Perspectivas de reembolso dos custos com políticas públicas nas empresas estatais*

Perspectives for reimbursement of policy costs policies in state-owned companies

*Gabriel Abreu da Silveira***
*Emerson Luís Dal Pozzo****

RESUMO

Partindo das justificativas constitucionais para a intervenção direta do Estado no domínio econômico, compreende-se que a atuação empresarial por meio de estatais depende do atendimento ao interesse público. Para a Lei das Estatais, o interesse público das empresas se manifesta pelo alinhamento entre seus objetivos e os objetivos de políticas públicas explicitados

* Artigo recebido em 16 de janeiro de 2020 e aprovado em 17 de abril de 2020. DOI: 10.12660/rda.v280.2021.84497.

** Universidade Federal do Paraná, Curitiba, PR, Brasil. E-mail: silveira.abreu@gmail.com.
Mestre em economia na Universidade Federal do Paraná e bacharel em direito pela Universidade Federal do Paraná. Especialista em direito empresarial pela Academia Brasileira de Direito Constitucional. Advogado.

*** Universidade Federal do Paraná, Curitiba, PR, Brasil. E-mail: emerson.dal.pozzo@dpdadvogados.com.br.
Doutor, mestre e bacharel em direito pela Universidade Federal do Paraná. Especialista em direito empresarial pelo Centro Universitário Curitiba. Professor visitante da Pontifícia Universidade Católica do Paraná, Centro Universitário Curitiba e Academia Brasileira de Direito Constitucional. Advogado.

na carta anual, vinculando a existência das estatais à realização de atividades sem perspectiva de retorno. Entretanto, as sociedades de economia mista contemplam uma comunhão de recursos particulares e públicos capaz de gerar conflitos de interesses no que diz respeito à persecução do lucro. Uma vez que o controlador não financia e nem reembolsa os custos relativos às políticas públicas, a vinculação dessas políticas com a satisfação do interesse público gera problemas de governança. Defende-se que o poder público financie os custos relacionados com os objetivos de políticas públicas das companhias para preservar o interesse do acionista minoritário ao investir em sociedades de economia mista e para limitar o controlador na adoção de medidas mal calculadas em prol do interesse público, medida que também contribuiria para o incentivo à subsidiariedade da intervenção estatal na economia.

PALAVRAS-CHAVE

Empresas estatais — políticas públicas — interesse público — reembolso — compensação

ABSTRACT

Starting from the constitutional justifications for the States direct intervention in the economic domain, it is understood that the business performance through state-owned companies depends on the public interest. For the State-Owned Law, the companies public interest is manifested by the alignment between their objectives and the public policy objectives made explicit when the annual letter was published, linking the existence of state companies to the performance of activities with no prospect of financial return. However, mixed capital enterprises contemplate a communion of private and public resources capable of generating conflicts of interest regarding the pursuit of profit. Since the controller neither finances nor reimburses public policy costs, linking these policies to the satisfaction of the public interest creates governance problems. It is argued that the government finances the costs related to the companies public policy objectives in order to preserve the minority shareholders interest in investing in mixed capital enterprises and to limit the controller in the adoption of poorly calculated measures in favor of the public interest, which also would contribute to the encouragement of direct States intervention subsidiarity in the economy.

KEYWORDS

State-owned enterprises — policy channeling — public interest — reimbursement — compensation

Introdução

Assim como os agentes privados, o Estado também pode explorar atividade econômica a partir da constituição de sociedades empresárias e receber recursos por meio da distribuição de dividendos. Há, claro, diferenças no que se refere aos tipos de atividades que as companhias podem explorar e às formas pelas quais a intervenção direta na economia se dá, porém não há dúvidas de que o poder público utiliza empresas de sua titularidade de maneira similar aos particulares e logra benefícios inerentes à qualidade de sócio.

Ocorre que as especificidades que permeiam tanto a criação quanto a governança corporativa das estatais vinculam essas companhias à realização de políticas públicas de baixo (ou nenhum) retorno financeiro, situação que culmina em conflitos de interesses entre acionistas. O lucro necessário à atratividade da sociedade de economia mista se contrapõe ao dever do controlador de buscar o atendimento do interesse público.

Logo, como ponto de partida, busca-se apresentar o relacionamento entre o lucro e o interesse público nas empresas estatais, delineando as peculiaridades do papel do Estado como acionista controlador.

A proposta inicial consiste em verificar se o poder público pode fomentar a lucratividade das empresas de sua titularidade com a única intenção de também maximizar sua percepção de dividendos, considerando que, assim como na arrecadação de tributos, os recursos também seriam incorporados à receita e oportunizariam o cumprimento do interesse público. Nesse sentido, além de se consultar a opinião da doutrina sobre o tema, aprofunda-se também nas disposições trazidas pela Lei nº 13.303, de 2016.

Na sequência, partindo do pressuposto de que existem limites à lucratividade das estatais e de que a realização de políticas públicas é uma imposição e não somente uma faculdade, torna-se imprescindível que se pense em formas de manter a atratividade das sociedades de economia mista aos investidores e compor os interesses conflitantes dos acionistas. Para isso, propõe-se verificar o cabimento da compensação, por meio da qual o Estado reembolsaria a companhia pelos custos incorridos no desenvolvimento de atividades não comerciais.

Atentando-se à governança, pretende-se identificar as linhas doutrinárias que tratam da compensação de custos de políticas públicas pelo Estado, as diretrizes da Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) e prospectar os principais reflexos gerados pela medida.

