção, pelas empresas estatais, dos ditames regulamentares que se impõem aos particulares. Por certo, não parece aceitável que a concorrência das empresas estatais seja exercitada com base em regras e princípios inerentes à administração pública. Uma vez inseridas em atividades de fins econômicos e lucrativas, elevem elas se sujeitar à disciplina aplicável às companhias de capital privado. A regra do jogo deve ser igual para todos os partícipes do tabuleiro comercial. A todos há de ser aplicável o ordenamento jurídico privado enquanto agentes econômicos e competidores no mercado empresarial. Nesse particular, a justiça repudia os privilégios e os beneplácitos. As normas tributárias, fiscais, trabalhistas, civis e mercantis devem impor-se, igualmente, a todos os que queiram se envolver em transações econômicas. MARTINS, Pedro Batista. Arbitragem no direito societário, 2. ed. RJ: GZ, 2018, p. 127.

⁵⁵. FRANÇA, Valladão Azevedo e Novaes; VON ADAMEK, Marcelo Vieira. Direito Processual Societário: comentários breves ao CPC/2015. 4. ed. Salvador: Juspodivm, 2024, p. 290-291.

⁵⁶. FRAZÃO, Ana; et al. Lei das sociedades anônimas comentada. 4. Ed. Rio de Janeiro: Forense, 2025, p. 951-953

responsabilidades gerais do acionista controlador, previstos nos arts. 116 e 117 da mesma lei⁵⁷.

Nas demandas que tratam dessa controvérsia, não se discute qualquer ato ligado ao exercício, pela acionista controladora, da prerrogativa de direcionar os negócios sociais para a realização da finalidade pública prevista no art. 238 da Lei das S.A.

É somente nesse domínio específico, isto é, a definição da orientação estratégica da companhia em função do interesse público que justificou sua criação, que se poderia cogitar de um núcleo de indisponibilidade, insuscetível de ser submetido à arbitragem.

Daí não decorre que o art. 238 da LSA tenha blindado, de forma ampla e irrestrita, todos os comportamentos do controlador contra o controle arbitral. O dispositivo não transforma em “intocáveis” eventuais abusos de poder, nem retira do âmbito da arbitragem qualquer discussão sobre responsabilidade do controlador público por violações aos deveres que lhe são impostos pelo direito societário⁵⁸.

O poder de controle é um “direito-função”, sujeito a limites. O Estado-controlador também pode praticar abuso de poder, por exemplo, quando age fora dos limites do objeto social ou contraria o interesse social de forma injustificada⁵⁹.

Ocorre abuso de poder sempre que um acionista controlador, seja através do voto em assembleia ou da influência sobre a administração, força a companhia a perseguir objetivos estranhos à sua finalidade estatutária, desviando-a de seu objeto social originalmente definido⁶⁰.

Com efeito, a ação de responsabilidade por abuso de poder de controle, prevista no art. 15 da Lei nº 13.303/2016, existe justamente para proteger a própria companhia e os demais acionistas⁶¹.

Deve-se sinalizar, ainda que o prazo prescricional para o exercício da pretensão indenizatória por atos praticados com abuso de poder pelo controlador estatal é de seis anos (Lei nº 13.303/2016, art. 15 §2º), o dobro do regime societário comum (LSA, art. 287, III, b, 2)⁶².

A discussão sobre se uma conduta específica foi um exercício legítimo do art. 238 ou um ato abusivo envolve a análise de fatos e da aplicação do direito societário, questões estas que um Tribunal

