

# **A PRIVATIZAÇÃO DAS SOCIEDADES DE ECONOMIA MISTA: ANÁLISE DAS ESTRUTURAS SOCIETÁRIAS E O PAPEL DOS FUNDOS DE PENSÃO NAS COMPANHIAS DESESTATIZADAS**

Alunos: Maria Júlia Person Argollo e Thenard Antunes Figueiredo

Orientador: Manoel Vargas Franco Neto

## **Introdução**

O presente estudo é parte de uma pesquisa maior, acerca da Governança Corporativa em Sociedades de Economia Mista. Impossível, no entanto, abordarmos a estrutura das relações internas destas companhias sem falarmos das Entidades Fechadas de Previdência Complementar (“EFPC”), também conhecidas como “fundos de pensão”, não somente pela sua condição de acionistas relevantes, mas também pelas características próprias da, ainda pouco explorada, relação com suas respectivas sociedades patrocinadoras – em maior destaque, as sociedades de economia mista.

Assim, este estudo fará uma contextualização do principal cenário de inserção das EFPCs no mercado de capitais brasileiro, qual seja, o do processo de desestatização da economia brasileira. Como marco de sua relevância, será brevemente analisada a participação das EFPCs no processo de privatização da então Companhia Vale do Rio Doce (“Vale”).

Após, e sob a ótica da recente jurisprudência formada pela Comissão de Valores Mobiliários - CVM, abordaremos as relações de governança corporativa internas das EFPCs, fundamentais para que se compreenda a sua relação com as sociedades de economia mista.

## **1. Contextualização Histórica**

Entre as décadas de 1950 e 1980, o Brasil seguiu o modelo de desenvolvimentismo voltado para o seu mercado interno. Investiu na industrialização intensiva de sua economia, protegida por barreiras comerciais, controles de preços, restrições cambiais, e pela criação de agências especializadas na alocação de subsídios em setores e projetos específicos.<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> Estudos Econômicos da OCDE: 2000-2001 /Organização para Cooperação e o Desenvolvimento Econômico; tradução de Joaquim Oliveira Martins. – Rio de Janeiro: Editora FGV, 2001.

Nesse contexto, empresas estatais foram criadas para atuarem nos setores de infraestrutura, notadamente de petróleo, energia e telecomunicações, e no setor bancário, seja por meio de bancos comerciais, ou bancos de desenvolvimento.

Conforme enumera Frederico Lustosa Da Costa e Vítor Yoshihara Miano “*Durante os anos sessenta e setenta, o número de empresas estatais atingiu seus maiores quantitativos, crescimento este ocorrido principalmente no regime militar. Durante a ditadura brasileira (1964 a 1985) foram criadas 302 empresas estatais, enquanto que na Era Vargas, no governo Kubitschek e no governo Goulart foram criadas, respectivamente, 15, 23 e 33 empresas.*”<sup>2</sup>

O financiamento desse modelo, por sua vez, advinha da grande capacidade de arrecadação fiscal, que no período atingia entre 20% a 25% do Produto Interno Bruto e do crescente endividamento do Estado brasileiro; interno e externo, movidos pelos juros baixos vividos principalmente até a primeira crise do petróleo, em 1973. Na década de 70, por sinal, a taxa de investimento anual situava-se em torno de 24% do PIB, sendo metade deste montante realizado diretamente pelo Governo e pelas empresas estatais.

A substancial elevação das taxas de juros internacionais no início dos anos 1980, acelerada com a moratória mexicana de 1982, tornou insustentável o processo de crescente endividamento externo do Brasil, o que resultou na estagnação econômica, forte inflação e perda da capacidade de investimentos. Isso, somado ao isolamento econômico vivido pela indústria brasileira, resultou numa queda acentuada de sua produtividade, cenário que só viria a se alterar nos anos 1990.

Com a promulgação da Constituição Federal de 1988, a intervenção econômica direta do Estado na economia tomou outro tom. Em seu consagrado artigo 173, dispõe que “*Ressalvados os casos previstos nesta Constituição, a exploração direta de atividade econômica pelo Estado só será permitida quando necessária aos imperativos da segurança nacional ou a relevante interesse coletivo, conforme definidos em lei.*”

Segundo a agenda neoliberal adotada no país nos anos 1990, o Brasil precisava de drásticas reformas para superar sua crise econômica. E o caminho passava pela não somente pela reestruturação de sua política monetária – que ganhou tons definitivos com o Plano Real, em 1993 – mas também pela desestatização de sua economia, de forma a modernizar o parque industrial brasileiro e permitir o levantamento de recursos para viabilizar a redução do endividamento público.