Maximização do lucro nas estatais

Na lógica constitucional, a criação das estatais depende de imperativo de segurança nacional ou relevante interesse coletivo, de modo que o motivo de sua constituição disposto na lei autorizativa e no estatuto social vincula a existência da empresa e a sua atuação. Atuando no regime privado, no entanto, há autonomia para que as companhias sejam dirigidas da forma que o Estado compreende que a sua finalidade está sendo cumprida.

Embora muito se fale sobre a independência do conselho de administração, sabe-se que a postura do controlador nas companhias de capital concentrado tem forte influência na tomada de decisão. Não é diferente em se tratando das sociedades de economia mista, observando-se que a postura adotada pelo Estado nas assembleias acaba pautando as escolhas empresariais dos administradores, especialmente em relação àqueles por ele indicados.

Partindo dessa premissa, quando inexiste pressão para a realização de políticas públicas nas estatais, há liberdade para que a administração possa tomar decisões de investimento e financiamento na perspectiva de sempre atingir o maior lucro possível e distribuir o máximo de dividendos. As opções dos administradores no desenvolvimento da atividade econômica tendem a refletir os interesses do acionista controlador, de modo que uma empresa estatal pode se confundir com uma empresa privada caso se priorize a persecução do lucro em detrimento da realização de políticas públicas.

Entretanto, vale destacar que os dividendos distribuídos pelas estatais a seus acionistas são obviamente destinados à conta do Tesouro do ente federativo que detém o controle e estão disponíveis para serem utilizados conforme as necessidades da administração pública. Portanto, é descabido imaginar que esses recursos não precisariam atender ao interesse público apenas por serem provenientes da atividade empresária.

Logo, cumpre verificar se o fomento, pelo Estado, à lucratividade das estatais para captação de recursos oriundos da distribuição de dividendos pode também vir a significar atendimento ao interesse público.

Antes da promulgação da Lei nº 13.303, de 2016, não havia direcionamento legal do que seria entendido como interesse público. Havia, portanto, alusão à lei de criação e ao estatuto social para o fim de demarcar o espaço de atuação da companhia sem que houvesse definição exata de interesse público das sociedades de economia mista para limitação prática do controlador. Fica visível a dificuldade que se tinha de julgar no caso concreto se o controlador estaria orientando a companhia para o atendimento do interesse público ou se também existiriam interesses escusos.

Isso significa dizer que, ausente o art. 8º, § 1º, da Lei das Estatais, que associa o interesse público à realização de políticas públicas, essa questão do fomento à lucratividade pelo controlador da sociedade tinha mais peso e exigia uma constante memorização do caráter excepcional da intervenção direta na economia. Por concorrerem com empresas privadas, o relevante interesse coletivo (ou o imperativo de segurança nacional) era recorrentemente ignorado na intenção de aumentar a percepção de dividendos.

Depois do diploma legal, a situação mudou sensivelmente, uma vez que são diversos os artigos que reforçam a necessidade de se ter em mente o interesse público e/ou a justificativa de criação da companhia. Nesse sentido, tem-se a constituição (art. 2º, § 1º), os deveres do controlador (art. 4º, § 1º) e também função social das estatais (art. 27). Além desses, alguns dos dispositivos que tratam da transparência também demandam atenção ao assunto: carta de políticas públicas (art. 8º, I), adequação do estatuto (art. 8º, II), distribuição de dividendos (art. 8º, V) e dados operacionais e financeiros das atividades relacionadas com o interesse coletivo ou a segurança nacional (art. 8º, VI).

Especialmente, o art. 8º, V, da Lei das Estatais demanda a "elaboração de política de dividendos à luz do interesse público que justificou a criação da empresa pública ou da sociedade de economia mista". Ou seja, destacando a função social da estatal e a vinculação do interesse público à realização de políticas públicas, o diploma legal é claro na orientação de que a maximização dos lucros não deve ser o objetivo principal das empresas de titularidade do Estado.

Nesse sentido, já explicava Eros Roberto Grau que a realização do lucro pelas empresas estatais "não é o motivo imediato de sua constituição, seja com a participação de capitais privados, ou não".[1]

---

[1] GRAU, Eros Roberto. Lucratividade e função social nas empresas sob controle do Estado. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, n. 55, p. 55, jul./set. 1984.

Contudo, de acordo com o que já foi levantado, há necessidade de se conciliar esses objetivos sociais com a sustentabilidade econômica do negócio no âmbito das sociedades de economia mista:

> Destarte, a razão vital desse gênero de pessoa é a viabilidade de desenvolver-se eficazmente atividade pública — e daí a participação do Estado, interessado nessa atividade — e, ao mesmo tempo, produzir saldos econômicos apropriáveis, o que enseja a afluência de capitais privados. Sem essa equação, a sociedade de economia mista inexistiria. Portanto, é pressuposto lógico — e por isso jurídico, visto a existência da sociedade mista haver sido prevista constitucional e legalmente — de sua constituição o regime lucrativo, ainda quando se trate de exploradora de serviço público. Ocorre aqui fenômeno semelhante ao da exploração de serviço público por particular, através de concessão ou permissão.[2]

Considerando que, por diversas vezes, é opção do poder público a modalidade empresarial para exploração de atividade econômica, é razoável que corresponda aos interesses de retorno dos particulares que aportaram capital na companhia. Relembra-se que, no caso dos serviços públicos, a atividade pode ser prestada diretamente e por concessão ou permissão, de forma que a constituição de estatais seria tão somente um meio de liberação de uma rígida submissão a orçamentos, controle administrativo e hierarquia.[3]

Ademais, as estatais se constituem na forma de sociedades anônimas para exploração da atividade econômica, o que, por consequência, sujeita o Estado a mais formalidades e também o vincula à lucratividade.