⁵⁷. Lei, 13.303/16, art. 4º (...) § 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. Cf. “Entre as normas de direito societário a que passa a se sujeitar a Administração Pública, ao constituir uma sociedade de economia mista, avultam as pertinentes ao exercício do poder de controle. O Poder Público tem, como controlador da sociedade de economia mista, os mesmos deveres e responsabilidades atribuídos pela LSA ao acionista titular do poder de controle de qualquer companhia privada. É o que dispõe a primeira parte do art. 238 da LSA: “a pessoa jurídica que controla a companhia de economia mista tem os deveres e responsabilidades do acionista controlador (arts. 116 e 117) [...]”. Esta disposição, que equipara, para todos os efeitos, o controlador Poder Público ao privado é corolário necessário da imposição constitucional de sujeição da sociedade de economia mista destinada à exploração de atividades econômicas às normas do direito privado (CF, art. 173, II).” COELHO, Fábio Ulhoa (coord.); FRAZÃO, Ana; et al. Lei das sociedades anônimas comentada. 4. Ed. Rio de Janeiro: Forense, 2025, p. 951.

⁵⁸. “À sociedade anônima controlada pelo Estado assegura-se, portanto, a execução de atividade-meio com a finalidade de atingir o fim que deu causa à sua própria existência. A atividade-meio é exercida exatamente pela sociedade, com suporte nos instrumentos empresariais necessários à geração de recursos vitais para o atingimento do interesse público originário. Em outras palavras, a atuação empresarial e lucrativa das sociedades sob controle estatal é o meio que o Estado utiliza para operacionalizar o fim almejado, qual seja, a prestação ou tutela do interesse público primário. Contudo, a distinção entre os interesses relevantes e os de caráter instrumental é uma nuance na dinâmica da sociedade controlada pelo Estado. E é exatamente essa sensível diferença que pode levar o Estado controlador a certos desvirtuamentos da finalidade social empresarial. Assim, o interesse egoísta do controlador pode estar acobertado em certas decisões aprovadas

em assembleia da companhia: a contratação de funcionários ou prestadores de serviço em excesso; a incorporação de outra sociedade por motivos políticos; a criação de número exacerbado de conselheiros ligados ao governo, com remuneração além dos parâmetros de mercado; o investimento em área ou setor sabidamente sem condições de retorno; entre outros casos que constituem exemplos de decisões passíveis de questionamento e, portanto, de submissão à arbitragem”. MARTINS, Pedro Batista. Arbitragem no direito societário, 2. ed. RJ: GZ, 2018, p. 134.

⁵⁹. Cf. GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Conflitos de interesse entre sociedade controladora e controlada e entre coligadas, no exercício do voto em assembleias gerais e reuniões sociais. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, n. 51, São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1983 p. 29-32.

⁶⁰. EIZIRIK, Nelson. A Lei das S/A Comentada. v. II. 3. ed.. São Paulo: Quartier Latin, 2021, p. 288; “O abuso de poder de controle resulta da causa ilegítima de decisões tomadas com a única finalidade de prejudicar os acionistas minoritários ou de satisfazer interesses exclusivamente pessoais do controlador. Nessa hipótese, o controle é desviado de sua finalidade legítima, ou seja, assegurar a acumulação do patrimônio social e a criação de valor empresarial. Em consequência, o abuso do poder de controle, que engloba o desvio de poder, caracteriza-se pela prática de uma infração no exercício da prerrogativa legal de controle”. CARVALHOSA, Modesto. Comentários à Lei de Sociedades Anônimas. v. 2: Artigos 75 a 137. São Paulo: Saraiva, 2011. p. 622.

⁶¹. EIZIRIK, Nelson. A Lei das S/A Comentada. v. IV. 3. ed.. São Paulo: Quartier Latin, 2021, p. 236.

⁶². FRANÇA, Valladão Azevedo e Novaes; VON ADAMEK, Marcelo Vieira. Direito Processual Societário: comentários breves ao CPC/2015. 4. ed. Salvador: Juspodivm, 2024, p. 293.

Arbitral está plenamente capacitado a apreciar, desde que haja previsão estatutária.

Nos parece que questões relacionadas à violação de deveres fiduciários, à má gestão e ao abuso de poder de controle não dizem respeito à faculdade de orientar a companhia para os fins do art. 238 da Lei das S.A. e, justamente por isso, não estão fora do alcance de um controle técnico exercido por árbitros⁶³.