Assim, em 12 de abril de 1990, a Lei Federal nº 8.031, implementou o Programa Nacional de Desestatização – posteriormente reformado por meio da Lei Federal nº 9.491, de 9 de setembro de 1997 – tendo por objetivo a gradual retirada do Estado como principal motriz econômica, mediante a privatização do controle de suas principais companhias.

---

<sup>2</sup> Estatização e desestatização no Brasil: O papel das empresas estatais nos ciclos da intervenção governamental no domínio econômico. Revista de Gestión Pública. Janeiro-Junho 2013. Volume II. Número 1. Pg. 151

Ainda, conforme definido no próprio Programa Nacional de Desestatização, um de seus objetivos – e talvez o mais imediato – seria o de contribuir para a redução da dívida pública, concorrendo para o saneamento das finanças do setor público.

Desde a implementação do Programa Nacional de Desestatização havia a previsão de que os projetos de privatização deveriam ser executados, dentre outras formas, pela alienação de participação societária, inclusive de controle acionário, preferencialmente mediante a pulverização de ações junto ao público, empregados, acionistas, fornecedores e consumidores.

A pulverização do controle destas sociedades em bolsa de valores foi o modelo utilizado pela Inglaterra a partir do final dos anos 70, o que garantiu o perfil de grande dispersão acionária vivido pelas *Corporations* inglesas. Para que o governo inglês não perdesse completamente o seu grau de influência sobre estas companhias recém privatizadas, foram criadas as *golden shares*, ações preferenciais detidas pelo Estado, que lhe garantiria o poder de veto sobre determinadas matérias, como: (i) a aprovação de alterações estatutárias que tivessem por objeto os artigos relativos a esta própria classe de ações; (ii) deliberações a respeito da dissolução da companhia ou criação de novas ações; e (iii) aprovação da transferência de parte significativa dos ativos da companhia.<sup>3</sup>

O Brasil, por sua vez, embora tenha feito uso das *golden shares* para garantir determinado grau de ingerência nas companhias privatizadas, também regulou a alienação do controle acionário por meio dos editais de privatização. Seu principal objetivo seria o de impedir que grupos concorrentes às companhias privatizadas participassem dos consórcios, bem como assegurar a ausência de controladores majoritários nos anos seguintes às privatizações.

E com a edição do Decreto n° 786, de 29 de março de 1993, passou-se a admitir a presença das EFPC nos processos de privatizações, as quais, em vista a oportunidade de investimentos e a grande poupança então acumulada, ingressaram nos principais consórcios concorrentes, sendo fundamentais em seu financiamento, e ocupando posição de destaque nos grupos de controle então formados.

A título de exemplo, e como será melhor aprofundado no capítulo seguinte, estas EFPCs ingressaram com investimentos maciços quando da privatização da Vale, ocorrida em 1997. Do mesmo modo, as EFPCs também têm mantido seus investimentos em diversas companhias abertas, sejam estas de controle privado, ou sociedades de economia mista, das quais destacamos a Petróleo Brasileiro S.A. – Petrobras.

---

<sup>3</sup> PELA, Juliana Krueger. *As Golden Shares no Direito Brasileiro*. São Paulo: Quartier Latin, 2012. Pg. 26.

## 2. Relevância das EFPC no Processo de Privatização

Conforme será melhor analisado adiante, as EFPCs são entidades organizadas sob a forma de fundação ou sociedade civil, sem fins lucrativos, sendo acessíveis, *exclusivamente*, aos empregados de uma determinada empresa, seja pública ou privada, ou aos servidores da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, entes denominados patrocinadores.

Atualmente, as três maiores EFPC do Brasil são patrocinadas pelas grandes companhias estatais/sociedades de economia mista, quais sejam a Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil (“Previ”), a Fundação dos Economistas Federais (“Funcef”), e a Fundação Petrobras de Seguridade Social (“Petros”), e Fundação Cesp (“Funcesp”), que juntos detêm patrimônio de mais de R\$ 320 bilhões.<sup>4</sup>

Em vista a possibilidade de se tornarem acionistas relevantes nas estatais então objeto do Programa Nacional de Desestatização, as EFPCs estiveram presentes nos consórcios vencedores das principais companhias privatizadas, das quais se destacam a Companhia Siderúrgica Nacional – CSN, a Empresa Brasileira de Aeronáutica – Embraer, a Vale, e a Telecomunicações Brasileiras – Telebras.

Como principal exemplo do investimento realizado pelas EFPCs, o consórcio vencedor do leilão de privatização da Vale, ocorrido em 6 de maio de 1997, contou com a participação da Litel Participações S.A. (“Litel”), veículo de investimentos controlado pela Previ, Funcef, Petros e Funcesp. A Litel, por sua vez, em 1997 detinha 24,99% das ações de emissão da Valepar S.A. (“Valepar”), controladora majoritária da Vale, e 10,11% das ações ordinárias de emissão desta última.