Já no art. 2º, a Lei nº 6.404, de 1976, dispõe que o objeto social da empresa está associado à finalidade lucrativa inerente ao tipo societário, desde que não

---

[2] SUNDFELD, Carlos Ari. Entidades administrativas e noção de lucro. *Revista Trimestral de Direito Público*, São Paulo, n. 6, p. 267, 1994.

[3] De forma diferente da empresa privada, a estatal possui sérias barreiras para seguir uma orientação de maximização do valor ao acionista. Entretanto, segundo Joaquim Rubens Fontes-Filho, isso não representa uma justificativa para ações de ineficiência gerencial, uso da estatal para execução de ações públicas distintas do objeto social ou então impropriedade no uso dos recursos públicos, destacando que "aceitar a participação dos sócios privados na propriedade ratifica seu compromisso em buscar os melhores resultados econômicos, sob pena de prejudicar a confiança futura em seus projetos — com consequente dificuldade de captação de *funding* privado" (FONTES-FILHO, Joaquim Rubens. A governança corporativa em empresas estatais brasileiras frente à Lei de Responsabilidade das Estatais (Lei nº 13.303/2016). *Revista do Serviço Público*, Brasília, v. 69, p. 224-225, 2018).

contrário à lei, à ordem pública e aos bons costumes. Em comentário, Fábio Konder Comparato explica que a norma societária possui duas grandes linhas de eficácia, tendo em vista que, além de proibir a modalidade sociedade anônima em empresas que não tenham objetivo de produzir e distribuir seus lucros, também institui esse objetivo lucrativo como parâmetro para a responsabilidade dos administradores e do controlador perante os acionistas minoritários da empresa.[4]

Aliás, ainda se deve salientar que a perspectiva de lucro é a única razão de ainda existirem sociedades de economia mista e não apenas empresas públicas. Essa questão é autoexplicativa: a decisão racional dos particulares sobre o aporte do capital em sociedades empresárias não é compatível com a projeção de resultados econômicos negativos.

Existe, portanto, uma dificuldade de se balancear o lucro e a realização de políticas públicas nas sociedades de economia mista. Isso acontece especialmente se observada a disposição do art. 238 da Lei das Sociedades Anônimas de que o controlador poderá orientar as atividades da companhia no sentido do atendimento do interesse público, deixando subentendido que nesses casos poderia existir sacrifício da lucratividade.

Nesta esteira, existe posição na doutrina no sentido de que o interesse público previsto pelo dispositivo legal não prevalece apenas nas hipóteses de conflito concreto com o interesse particular de fruição dos lucros nas companhias mistas, e sim em qualquer hipótese.

Para Mario Engler Pinto Junior, por exemplo, se não fosse admitido o sacrifício da lucratividade pela realização de políticas públicas, também não haveria razão para permitir a saída do acionista dissidente reembolsando o valor de suas ações, fazendo alusão aos casos de aquisição do controle de uma empresa privada por uma pessoa jurídica de direito público, nos termos do art. 236, parágrafo único, da Lei nº 6.404, de 1976.[5]

Na sequência, defende ainda a existência de um limite entre a razoabilidade e proporcionalidade quando se trata da contenção de lucros, argumentando que deve haver um retorno justo para remunerar o custo do capital próprio do acionista privado das sociedades de economia mista:

---

[4] COMPARATO, Fábio Konder. A reforma da empresa. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, n. 50, p. 63, abr./jun., 1983.

[5] PINTO JUNIOR, Mario Engler. *O Estado como acionista controlador*. Tese (doutorado em direito) — Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009. p. 373.

> Não faz sentido é a empresa estatal adotar política agressiva de distribuição de dividendos (ou pagamento de juros sobre o capital próprio), sob pena de limitar sua capacidade de autofinanciamento. Por outro lado, o pagamento de dividendos com o fito apenas de remunerar o investimento acionário estatal contribui para a descapitalização da companhia e significa desvirtuamento de propósitos. A empresa estatal não deve ser vista exclusivamente como instrumento de geração de receitas para reforçar o caixa do tesouro (enquanto único acionista ou acionista majoritário), nem tampouco para enriquecer acionistas privados além da taxa de retorno considerada razoável para remunerar o custo do capital próprio, segundo padrões usuais de mercado.[6-7]

Logo, o autor é contrário à adoção de uma política de dividendos agressiva observando os interesses dos minoritários. Para ele, dividendos demais limitariam a capacidade de autofinanciamento da companhia mista e dividendos de menos contribuiriam para a descapitalização, servindo de motivo para o afastamento do interesse dos investidores privados de aportar.

Fica visível, sobretudo depois da Lei das Estatais, que as sociedades de economia mista precisam realizar políticas públicas para que o interesse público vinculado às suas constituições seja cumprido. Independentemente da possibilidade de se reinvestir os dividendos distribuídos e aplicá-los de acordo com as necessidades mais urgentes da população, aponta-se que uma política de dividendos agressiva limitaria a capacidade de autofinanciamento dessas empresas justamente em virtude de sua peculiaridade: estar sujeita à realização de políticas públicas de retorno financeiro nulo ou muito baixo.