É preciso compreender foco específico da arbitragem empresarial-societária. Não se busca, anular leis ou políticas públicas. Seu escopo será analisar a conduta do controlador à luz dos deveres fiduciários e societários que lhe são impostos, apurando se o ato em questão, ainda que revestido de motivação pública, configurou um uso legítimo do poder ou um abuso que causou danos à companhia ou aos demais acionistas.

A Lei das Estatais não afastou a responsabilidade do controlador, mas sim reforçou a necessidade de que o interesse público seja perseguido de forma legítima⁶⁴. Nesse sentido, o interesse público também reside na proteção da empresa e dos investidores contra atos ilegais ou abusivos, e a arbitragem serve como um meio eficiente para assegurar essa tutela no âmbito do Direito Societário.

Como se poderá perceber no **item 3.6** em momento algum se discutiu ou questionou a arbitralidade objetiva desse tipo de demanda. O que o Judiciário avaliou foi a vinculação da União à cláusula estatutária da Petrobras o que denota que a controvérsia dizia respeito à sujeição do ente federado ao juízo arbitral, e não à própria possibilidade de solução arbitral da matéria discutida.

Enfim, por não terem vínculo com o poder conferido ao controlador público de traçar as diretrizes da atuação empresarial segundo a finalidade

pública legalmente estabelecida, mas sim com outros *aspectos da vida societária*, tais controvérsias são plenamente arbitráveis.

3.7. GOLDEN SHARES

3.7.1. Conceito e função das *golden shares* no direito societário brasileiro

Introduzida no ordenamento jurídico brasileiro pelo Programa Nacional de Desestatização, a *golden share* é um mecanismo de intervenção estatal na atividade societária⁶⁵.

A estratégia de privatização foi desenhada para equilibrar dois objetivos fundamentais: de um lado, a busca pela suposta maior eficiência econômica inerente à gestão privada, e de outro, a necessidade de salvaguardar os interesses estratégicos nacionais e o capital social das empresas a serem transferidas. Para materializar esse equilíbrio, foi criado o mecanismo das *golden shares*. Por meio da retenção dessas ações especiais nas empresas privatizadas, o Estado consegue assegurar um canal de influência⁶⁶.

Esse instrumento permite que o poder público conceda o controle acionário e a gestão operacional à iniciativa privada o que, por sua vez, alivia os cofres públicos, mas mantendo prerrogativas específicas dentro do conselho de administração. Dessa forma, o governo pode vetar decisões que afetem seus interesses estratégicos sem, no entanto, interferir na administração cotidiana ou prejudicar a operacionalidade da empresa⁶⁷.

A experiência europeia com *golden shares* e a reiterada jurisprudência do Tribunal de Justiça da União Europeia declarando incompatíveis certas estruturas com a livre circulação de capitais, fornece parâmetros úteis para o desenho de cláusulas estatutárias e convenções de arbitragem em companhias brasileiras com participação estatal⁶⁸.

⁶³. MARTINS, Pedro Batista. Arbitragem no direito societário, 2. ed. RJ: GZ, 2018, p. 135-136.

⁶⁴. “[...] atribuir ao acionista (controlador), o Estado, ao menos em teoria, instrumento de representação de interesses coletivos, o dever de representar (fiduciariamente) tais interesses, além de seus próprios interesses capitalísticos. É o que traz o art. 238 da lei societária. A experiência prática, nos últimos anos, tem sido, nesse aspecto, mais rica que a própria intuição teórica. Esses dispositivos têm se revelado poderosos e, às vezes, únicos instrumentos regulatórios de certos setores da economia. Especialmente naqueles setores em que a União detém monopólio de fato, o uso do poder de controle no interesse público tem ajudado no planejamento e direcionamento dos referidos setores. Nessa perspectiva, a empresa pública e a sociedade de economia mista ressurgem como objeto de análise e estudo tanto para o direito societário quanto para a teoria da regulação. COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. O Poder de Controle na Sociedade Anônima, op. cit., p. 373.