Atualmente, e após diversas reorganizações no bloco de controle da Vale, a Litel concentrou seus investimentos na Valepar, detendo 49,0% das ações ordinárias desta sociedade, limite definido em seu acordo de acionistas, pré-estabelecido desde o edital de privatização da Vale (“Acordo de Acionistas Valepar”).

A Litel, porém, se distancia do controle isolado desta sociedade não apenas pela limitação de participação, já atingida, como pelos quóruns de deliberação específicos exigidos pelo Acordo de Acionistas Valepar, de 67% do capital social votante para a aprovação de matérias relevantes na Vale e na Valepar (e.g. alterações no Estatuto Social, aumentos de capital, emissão de debêntures, operações de fusão, incorporação, cisão, eleição do conselho de administração).

Seu controle, portanto, é compartilhado junto ao BNDES Participações S.A., Bradespar S.A., Mitsui & Co Ltd, e a Eletron S.A., conforme disposto no formulário de Referência da Vale.<sup>5</sup>

---

<sup>4</sup> Fonte: <http://exame.abril.com.br/seu-dinheiro/ferramentas/fundos-de-pensao/>

<sup>5</sup> *Formulário de Referência 2015 – v.3.*

### 3. Características e Estrutura de Governança das EFPC

A previdência complementar tem suas regras gerais estabelecidas pela Lei Complementar 109/01. As EFPCs são destinadas a público específico. Conforme estabelecido no artigo 31 da Lei Complementar 109/01<sup>6</sup>, tais entidades são acessíveis, *exclusivamente*, aos empregados de uma empresa ou grupo de empresas, aos associados ou membros de pessoas jurídicas de caráter profissional, classista ou setorial, ou ainda, conforme já previsto na Lei Complementar 108/01, aos servidores da União dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios<sup>7</sup>.

Os entes responsáveis pela instituição, administração e execução dos planos de previdência de seus empregados são denominadas *patrocinadoras*. Os patrocinadores são também responsáveis pela supervisão e fiscalização dos seus fundos de pensão.

A relação entre patrocinadoras que possuem natureza pública ou são controladas pelo Estado e suas respectivas entidades fechadas de previdência complementar é regulada pela Lei Complementar 108/01.

As EFPCs tem por finalidade a administração dos recursos obtidos por meio das contribuições de seus patrocinadores e participantes, capitalizando-os para que, a longo prazo, sejam revertidos em benefícios previdenciários aos seus participantes.

A ausência de finalidade lucrativa nas EFPCs não descaracteriza sua natureza privada. A natureza de seus patrocinadores também não possui condão para corromper o caráter privado destas entidades. Adacir Reis ressalta o caráter privado das EFPCs, mesmo aquelas patrocinadas por entes do Poder Público:

*“As entidades fechadas de previdência complementar possuem natureza privada, pouco importando o perfil dos patrocinadores dos planos de benefícios por ela administrados. Assim, o patrocinador do plano previdenciário **pode ser uma empresa estatal ou uma autarquia**, mas a entidade de previdência **será sempre privada**.”*<sup>8</sup>(grifos da autora)

Como estabelecido no artigo 3º da Lei Complementar 109/01, o papel do Estado no regime de previdência complementar é regulador e fiscalizador, com o objetivo de proteger os interesses dos participantes e assistidos destas entidades.

---

<sup>6</sup> Art. 31 As entidades fechadas são aquelas acessíveis, na forma regulamentada pelo órgão regulador e fiscalizador, exclusivamente:

I - aos empregados de uma empresa ou grupo de empresas e aos servidores da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, entes denominados patrocinadores; e

II - aos associados ou membros de pessoas jurídicas de caráter profissional, classista ou setorial, denominadas instituidores.

<sup>7</sup> REIS, Adacir. *Fundos de Pensão: aspectos jurídicos fundamentais*. São Paulo: ABRAPP, 2009, p. 51.

<sup>8</sup> REIS, Adacir. Op. cit., p. 59.

Ainda que o patrocinador do plano de previdência seja estatal, a EFPC continuará rigorosamente privada, pois é dotada de personalidade jurídica, autonomia patrimonial e funcional, capacidade postulatória e direção própria.<sup>9</sup>

A estrutura de governança destes fundos de pensão foi delineada pelo legislador com mecanismos para preservar as características acima descritas.