Por essa razão é que se deve agora analisar as perspectivas de reembolso dessas políticas públicas sem retorno financeiro, destacando ser essa, inclusive, uma alternativa incentivada pela OCDE. Caso se consiga compensar os custos estatais das empresas, pode-se concluir que as companhias do poder

---

6 Ibid., p. 378.

7 No mesmo sentido, argumenta Natália Bertolo Bonfim que o conflito deve ser observado pelo ângulo da teoria organizativa da empresa, isto é, considerando-se normal a convivência entre interesses divergentes e arbitrando-se a margem de lucro ideal para que a empresa estatal tenha capacidade financeira para implementar as políticas públicas compreendidas no objeto social. (BONFIM, Natália Bertolo. *O interesse público nas sociedades de economia mista*. Dissertação (mestrado em direito) — Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2011. p. 98-99)

público se aproximariam das empresas privadas, o que, consequentemente, contribuiria no interesse em se associar ao Estado.

De toda forma, como será demonstrado, trata-se de questão delicada que envolve opiniões contrárias na doutrina administrativista.

Reembolso do custo das políticas públicas

A opção por se constituir uma estatal passa pela necessidade de intervenção excepcional do poder público no domínio econômico em função da identificação de um relevante interesse coletivo ou imperativo de segurança nacional, nos termos do art. 173 da Constituição Federal. Faz-se imprescindível, portanto, com a autorização legislativa, que exista delineamento claro no estatuto social a respeito da justificativa constitucional que marca a instituição da empresa para atuar em um ambiente em regra explorado pelos agentes particulares.

Nada obstante, a sociedade de economia mista tem sua lógica apoiada na comunhão de recursos públicos e privados. Por isso, não pode o acionista que detém o controle da empresa utilizar os investimentos particulares dos minoritários por meio da capitalização e depois não se preocupar, dentro da lógica de mercado, em dar-lhes um retorno adequado.

O dever de realizar políticas públicas para atender à população pertence apenas ao Estado e, assim, não deve servir de parâmetro para a sobreposição do controlador sobre os minoritários com o pretexto de que a administração pública pode orientar as atividades da companhia de modo a atender o interesse público que justificou sua criação, conforme art. 238 da Lei nº 6.404, de 1976.

Com essa lógica, a Diretriz III, d, do *Guia de governança corporativa de empresas estatais* da Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), incentiva justamente que o próprio Estado financie os custos relacionados com os objetivos de políticas públicas das estatais.[8]

Também chamada de "Clube dos Ricos", essa organização é formada por nações desenvolvidas para discussão das melhores políticas públicas, servindo como selo de qualidade perante toda a comunidade internacional.

[8] OCDE. *Diretrizes da OCDE sobre governança corporativa de empresas estatais*. Paris: OECD Publishing, 2015. p. 22.

O Brasil atualmente possui apenas papel de observador, porém almeja se tornar membro efetivo para sinalizar o compromisso do país com uma economia aberta, previsível, responsável e transparente.

Nesse sentido, percebe-se que há um descompasso entre as aspirações políticas internacionais e as práticas de governança atualmente adotadas pelas empresas públicas e sociedades de economia mista brasileiras.

O *Guia de governança corporativa de empresas estatais* se divide em sete conjuntos de diretrizes amplamente reconhecidas no mundo todo: (i) fundamentos para a propriedade estatal, (ii) papel do Estado como proprietário, (iii) estatais no mercado, (iv) tratamento equitativo de acionistas e outros investidores, (v) relações com *stakeholders* e negócios responsáveis, (vi) abertura e transparência e (vii) responsabilidade dos órgãos colegiados.

De acordo com um estudo de Jean Paulo Castro e Silva realizado com a intenção de destacar oportunidades de avanço institucional na governança das estatais brasileiras, a Lei das Estatais aproximou o Brasil em relação às diretrizes da OCDE, havendo, inclusive, total cumprimento no que diz respeito ao tratamento equitativo de acionistas e relações com *stakeholders*. Entretanto, como exceções ao avanço institucional, os índices de aderência observados em atenção às Diretrizes II e III vão de encontro com a tendência internacional de governança corporativa e marcam apenas 42 e 44%, respectivamente.[9]

Isso significa que a Lei das Estatais procurou seguir as diretrizes de melhores práticas incentivadas pela organização, porém tratou com ressalvas os fundamentos para a propriedade estatal das empresas e a situação dessas companhias no mercado. Na interpretação do autor, existe uma lacuna institucional em relação ao aperfeiçoamento do papel do Estado como proprietário e controlador de empresas, o que, por sua vez, traz consequências relacionadas com a constante interferência política na gestão, baixo grau de independência dos administradores e também problemas de desempenho.[10]

Quanto à diretriz de reembolso das políticas públicas, vale mencionar que os dois projetos de lei que originaram os diplomas que regem as empresas estatais já propuseram a medida ao congresso nacional.

Por meio da exposição de motivos do Projeto de Lei nº 2.559, de 1976, atual da Lei das Sociedades Anônimas, o então ministro da Fazenda Mário

---

9 SILVA, Jean Paulo Castro e. *Oportunidades de avanço institucional na governança das estatais brasileiras*. Dissertação (mestrado em economia) — Instituto de Pesquisa Econômica, Brasília, 2018. p. 44.

10 Ibid., p. 62-63.

Henrique Simonsen comentou o art. 239 (hoje art. 238), interpretando que o controlador da sociedade de economia mista, que não visa lucro, "possa ter razões de agir em detrimento da companhia, hipótese em que deverá compor os prejuízos que causar aos acionistas minoritários".

Igualmente, o Projeto de Lei nº 555, de 2015, atual Lei das Estatais, previa no art. 8º, § 2º, b, que quaisquer obrigações e responsabilidades que a estatal assuma em condições distintas às privadas deveriam "ter seu custo, bem como o eventual ressarcimento total ou parcial de forma transparente e individualizado em relação às demais atividades sociais".

Contudo, apesar dos projetos, hoje não se reembolsa as estatais pela realização de políticas públicas sem retorno financeiro.