⁶⁵. Lei nº 8.031/1990, posteriormente substituída pela Lei nº 9.491/1997 e consolidado no § 7º do art. 17 da Lei das S.A., com a reforma promovida pela Lei nº 10.303/2001.

⁶⁶. GARCIA, Victor. GOLDEN SHARE: Poder, Controle e Estado. 2019. 28 f. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação) - Curso de Direito, Universidade Federal de Juiz de Fora, Juiz de Fora, 2019, p. 7. Disponível em: <https://repositorio.ufjf.br/jspui/bitstream/ufjf/11252/1/victor-garcia.pdf>. Acesso em: 21 de agosto de 2025.

⁶⁷. PELA, Juliana Krueger. As golden shares no direito societário brasileiro. Quartier Latin, 2012, p. 24 e ss.

⁶⁸. SCHWIND, Rafael Wallbach. Participação estatal em empresas privadas: as “empresas público-privadas”. Tese (Doutorado em

Na prática internacional: observa-se que o direito societário comum, em alguns ordenamentos, admite a criação de *golden shares* diretamente por meio de cláusulas estatutárias, como sucede no Reino Unido. Em outros Estados-Membros da União Europeia, contudo, a faculdade de instituir ações de classe especial costuma decorrer de uma lei geral de privatizações ou de um diploma específico editado para determinada operação de desestatização. Em muitos casos, a própria lei atribui direitos especiais ao Poder Público independentemente da titularidade de uma ação específica. E, mesmo quando tais prerrogativas são formalmente associadas a uma ação (*golden share*), o seu exercício não se vincula apenas à detenção desse título, mas ao fato de ele permanecer em mãos estatais, de modo que os direitos, em essência, se irradiam em favor do Estado. Nada impediria, ademais, que resultados semelhantes fossem alcançados por instrumentos clássicos de direito público⁶⁹.

A jurisprudência internacional já afirmou que a influência do Estado deve ser estritamente limitada ao necessário para garantir obrigações de interesse público, com base em critérios objetivos e proporcionais⁷⁰.

Enquanto a agência atua de forma externa à companhia, a *golden share* permite que o Estado, a partir de prerrogativas internas na própria sociedade já privatizada, influencie sua atuação em benefício do interesse coletivo e exerça impacto sobre o mercado.⁷¹

A partir do art. 17, §7º, passou-se a admitir, nas companhias objeto de desestatização, a criação de ações preferenciais de classe especial, de titularidade exclusiva do ente desestatizante, às quais o estatuto pode atribuir poderes específicos, inclusive o poder de veto às deliberações da assembleia-geral nas matérias que especificar⁷².

Tais ações constituem uma *classe especial de ações preferenciais*, com privilégios políticos e patrimoniais diferenciados.

Há quem diga ainda que a *golden share* rompe com a correlação clássica entre participação no capital e poder de controle: o ente estatal, ainda que minoritário em termos de capital votante, passa a deter prerrogativas decisórias relevantes, sobretudo por meio do veto a deliberações estratégicas⁷³.

O uso de *golden shares* em empresas como Embraer, Vale, IRB e Eletrobras evidencia a importância desse mecanismo na engenharia das privatizações brasileiras, permitindo ao Estado preservar poder de influência em setores reputados estratégicos (defesa, mineração, resseguros, energia)⁷⁴.

Diante desse cenário, passou-se a utilizar o instituto jurídico das *golden shares*, mecanismo voltado a redefinir a configuração do poder nas sociedades objeto de privatização. Por meio desse arranjo, buscava-se, simultaneamente, incentivar a participação do capital privado em setores considerados essenciais e preservar interesses estratégicos do Estado, assegurando-lhe respaldo institucional sem inviabilizar a autonomia e o regular funcionamento dessas companhias⁷⁵.