Sobre a estrutura de governança das EFPC, estas possuem direção própria e apresentam governança baseada em freios e contrapesos, com a existência de um conselho deliberativo, diretoria-executiva e conselho fiscal.<sup>10</sup>

A Lei Complementar 109/01 estabelece, em seu artigo 35<sup>11</sup>, os preceitos mínimos da estrutura organizacional das EFPCs. Sua estrutura de governança consiste na (i) a existência de um conselho deliberativo, uma diretoria executiva e um conselho fiscal, (ii) representação mínima dos participantes e assistidos em tais órgãos e (iii) requisitos mínimos para elegibilidade de seus membros.

O artigo 9º indica os órgãos que compõem a estrutura organizacional das EFPCs que, atendendo à Lei Complementar 109/01, é formada pelo conselho deliberativo, conselho fiscal e pela diretoria executiva.

---

<sup>9</sup> REIS, Adacir. Op. cit., p. 59.

<sup>10</sup> REIS, Adacir. *Fundos de pensão: aspectos jurídicos fundamentais*. 1ª ed. São Paulo: ABRAPP, 2009. p. 60.

<sup>11</sup> Art. 35. *As entidades fechadas deverão manter estrutura mínima composta por conselho deliberativo, conselho fiscal e diretoria-executiva.*

§ 1º *O estatuto deverá prever representação dos participantes e assistidos nos conselhos deliberativo e fiscal, assegurado a eles no mínimo um terço das vagas.*

§ 2º *Na composição dos conselhos deliberativo e fiscal das entidades qualificadas como multipatrocinadas, deverá ser considerado o número de participantes vinculados a cada patrocinador ou instituidor, bem como o montante dos respectivos patrimônios.*

§ 3º *Os membros do conselho deliberativo ou do conselho fiscal deverão atender aos seguintes requisitos mínimos:*  
*I - comprovada experiência no exercício de atividades nas áreas financeira, administrativa, contábil, jurídica, de fiscalização ou de auditoria;*

*II - não ter sofrido condenação criminal transitada em julgado; e*

*III - não ter sofrido penalidade administrativa por infração da legislação da seguridade social ou como servidor público.*

§ 4º *Os membros da diretoria-executiva deverão ter formação de nível superior e atender aos requisitos do parágrafo anterior.*

§ 5º *Será informado ao órgão regulador e fiscalizador o responsável pelas aplicações dos recursos da entidade, escolhido entre os membros da diretoria-executiva.*

§ 6º *Os demais membros da diretoria-executiva responderão solidariamente com o dirigente indicado na forma do parágrafo anterior pelos danos e prejuízos causados à entidade para os quais tenham concorrido.*

§ 7º *Sem prejuízo do disposto no § 1º do art. 31 desta Lei Complementar, os membros da diretoria-executiva e dos conselhos deliberativo e fiscal poderão ser remunerados pelas entidades fechadas, de acordo com a legislação aplicável.*

§ 8º *Em caráter excepcional, poderão ser ocupados até trinta por cento dos cargos da diretoria-executiva por membros sem formação de nível superior, sendo assegurada a possibilidade de participação neste órgão de pelo menos um membro, quando da aplicação do referido percentual resultar número inferior à unidade.*

O conselho deliberativo destas EFPCs, responsável pela definição da política de administração da entidade, é composto por, no máximo, 6 (seis) membros, com formação paritária entre membros eleitos pelo participantes e membros eleitos pela patrocinadora. A indicação do presidente do conselho, que possui voto de qualidade, cabe à patrocinadora, como dita o artigo 11.

São de competência exclusiva do conselho de administração as seguintes atividades: (i) a definição da política geral de administração da entidade e de seus planos de benefícios; (ii) alteração de estatuto e regulamentos; (iii) a retirada de patrocinador; (iv) gestão de investimentos e plano de aplicação de recursos; (v) autorizar investimentos acima de 5% dos recursos garantidores do fundo; (vi) contratação de auditores independentes e avaliadores; (vii) nomeação e exoneração dos membros da diretoria executiva; e (viii) exame, em grau de recurso, das decisões da diretoria executiva<sup>12</sup>.

O conselho fiscal é responsável pelo controle interno da entidade e é composto por até 4 (quatro) membros, com estrutura paritária igual ao conselho deliberativo.

A diretoria executiva é também responsável pela administração da entidade, de acordo com a política definida pelo conselho deliberativo. A diretoria é composta por até 6 (seis) membros, definidos em função do patrimônio da entidade e do número de participantes e assistidos, nos termos do artigo 19, parágrafo 1º.

A Lei Complementar 108/01 estabelece requisitos mínimos que devem ser atendidos pelos membros indicados à diretoria executiva, nos termos do artigo 20. Em complemento, a lei também estabelece vedações a respeito da ocupação, por estes membros, de outros cargos, prevendo expressamente hipóteses que configuram como potencial o conflito de interesses, conforme artigo 21.