Por um lado, a interpretação doutrinária do art. 238 da Lei das Sociedades Anônimas garante que a orientação do controlador da companhia mista para cumprimento do interesse público não demanda compensação. Por outro, o art. 8º, § 2º, II, aprovado na Lei das Estatais, apenas dispõe que quaisquer obrigações e responsabilidades que a estatal assuma em condições distintas às privadas devem "ter seu custo e suas receitas discriminados e divulgados de forma transparente, inclusive no plano contábil".

Sem prejuízo, existem autores que defendem que a redação atual do dispositivo da Lei das Estatais ainda permite a compensação:

> O que o art. 8º do Estatuto das Estatais faz é vedar os mecanismos informais de instrumentalização das estatais para fins públicos; é obrigar a sua identificação prévia (até para verificar se realmente são objetivos públicos institucionais ou não, por mais relevantes que sejam — cf. tópico IV.2.3.1); e é impor que os seus custos, o déficit ou a menor lucratividade da estatal sejam previamente quantificados para que, também previamente, possa ser estabelecida, por ato negocial, a forma através do qual eles serão compensados.[11]

Nada obstante, a doutrina se divide entre: (i) aqueles que não admitem o reembolso pelo controlador pela supremacia do interesse público, (ii) aqueles que entendem que a compensação se dá somente quando as políticas públicas realizadas pela sociedade de economia mista comprometem exageradamente

[11] ARAGÃO, Alexandre Santos de. *Empresas estatais*: o regime jurídico das empresas públicas e sociedades de economia mista. São Paulo: Forense, 2017. p. 366.

o lucro e (iii) aqueles que admitem o reembolso por critérios de justiça com os minoritários e incentivo à capitalização das companhias mistas.

Para a primeira corrente, o argumento é de que "o Estado não pode ser compelido a compor prejuízos por ter atendido às razões de Estado", uma vez que o controlador não pode compor prejuízos quando age dentro do objetivo para o qual foi criada a sociedade de economia mista: atender ao interesse coletivo.[12]

Para a segunda corrente, "em matéria de contenção de lucros, existe um limite baseado na razoabilidade e proporcionalidade que, uma vez ultrapassado, gera a obrigação de o Estado compensar a companhia controlada", motivo pelo qual se deve identificar um parâmetro minimamente objetivo para a responsabilização do titular do controle da empresa estatal.[13]

Já para a terceira corrente trazida, que se filia e é compatível com a Diretriz III, d, do *Guia de governança corporativa de empresas estatais* da OCDE, "se, por uma contingência qualquer, o interesse público exigir o esmagamento dos demais interesses, cumprirá à pessoa jurídica controladora atribuir à sociedade, ou aos interessados diretamente, uma razoável compensação".[14-15]

Ainda que sejam raros os países que adotam o reembolso, visto que uma política de compensação total dos custos incorridos pelas estatais eliminaria os "*political private benefits of control*",[16] o exemplo colombiano de subsídio parece ser útil na análise proposta.

---

12 CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. v. 4. São Paulo: Saraiva, 1997. p. 385.

13 Pinto Junior, O Estado como acionista controlador, op. cit., p. 375.

14 BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito societário*. 10. ed. Rio de janeiro: Renovar, 2007. p. 513.

15 Nelson Eizirik argumenta que os custos da implementação das políticas públicas pelas sociedades de economia mista eventualmente sejam suportados pelo Estado para não frustrar a justa expectativa dos acionistas minoritários em relação ao retorno de seu investimento. (EIZIRIK, Nelson. *A lei das S/A comentada*. São Paulo: Quartier Latin, 2011. v. 3, p. 308). Nesse sentido, Armínio Fraga Neto defende que governos têm empresas para impor seus objetivos não econômicos, que, por sua vez, têm custos e deveriam fazer parte do orçamento nacional, disputando espaço com outros usos para os recursos escassos. (FRAGA NETO, Armínio. Revolução da governança corporativa e privatização. *Valor Econômico*, São Paulo, 21 nov. 2017. Disponível em: www.valor.com.br/opiniao/5199943/revolucao-da-governanca-corporativa-e-privatizacao. Acesso em: 8 ago. 2019)

16 Como exemplo de *political private benefits of control*, Curtis J. Milhaupt e Mariana Pargendler mencionam a política adotada pelo governo brasileiro, por meio da Petrobras, de manter os preços de combustíveis abaixo daqueles cobrados no mercado internacional. Enquanto gerou benefícios aos políticos que perseguiam objetivos de política macroeconômica, a medida teria atingido os demais acionistas da companhia. (MILHAUPT, Curtis J.; PARGENDLER, Mariana. RPTs in SOEs: tunneling, propping, and policy channeling. *European Corporate Governance Institute*. Law Working Paper n. 386, 2018. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract _id=3119164. Acesso em: 14 abr. 2020).

Na Colômbia, o subsídio dos preços de combustíveis aos consumidores já foi pago de formas diferentes ao longo do tempo. Custeado diretamente pelo governo desde a instauração em 1983, o subsídio passou a ser pago por meio da Ecopetrol, Empresa Colombiana de Petróleos S/A, em 1998. Uma vez que o pagamento era reembolsado na dedução dos dividendos distribuídos ao Estado, prevenia-se que o valor aparecesse como um custo fiscal no orçamento. Desde 2008, no entanto, a Ecopetrol deixou de ser reembolsada e passou a distribuir dividendos normalmente ao Estado, que tem custeado o subsídio por meio do Fundo de Estabilização dos Preços dos Combustíveis (FEPC).