Desse enquadramento decorre uma consequência decisiva para o tema da arbitragem em empresas estatais: os poderes exercidos por meio da *golden share* são inseridos no plano societário

Direito do Estado) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014, p. 300.

⁶⁹ GRUNDMANN, Stefan; MÖSLEIN, Florian. Golden shares – state control in privatised companies: comparative law, European law and policy aspects. p. 3 Abr. 2003. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=410580>. DOI: 10.2139/ssrn.410580. Acesso em: 13 nov. 2025.

⁷⁰ Cf. GRUNDMANN, Stefan; MÖSLEIN, Florian. Golden shares – state control in privatised companies: comparative law, European law and policy aspects. Abr. 2003. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=410580>. DOI: 10.2139/ssrn.410580. Acesso em: 13 nov. 2025.

⁷¹ EIZIRIK, p. 219.

⁷² “A diversidade em classes das ações preferenciais é instrumento adequado à criação das chamadas golden shares, isto é, uma categoria de ação que outorga ao acionista determinado

direito exclusivo, como, por exemplo, o de vetar deliberações da assembleia geral ou de outros órgãos da companhia. Na privatização de sociedades de economia mista, muitas vezes o Estado brasileiro se valeu desse expediente, o de conservar em seu poder ações com esse perfil, com o objetivo de evitar o desvirtuamento das finalidades essenciais da antiga estatal (Lei n. 9.494/97, art. 82; LSA, art. 17, § 7º). Para as sociedades anônimas particulares não desestatizadas, é também cabível a criação dessa categoria especial de ações, como uma classe das preferenciais. De fato, como as ações ordinárias não podem ser discriminadas em classes de acordo com tal critério (o direito de veto ou outra prerrogativa nas deliberações sociais), mesmo nas sociedades anônimas fechadas, a única alternativa compatível com o direito societário brasileiro é o aproveitamento das ações preferenciais”. COELHO, Fábio Ulhôa. Curso de direito comercial, v. 2. 14 Ed. São Paulo: Editora Saraiva, 2010, p. 115.

⁷³ Cf. crítica de SALOMÃO FILHO, Calixto. O novo direito societário. 2. ed. São Paulo: Malheiros, 2002.

⁷⁴ Cf. FARIA, Yasmin Anna Paula Renzo. As golden shares detidas pela União no capital da Embraer S.A. e Vale S.A. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, v. 69. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2015.

⁷⁵ MOREIRA, Egon Bockmann; KATO, Mariana Almeida. A golden share e o poder de controle do Estado nas sociedades anônimas privadas. In: RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; KLEIN, Vinicius (orgs.). Reflexões acerca do Direito Empresarial e a análise econômica do Direito. 1. ed. Curitiba: GEDAI-UFPR, 2014, p. 225.

rio-patrimonial, mas funcionalizados pela ideia de interesse público⁷⁶.

Enfim, não se está diante de uma atuação de império (*jus imperii*), mas de prerrogativas exercidas na condição de acionista, ainda que especial.

3.7.2. Estrutura de governança e hipóteses típicas de conflito

Nas companhias privatizadas, as *golden shares* concentram-se, em geral, em matérias estruturais de governança: alteração de objeto social, mudança de sede ou de denominação, transferência do controle acionário, aprovação de reorganizações societárias, cessação ou modificação de atividades consideradas essenciais, programas de defesa, acesso à tecnologia sensível e outros temas relevantes⁷⁷.

Essa configuração produz, quase inevitavelmente, tensões e conflitos entre o ente desestatizante e os demais acionistas, sobretudo quando o exercício do veto é percebido como obstáculo à maximização de valor da companhia, à liquidez das ações ou à realização de operações consideradas eficientes pelo mercado⁷⁸.

A crítica de parte da doutrina e às *golden shares* vistas como restrições à livre circulação de capitais e à autonomia decisória da companhia evidencia o potencial de conflito desse arranjo, exigindo que a intervenção estatal seja limitada ao estritamente necessário para proteger o interesse público subjacente⁷⁹.