É vedado ao membro da diretoria executiva, durante seu mandato: (i) exercer atividade no patrocinador, (ii) integrar o conselho deliberativo ou fiscal da respectiva entidade e, até que suas contas sejam aprovadas, mesmo após o fim de seu mandato, e (iii) prestar serviços a instituições integrantes do sistema financeiro.

---

<sup>12</sup> Art. 13. Ao conselho deliberativo compete a definição das seguintes matérias:

*I – política geral de administração da entidade e de seus planos de benefícios;*

*II – alteração de estatuto e regulamentos dos planos de benefícios, bem como a implantação e a extinção deles e a retirada de patrocinador;*

*III – gestão de investimentos e plano de aplicação de recursos;*

*IV – autorizar investimentos que envolvam valores iguais ou superiores a cinco por cento dos recursos garantidores;*

*V – contratação de auditor independente atuário e avaliador de gestão, observadas as disposições regulamentares aplicáveis;*

*VI – nomeação e exoneração dos membros da diretoria-executiva; e*

*VII – exame, em grau de recurso, das decisões da diretoria-executiva.*

*Parágrafo único. A definição das matérias previstas no inciso II deverá ser aprovada pelo patrocinador.*

O arcabouço legal das EFPCs garante a representação dos participantes e assistidos destas entidades na administração e execução das atividades da respectiva entidade, mas assegura, à patrocinadora, a predominância na gestão das EFPCs, o que se assemelha às definições de *controle* em sociedades anônimas<sup>13 14</sup>.

A despeito dos mecanismos de influência outorgados aos seus patrocinadores, as EFPCs possuem estrutura própria de governança, com direção autônoma, a qual não se confunde com a direção da empresa ou do órgão patrocinador.<sup>15</sup>

No entanto, em vista do potencial exercício de influência por parte da entidade patrocinadora nas EFPCs e, sendo incontestável o controle do Estado sobre as entidades patrocinadoras das EFPCs sujeitas ao regime da Lei Complementar 108/01, questiona-se a possibilidade destes fundos de pensão sofrerem influência determinante por parte de suas patrocinadoras e, por sua vez, pelo Estado.

Tal influência determinante já foi objeto de análise pela CVM, como se verá mais adiante. Mas antes, tendo em vista a relação entre as EFPCs e suas patrocinadoras, controladas por entes estatais, faz-se necessária uma breve descrição sobre estas sociedades.

### **3.1. Patrocinadoras: sociedades sobre o controle do Estado**

As sociedades estatais, sobre as quais o Estado detém controle, seja em parte ou no todo, são instrumentos de intervenção direta na economia. A empresa sob controle do Estado não é senão forma de que se utiliza o Estado para atuar como agente econômico<sup>16</sup>.

As sociedades de economia mista surgiram no século XVII, com a Companhia da Índias Orientais, financiada por capital público e privado, tendo entrado em declínio no fim do século XVIII. No Brasil, tem-se como referência a criação do Banco do Brasil, em 1808, em que a formação do capital seguia o mesmo modelo.

---

<sup>13</sup> Art. 116. Entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que:

a) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembléia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e

b) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.

<sup>14</sup> Sobre o conceito de acionista controlador e o artigo 116 da Lei das S.A., Bulhões Pedreira e Lamy Filho: “A pessoa ou grupo de pessoas somente é acionista controlador, no conceito legal, quando coexistem quatro requisitos: (a) é titular de direitos de sócios que lhe assegurem, (b) de modo permanente, (c) a maioria dos votos nas deliberações da Assembleia Geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia e (d) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia”. (PEDREIRA, José Luiz Bulhões e FILHO, Alfredo Lamy. *Direito das Companhias*. ed. 1. Rio de Janeiro: Forense, 2009. p. 815.

<sup>15</sup> REIS, Adacir. Op. cit., p. 65.

<sup>16</sup> GRAU, Eros Roberto. Lucratividade e função social nas empresas sob controle do Estado. *Revista de Direito Mercantil*. vol 55. São Paulo: Malheiros.



Com o advento da Revolução Industrial, nasceu a demanda pela captação de investimentos para o financiamento e desenvolvimento dos setores. A fim de estimular e, ao mesmo tempo, confortar investidores, surgiram as sociedades anônimas, limitando a responsabilidade de seus participantes, as quais, até o fim do século XIX, dependiam de autorização estatal para sua constituição.