De acordo com Helena Garcia Romero e Laura Calderon Etter, enquanto o subsídio era custeado pela Ecopetrol e não implicava custos fiscais, não havia pressa do governo para eliminá-lo. Contudo, depois que o subsídio passou a ser custeado pelo orçamento, o Ministério de Minas e Energia da Colômbia vem sendo pressionado em razão dos constantes déficits oriundos do aumento dos preços internacionais e falha em ações de mitigação de danos.[17]

Ou seja, não obstante a má administração do fundo e o período de crise logo após sua criação para subsídio dos combustíveis, a experiência colombiana obteve mais sucesso com a compensação.

Nesse sentido, em análise comparativa da governança corporativa em diversos países, Curtis J. Milhaupt e Mariana Pargendler sugerem a observância de alguns assuntos aos que buscam aprimorar o regime das sociedades de economia mista, sendo um deles a "divulgação e tratamento de decisões não comerciais". Com efeito, observando as legislações para comparar as abordagens colombiana e brasileira de *policy channelling*,[18] concluem que a abordagem da Colômbia ao reembolsar a sociedade de economia mista pelos custos das políticas públicas é mais justa para os acionistas minoritários e uma restrição mais eficiente ao uso expansivo das empresas estatais para perseguir metas políticas do que a abordagem brasileira de tão somente divulgação.[19]

---

[17] ROMERO, Helena Garcia; ETTER, Laura Calderon. The political economy of fuel subsidies in Colombia. *Organisation for Economic Co-operation and Development*. Working Paper n. 61. 10 dez. 2013. Disponível em: www.oecd-ilibrary.org/environment-and-sustainable-development/the-political-economy-of-fuel-subsidies-in-colombia_5k3twr8v5428-en. Acesso em: 14 abr. 2020.

[18] A expressão *policy channeling* foi criada pelos autores para representar a ação do governo de se utilizar das empresas estatais para a persecução do bem-estar social ou de outras políticas com objetivos não financeiros. (Curtis J. Milhaupt e Mariana Pargendler, RPTs in SOEs, op. cit.).

[19] MILHAUPT, Curtis J.; PARGENDLER, Mariana. Governance challenges of listed State-Owned Enterprises around the world: national experiences and a framework for reform. *Cornell International Law Journal*, Ithaca, v. 50. n. 3, p. 540, 2017.

Um modelo alternativo consistiria na estratégia de desenvolvimento econômico adotada pela Singapura a partir do People's Action Party, criando-se as *government-linked companies* para o desempenho de atividades comerciais e se utilizando dos recursos provenientes da distribuição de dividendos para a persecução do interesse público. As ações dessas empresas são detidas pela Temasek Holdings Pte Ltd, constituída como subsidiária do Ministério das Finanças. A companhia é reconhecida por sua transparência na divulgação das informações e pela independência do Board of Directors, sendo controladora das 23 maiores empresas nacionais, o que representa 37% da capitalização de mercado[20] e um retorno anual de 16% desde sua criação em 1974.[21]

Vale frisar, contudo, que a ideia dificilmente seria aplicável ao Brasil em razão das regras constitucionais que limitam a criação das empresas estatais e da orientação ao interesse público.

Desta maneira, os administradores da sociedade de economia mista estão vinculados legalmente pelo interesse público, porém, ao mesmo tempo, não podem ignorar a persecução do lucro, uma vez que o público e o particular dividem espaço dentro do quadro societário da empresa. O reembolso dos custos com as políticas públicas se apresenta como uma medida importante para manter um nível de equidade com os concorrentes, além de contribuir para a capitalização da estatal mediante incentivo aos investidores.

Reflexos da compensação dos custos com políticas públicas na governança corporativa

Diante da necessidade de se envolver em questões não comerciais no desempenho da atividade econômica, as empresas estatais têm de arcar com os custos das políticas públicas dos seus controladores sem que exista a previsão de reembolso desses valores. Trata-se de um custo obrigatório que

[20] SIM, Isabel; THOMSEN, Steen; YEONG, Gerard. The State as shareholder: the case of Singapore. *National University of Singapore*, 30 jun. 2014. Disponível em: https://bschool.nus.edu.sg/cgio/ research/state-owned-enterprises/. Acesso em: 14 abr. 2020.

[21] KIRKPATRICK, Grant. Managing State assets to achieve developmental goals: the case of Singapore and other countries in the region. Organisation For Economic Co-operation and Development. *Workshop on State-Owned Enterprises in the Development Process*. 4 abr. 2014. Disponível em: www.oecd.org/daf/ca/2014-workshop-soe-development-process.htm. Acesso em: 14 abr. 2020.

inevitavelmente diminui o valor de mercado da companhia se comparado à maximização do lucro. Nesse cenário, vistas as particularidades, cabe ponderar o incentivo que os particulares têm para aportarem recursos em sociedades de economia mista quando podem escolher empresas privadas.

Não obstante outras falhas de mercado, são muitas as companhias de titularidade do poder público constituídas no intuito de ocupar o papel de monopolistas naturais em atividades cujo custo fixo seja relevantemente alto e não haja concorrência, como distribuição de energia elétrica, saneamento, bem como transporte ferroviário e rodoviário. Embora não se vislumbrem maiores benefícios em se optar por empresas estatais quando se tem competição, nos casos de monopólio é possível que as adversidades sejam superadas em função de uma perspectiva de lucro compensatória.

Entretanto, também se evidencia a necessidade de regulação para estimular resultados concorrenciais em situações de monopólio. Não se pode imaginar que as empresas que atuam em situação de vantagem possam de alguma forma abusar dessa posição para maximização desproporcional do lucro. Por isso, exige-se uma operação com custos, preço, quantidade e qualidade justos em função do fato de boa parte dessas atividades serem serviços públicos essenciais que precisam chegar à população da forma mais adequada possível.