Nessas circunstâncias, quem decide se o exercício da *golden share* foi legítimo ou abusivo? E, mais especificamente para o nosso capítulo: qual o papel da convenção de arbitragem na solução de litígios que opõem a União (ou outro ente desestatizante), na qualidade de titular da *golden share*, aos demais sócios ou à própria companhia?

3.7.3. Convenção de arbitragem em companhias com *golden shares*

Nos últimos anos, consolidou-se no mercado brasileiro a prática de submeter as disputas societárias de companhias abertas a cláusulas compromissórias estatutárias muitas vezes vinculadas às câmaras arbitrais reconhecidas pela B3, como o Regulamento de Arbitragem do Mercado⁸⁰.

Em companhias que mantêm *golden shares*, a convenção de arbitragem costuma constar do próprio estatuto que disciplina os poderes da ação de classe especial.

O ente desestatizante titular da *golden share* é acionista e, como tal, vincula-se às cláusulas estatutárias regularmente aprovadas, inclusive à convenção de arbitragem, desde que estejam presentes os requisitos de arbitrabilidade.

A natureza pública do acionista não impede, em si mesma, sua sujeição à arbitragem, pois a lei admite expressamente a arbitragem envolvendo a Administração Pública indireta em controvérsias relativas a direitos patrimoniais disponíveis (LARb, 1º §1º).

A peculiaridade reside menos na admissibilidade abstrata da arbitragem e mais na delimitação do alcance objetivo e subjetivo da cláusula compromissória.

Ora, se o estatuto define que “todas as disputas envolvendo a companhia, seus acionistas, administradores e membros de órgãos de fiscalização” serão resolvidas por arbitragem, não parece haver razão para excluir litígios relativos ao exercício da *golden share*, salvo se a própria lei ou regras de ordem pública qualificarem determinada matéria como indisponível.

Além disso, a vinculação do ente desestatizante decorre da presença de pelo menos um de dois planos: i) a adesão contratual, enquanto acionista

⁷⁶. Cf crítica de Ana Frazão “Esse dispositivo está em linha com o que dispõe o art. 8º, da Lei 9.491/1997, que alterou os procedimentos relativos ao Programa Nacional de Desestatização. Foi o que ocorreu com a companhia Vale S.A., cujo estatuto social contempla 12 ações preferenciais de classe especial, pertencentes exclusivamente à União Federal. Ditas ações possuem vantagens patrimoniais e direitos políticos, como o poder de veto sobre as matérias elencadas no art. 70 do estatuto social da companhia. Estima-se que tal norma caia em desuso oportunamente, pois, em uma economia de mercado, não se justifica tamanha influência em organização empresária privada, que pode ficar à mercê de políticas de governo de curto prazo, sem que se atente para o efetivo interesse social e os projetos de longo prazo da companhia, que, muita vez, envolvem ciclos plurianuais de investimento.” COELHO, Fábio Ulhoa (coord.); FRAZÃO, Ana; et al. Lei das sociedades anônimas comentada. 4. Ed. Rio de Janeiro: Forense, 2025, p. 132.

⁷⁷. Cf. BEZERRA, Helga Maria Saboia. La golden share como instrumento de control estatal em empresas privatizadas. Sequência, Oviedo, n. 60, p.81-81, jul. 2010.

⁷⁸. COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. O poder de controle na sociedade anônima. 6. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Forense, 2014, p. 166.

⁷⁹. BENSOUSSAN, Fábio Guimarães. Intervenção estatal na empresa privatizada: análise das “golden shares”. Porto Alegre: Sergio Antonio Fabris Editor, 2007, p. 34.

⁸⁰. Cf. PARGENDLER, Mariana; PRADO, Viviane Muller; SANTOS, E. F.; VIOL, D. M. Cláusulas arbitrais em números no mercado de capitais brasileiro. Revista Brasileira de Arbitragem, n. 75. Curitiba: CBAr, 2022.