Para prestação dos serviços públicos ligados ao setor, utilizou-se, a princípio, o modelo de concessão, em vista da necessidade de contribuição de capital privado para desenvolvimento de tais serviços. Com o insucesso deste modelo, recorreu-se ao modelo de associação de capitais públicos e privados compreendido pela sociedade de economia mista, tendo sido utilizado pela primeira vez no país com a criação da Companhia Siderúrgica Nacional, em 7 de abril de 1941.

Atualmente, as sociedades de economia mista encontram respaldo legal no artigo 173 da Constituição Federal, estando sujeitas ao regime das sociedades anônimas de acordo com a Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (Lei das S.A.), conforme seu artigo 235, e também presentes no Decreto-Lei n. 200, de 25 de fevereiro de 1967 (DL200/67) e no Decreto n. 1.091, de 21 de março de 1996 (D1091/94).

Note-se aqui que o conceito de sociedade de economia mista é objeto de constante debate pela doutrina, inclusive no que tange à sua natureza, se pública ou privada, e, conseqüentemente, à qual regime jurídico estaria submetida, sendo inegável o caráter conflitivo inerente à esta modalidade societária.<sup>17</sup>

Atualmente, o conceito de sociedade de economia mista baseia-se no artigo 5º, inciso II do DL200/67, definindo-a como *entidade dotada de personalidade jurídica de direito privado, criada por lei para a exploração de atividade econômica, sob a forma de sociedade anônima, cujas ações com direito a voto pertençam em sua maioria à União ou a entidade da Administração Indireta.*

---

<sup>17</sup> Sobre o conceito de sociedade de economia mista, parte da doutrina entende que as sociedades de economia mista estão compreendidas em um gênero amplo paraestatal, bastando a presença do Poder Público no capital ou na administração da empresa. Outra parte acredita que, para caracterizar sociedade de economia mista, bastaria que entidade estatal, na qualidade de acionista ou obrigacionista, participasse de sociedade anônima. Há quem entenda também que estas são instrumentos de que se vale o Estado para exercer atividade que compete preferencialmente ao setor privado, interferindo, dessa forma, no domínio econômico. GRAU, Eros Roberto. Lucratividade e função social nas empresas sob controle do Estado. *Revista de Direito Mercantil*. vol 55. São Paulo: Malheiros, p. 37.

Prevalece na doutrina o entendimento de que o que distingue as sociedades de economia mista das demais sociedades sob controle ou participação do Estado, portanto, é a exigência de que seja criada por lei. Este o elemento primordial a caracterizá-la como sociedade de economia mista: a criação por lei.<sup>18 19</sup>

Ao fazer uso das sociedades de economia mista, o Estado intervém indiretamente na economia, atuando, ele próprio, como agente, e participando como atos no setor econômico.<sup>20</sup>

Sustenta-se que o interesse público seria a única justificativa constitucional para o Estado interferir no domínio econômico, com base no disposto no artigo 238 da Lei das S.A., o qual prevê que, nos caso das sociedades de economia mista, a entidade controladora “*tem os deveres e responsabilidades do acionista controlador, mas poderá orientar as atividades da companhia de modo a atender ao interesse público que justificou a sua criação.*”

Qualquer intervenção do Estado na economia que não seja justificada por determinado interesse público deve ser considerada irregular.<sup>21</sup>

No entanto, nesse mesmo texto legal é possível identificar argumentos contrários ao entendimento exposto acima. O primeiro de que, conforme expressamente previsto na Constituição de 1988 e no DL200/67, as sociedades de economia mista estão sujeitas ao regime de direito privado.

Em complemento, o legislador optou pelo regime específico da Lei das S.A. A mera participação do Estado nestas sociedades não é suficiente para descaracterizar sua organização sob forma de sociedade anônima e, portanto, sua sujeição ao regime privado. Ao buscar a forma anônima para empreendimento que pretende promover, o Estado visa assegurar ao particular, ao qual oferece associação, os mesmos direitos e garantias que fruem os acionistas das demais companhias, sem prejuízo das disposições especiais em lei federal.<sup>22</sup>

---

<sup>18</sup> GRAU, Eros Roberto. Lucratividade e função social nas empresas sob controle do Estado. *Revista de Direito Mercantil*. vol 55. São Paulo: Malheiros, p. 38.

<sup>19</sup> Conforme Gilberto Bercovici, “O que caracteriza a sociedade de economia mista não é apenas a presença majoritária do Estado no seu capital acionário. Uma participação majoritária estatal que fosse transitória ou eventual não modificaria o objeto ou os fins de uma sociedade comum. A sociedade de economia mista é uma estrutura de direito privado (uma sociedade anônima) vinculada de modo permanente a objetivos de interesse público. Por isto a autorização para sua criação deve ser efetuada por lei. Sem a base legal que a cria, a sociedade de economia mista não passaria de uma sociedade anônima comum, com participação acionária estatal” (BERCOVICI, Gilberto. *Natureza jurídica de sociedade anônima estatal*. *Revista de Direito Mercantil*. vol 153/154. São Paulo: Malheiros, jan-jul. 2010. p.301).