Desta maneira, mesmo que existam perspectivas lucrativas para alguns setores específicos da economia, a equação de múltiplos interesses das estatais deve levar em consideração os consumidores.

Vale dizer, é certo que a ausência de reembolso pelo Estado dos custos das políticas públicas gera um ambiente ainda mais propenso a conflitos de interesse nas sociedades de economia mista. Tendo por base as responsabilidades e deveres do controlador perante os demais acionistas, trabalhadores e, nesse contexto, consumidores dessas companhias, pode-se concluir que existe uma correlação entre o preço da tarifa e a lucratividade. Cabe ainda fazer referência nesse ponto à lógica do subsídio cruzado, isto é, cobrança de uma tarifa mais alta de alguns consumidores para arcar com algum benefício para outros de menor poder aquisitivo, na intenção de financiar as políticas públicas e ao mesmo tempo preservar a arrecadação global da companhia.

Trata-se de uma situação em que a falta de lucros afasta o interesse dos investidores particulares nas companhias mistas e que o excesso é prejudicial à universalidade dos serviços, tendo em vista que o lucro demanda o aumento dos preços ou a diminuição das políticas públicas.

Observando que as empresas estatais precisam atender o interesse público vinculado às suas justificativas de criação, ou seja, realizar políticas públicas relacionadas com o objeto social previsto no estatuto, para que se admita sua intervenção direta na economia, a falta de compensação se mostra como um paradoxo na governança.[22] Além de ser uma medida de governança de empresas estatais reconhecida pela OCDE, o reembolso das políticas públicas se mostra como um incentivo para o investimento particular em sociedades de economia mista e também como um meio de contribuição para o interesse público pela contenção da realização de operações deficitárias que não sejam estritamente necessárias e vinculadas à justificativa de criação da companhia.

Nesse sentido, Renato Ferreira dos Santos admite a compensação da estatal pelos custos de ações praticadas com sacrifício de sua finalidade lucrativa por duas perspectivas principais:

> (i) De um lado, tem o efeito de preservar o interesse do acionista privado em investir na SEM, eis que será mantido indene por eventuais prejuízos suportados pela companhia investida, afastando o risco de expropriação dos seus recursos e violação de seus interesses pelo acionista controlador; e
>
> (ii) De outro lado, alcança a finalidade de limitar o acionista controlador na adoção de medidas em prol do interesse público, dadas as consequências financeiras severas da multiplicação de tais iniciativas para os cofres públicos, resultantes da necessidade de arcar com os custos decorrentes do afastamento da finalidade lucrativa da companhia.[23]

Em que pese pouco se fale, a compensação é medida importante para que a sociedade de economia mista tenha razão de existir. Por meio dela, à custa de quem de fato é responsável, diminuem-se conflitos de interesses capazes de desestruturar uma companhia e atrapalhar sua eficiência.

---

[22] Segundo Fábio Konder Comparato, o dilema que se apresenta ao Estado é o de perseguir o interesse público antes e acima da exploração lucrativa, tornando sem sentido a participação societária do capital privado no empreendimento, ou apenas dar lugar ao interesse público quando existe conflito com objetivo normal de produção de lucros, o que, na sua visão, estaria em desencontro com a lógica constitucional. (COMPARATO, Fábio Konder. *O poder de controle na sociedade anônima*. Rio de Janeiro: Forense, 2005. p. 372.)

[23] SANTOS, Renato Ferreira dos. *O papel do Estado como acionista controlador de sociedades de economia mista*: limites e restrições à perseguição do interesse público. Dissertação (mestrado em direito) — Escola de Direito, Fundação Getulio Vargas, Rio de Janeiro, 2017. p. 86.

Sobre o aumento de despesas do Estado, relembra-se a questão que foi enfrentada no início do tópico a respeito da possibilidade de atendimento do interesse público por meio do reinvestimento dos dividendos das empresas estatais em atividades sociais. Mesmo que, dependendo da forma proposta, o reembolso possa aumentar os gastos orçamentários, o acréscimo dos lucros nas companhias acabaria aumentando sua percepção de dividendos. Sem descuidar de ser uma medida reconhecida pela OCDE na governança de estatais, isso significa que também haveria incentivo à subsidiariedade da intervenção direta pela dificuldade de manutenção das empresas dependentes.

Ainda que não se tenha previsão expressa na Lei das Estatais e tampouco na Lei das Sociedades Anônimas, o art. 12, § 3º, da Lei nº 4.320, de 1964, que dispõe sobre normas gerais de direito financeiro para elaboração e controle dos orçamentos e balanços da administração pública, prevê subvenções econômicas destinadas a custear despesas de empresas (públicas ou privadas) de caráter industrial, comercial, agrícola ou pastoril. Portanto, de forma semelhante ao que acontece com o fomento à inovação tecnológica por meio de programas de apoio, entende-se que existe base legal para a compensação dos custos de políticas públicas realizadas pelas empresas estatais.

De toda forma, além de mais debates, a efetivação do reembolso depende de interesse político e do reconhecimento de sua importância principalmente na governança das sociedades de economia mista.

Conclusões

Com a vigência da Lei das Estatais, foram fixados diversos mecanismos de governança corporativa, sobretudo no âmbito das indicações para os cargos dos órgãos estatutários e na transparência de informações relevantes a investidores e para a própria sociedade.

No que toca à transparência, agora se exige a elaboração de uma carta anual explicitando os compromissos de consecução de objetivos de políticas públicas pela empresa pública, sociedade de economia mista e suas subsidiárias, em atendimento ao interesse coletivo ou imperativo de segurança nacional que justificou a autorização para suas respectivas criações. Igualmente, passou a existir disposição expressa no sentido de que o interesse público das estatais se manifesta por meio do alinhamento entre os objetivos da empresa e os objetivos de políticas públicas explicitados na referida carta,

o que, consequentemente, vincula a existência das estatais à realização de políticas públicas.

Ocorre que as sociedades de economia mista, pela própria natureza, contemplam uma comunhão de recursos capaz de gerar conflitos de interesse no que tange à persecução do lucro. Ao passo que existe a necessidade prevista em lei de se realizarem políticas públicas para justificar o interesse público em intervir diretamente na economia, também se espera que a empresa distribua lucros para retornar o capital investido pelo acionista minoritário.

Considerando que o Estado não financia e nem reembolsa os custos das políticas públicas realizadas pelas empresas estatais, a exigência legal de se realizar essas políticas para satisfação do interesse público acaba gerando problemas de governança corporativa.

No sentido da Diretriz III, d, do *Guia de governança corporativa de empresas estatais* da OCDE, defende-se justamente que o Estado financie os custos relacionados com os objetivos de políticas públicas das estatais. Os argumentos principais são (i) a preservação do interesse do acionista minoritário ao investir em sociedades de economia mista pelo afastamento do risco de violação dos seus interesses de maximização do lucro e a (ii) limitação do controlador na adoção de medidas mal calculadas em prol do interesse público, dadas as consequências dessas iniciativas para os cofres públicos.

Entende-se que, mesmo que o reembolso seja capaz de aumentar os gastos do orçamento público, o acréscimo dos lucros acabaria aumentando a percepção de dividendos pelo Estado. Além disso, ainda se incentivaria a subsidiariedade da intervenção estatal pela dificuldade de se continuar mantendo companhias dependentes dos recursos do Tesouro.

De todo modo, a compensação dos custos das políticas públicas pelo Estado ainda demanda mais debates para que se situe a importância do tema e se superem os interesses políticos do sistema atual.

Referências

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

BONFIM, Natália Bertolo. *O interesse público nas sociedades de economia mista*. Dissertação (mestrado em direito) — Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2011.

BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito societário*. 10. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2007.

COMPARATO, Fábio Konder. A reforma da empresa. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, n. 50, p. 57-74, abr./jun. 1983.

COMPARATO, Fábio Konder. *O poder de controle na sociedade anônima*. Rio de Janeiro: Forense, 2005.

EIZIRIK, Nelson. *A lei das S/A comentada*. v. 3. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

FONTES-FILHO, Joaquim Rubens. A governança corporativa em empresas estatais brasileiras frente à Lei de Responsabilidade das Estatais (Lei nº 13.303/2016). *Revista do Serviço Público*, Brasília, n. 69, p. 209-238, 2018.

FRAGA NETO, Armínio. Revolução da governança corporativa e privatização. *Valor Econômico*, São Paulo, 21 nov. 2017. Disponível em: www.valor.com.br/opiniao/5199943/revolucao-da-governanca-corporativa-e-privatizacao. Acesso em: 8 ago. 2019.

GRAU, Eros Roberto. Lucratividade e função social nas empresas sob controle do Estado. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, n. 55, p. 35-59, jul./set. 1984.

KIRKPATRICK, Grant. Managing State assets to achieve developmental goals: the case of Singapore and other countries in the region. Organisation For Economic Co-operation and Development. *Workshop on State-Owned Enterprises in the Development Process*. 4 abr. 2014. Disponível em: www.oecd.org/daf/ca/ 2014-workshop-soe-development-process.htm. Acesso em: 14 abr. 2020.

MILHAUPT, Curtis J.; PARGENDLER, Mariana. Governance challenges of listed State-Owned Enterprises around the world: national experiences and a framework for reform. *Cornell International Law Journal*, Ithaca, v. 50. n. 3, p. 473-542. 2017.

MILHAUPT, Curtis J.; PARGENDLER, Mariana. RPTs in SOEs: tunneling, propping, and policy channeling. *European Corporate Governance Institute*. Law Working Paper n. 386. 2018. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3119164. Acesso em: 14 abr. 2020

OCDE. *Diretrizes da OCDE sobre governança corporativa de empresas estatais*. Paris: OECD Publishing, 2015.

PINTO JUNIOR, Mario Engler. *O Estado como acionista controlador*. Tese (doutorado em direito) — Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009.

ROMERO, Helena Garcia; ETTER, Laura Calderon. The political economy of fuel subsidies in Colombia. *Organisation for Economic Co-operation and Development*. Working Paper n. 61. 10 dez. 2013. Disponível em: www.oecd-ilibrary.org/environment-and-sustainable-development/the-political-economy-of-fuel-subsidies-in-colombia_5k3twr8v5428-en. Acesso em: 14 abr. 2020.

SANTOS, Renato Ferreira dos. *O papel do Estado como acionista controlador de sociedades de economia mista*: limites e restrições à perseguição do interesse público. Dissertação (mestrado em direito) — Escola de Direito, Fundação Getulio Vargas, Rio de Janeiro, 2017.

SILVA, Jean Paulo Castro e. *Oportunidades de avanço institucional na governança das estatais brasileiras*. Dissertação (mestrado em economia) — Instituto de Pesquisa Econômica, Brasília, 2018.

SUNDFELD, Carlos Ari. Entidades administrativas e noção de lucro. *Revista Trimestral de Direito Público*, São Paulo, n. 6, p. 263-268, 1994.