<sup>20</sup> ROCHA, Astrid Monteiro de Carvalho Guimarães de Lima. ROCHA, Astrid Monteiro de Carvalho Guimarães de Lima. Op. cit., p.201.

<sup>21</sup> ROCHA, Astrid Monteiro de Carvalho Guimarães de Lima. ROCHA, Astrid Monteiro de Carvalho Guimarães de Lima. Op. cit., p.209.

<sup>22</sup> VENANCIO FILHO, Alberto. *Direito das Companhias*. coordenadores Alfredo Lamy Filho; José Bulhões Pedreira. ed. 1. Rio de Janeiro: Forense, 2009. p. 1909.

As sociedades estatais, sejam elas formadas por capital público ou sob forma mista com capital privado, garantem ao Estado o exercício do controle sobre tais entidades, indubitavelmente atendendo ao parâmetro estabelecido no artigo 116 da Lei das S.A.

Sendo garantido o poder para exercer a administração, a gerência e a condução dos negócios sociais das sociedades por ele controladas, o Estado, sem dúvida, domina as estruturas de governança destas sociedades.

São estas as sociedades patrocinadoras de fundos de pensão notoriamente reconhecidos por sua onipresença no mercado de capitais brasileiro.

O Estado, na qualidade de controlador destas sociedades, exerce poder determinante incontestável nas EFPCs, em vista das obrigações, responsabilidades e estrutura organizacional impostas por lei às patrocinadoras destes fundos de pensão.

As EFPCs são reconhecidas como investidores institucionais e possuem ampla presença nos grandes setores da economia brasileira, e conforme especificamente tratado no presente trabalho, possuem participação relevante nas sociedades submetidas aos processos de privatização. Se for possível reconhecer que o Estado exerce influência determinante nas EFPCs por meio de suas patrocinadoras, questiona-se as repercussões jurídicas que tal reconhecimento poderia causar, e, mais especificamente, o impacto que tal reconhecimento teria nos processos e resultados das privatizações.

A análise da potencial influência determinante exercida pelo Estado nas EFPCs foi utilizada recentemente como fundamento no julgamento, pela CVM, de conduta de determinados fundos de pensão por violação de direitos estendidos a acionistas minoritários, conforme será exposto adiante.

#### **4. Precedente Petrobras – PAS CVM 11/2012**

A potencial influência determinante do Poder Público nos fundos de pensão foi, recentemente, objeto de análise em âmbito administrativo, tendo sido utilizada como fundamento para a verificação de infração, por parte de estas entidades, à determinada regra da lei societária brasileira.

A CVM julgou, em 2 de dezembro de 2014, o Processo Administrativo Sancionador nº 11/2012 (PAS CVM 11/2012), em que a PREVI, patrocinada pelo Banco do Brasil S.A., a FUNCEF, patrocinada pela Caixa Econômica Federal e a PETROS, patrocinada pela Petrobras, foram acusadas de participar da votação em separado no âmbito das eleições para membros do Conselho de Administração e Conselho Fiscal da Petrobras, em infração ao parágrafo 4º do artigo 141, em conjunto com o artigo 239, e o parágrafo 4º do artigo 161, em conjunto com o artigo 240, da Lei das S.A.

Tais infrações ocorreram nas Assembleias Gerais de 2011 e 2012, em que foram eleitos os Srs. Jorge Gerdau e Fábio Barbosa, posteriormente substituído por Josué Gomes em razão de sua denúncia, para os cargos de membros do Conselho de Administração da Petrobras, e o Sr. Nelson Rocha e a Sra. Maria Falcón para os cargos de membros do Conselho Fiscal da referida companhia.

A respeito da eleição dos membros dos órgãos em referência, a PETROS foi a responsável pela indicação de tais nomes e PREVI e FUNCEF acompanharam a indicação a PETROS.

De acordo com a acusação, a vontade política da PETROS caberia à sua patrocinadora, Petrobras, uma vez que esta seria a responsável pela indicação de metade dos membros dos órgãos da administração do referido fundo de pensão e que pertenceria ao Presidente do Conselho Deliberativo da PETROS, necessariamente indicado pela patrocinadora, o voto de qualidade. A vinculação entre a União, Petrobrás e PETROS teria sido, inclusive, reforçada por membros de sua administração. Ademais, a PETROS não teria adotado qualquer mecanismo interno que visasse blindá-la da influência exercida pela sua patrocinadora (e, por sua vez, pela União, na qualidade de controladora da Petrobras) no exercício do direito de voto em separado.

Dessa forma, a acusação concluiu que *“ao participar da eleição de conselheiros de administração em vagas reservadas aos acionistas minoritários e preferencialistas nas AGO/E dos anos de 2011 e 2012, a PETROS atuou em flagrante afronta ao art. 141, § 4o, incisos I e II, c/c art. 239 da Lei no 6.404/1976. Da mesma forma, ao participar da eleição dos conselheiros fiscais para as vagas destinadas aos acionistas minoritários e preferencialistas nas AGO/E anteriormente referidas, ofendeu o art. 161, § 4o, c/c art. 240, igualmente da Lei no 6.404/1976.”*<sup>23</sup>

Quanto à PREVI, a acusação entendeu que a vontade política da PREVI também cabia à sua patrocinadora que, por sua vez, possui controle comum com a Petrobras, exercido pela União. Além disso, a PREVI não teria adotado procedimentos internos que a protegessem da influência exercida pelo Banco do Brasil e/ou da União nas decisões que diziam respeito à eleição em separado de membros do Conselho de Administração e Fiscal da Petrobras.

Neste caso, a acusação concluiu que, de acordo com precedentes da Autarquia<sup>24</sup>, *“a PREVI não poderia, em face da relação existente entre ela e o controlador da PETROBRAS (a União, controladora*

---

<sup>23</sup> Vide Relatório do Processo Administrativo Sancionador CVM nº 11/2012, julgado em 02.12.2014.

<sup>24</sup> Vide Processo Administrativo Sancionador CVM nº 07/05, julgado em 24.04.2007, em que o então presidente e Relator do processo Marcelo Trindade, decidiu pela condenação, com pena de advertência, da Mendesprev Sociedade Previdenciária por infração ao artigo 161, parágrafo 4º da Lei 6.404/76, tendo estendido às entidades de previdência complementar, quando detenham ações da sociedade patrocinadora, ou controlada pela patrocinadora, a aplicação do Parecer de Orientação 19/90 da CVM e, conseqüentemente, a vedação a participação dessas entidades na votação em separado dos membros da administração e conselho fiscal, destinada exclusivamente a acionistas minoritários, de suas sociedades patrocinadoras. Em complemento, Marcelo Trindade em seu voto esclarece que seria possível admitir, “mesmo nos casos em que o comando político da entidade de previdência cabe a agentes

*também do Banco do Brasil), ter participado da eleição de representantes do conselho de administração e fiscal para vagas reservadas a acionistas não controladores. Portanto, ao participar da eleição de conselheiros de administração em vagas reservadas aos acionistas minoritários e preferencialistas nas AGO/E [assembleia geral originária e extraordinária] dos anos de 2011 e 2012, infringiu o disposto no art. 141, § 4o, incisos I e II, c/c o art. 239 da Lei no 6.404/1976.”*

Em complemento, a PREVI, ao participar da eleição dos membros do Conselho Fiscal para as vagas destinadas aos acionistas minoritários e preferencialistas, teria ofendido o disposto no artigo 161, parágrafo 4º, c/c o artigo 240, da Lei das S.A.

Por fim, a FUNCEF foi acusada de, assim como a PREVI, ter participado da eleição de membros do Conselho de Administração e do Conselho Fiscal da PETROBRAS para as vagas reservadas a acionistas minoritários e titulares de ações preferenciais, atuação irregular tendo em vista que “a vontade política da FUNCEF cabe à patrocinadora Caixa Econômica Federal, que se encontra, do mesmo modo que a Petrobras, sob o controle da União”, tendo sido constatado, assim como na PREVI, que a FUNCEF não teria adotado mecanismos suficientes para evitar que tal influência de sua patrocinadora e da União fosse exercida no âmbito das eleições em separado acima referidas.

#### *Voto da Diretora Luciana Dias*

A Diretora Luciana Dias inicia seu voto tratando das imputações feitas às acusadas – a participação de votação em separado. Neste ponto, a Diretora analisa, além dos dispositivos legais em questão, o Parecer de Orientação CVM nº 19, de 1990, no qual a CVM, em vista da redação mais ampla do parágrafo 4º do artigos 161 da Lei das S.A., interpreta o referido dispositivo restritivamente, no sentido de que o controlador, ainda que detentor de ações preferenciais, não pode participar da referida eleição.

Nos termos de seu voto, a Diretora Luciana Dias entende que, conforme interpretação da CVM dada aos referidos dispositivos por meio do Parecer de Orientação 19, confirmada em precedentes<sup>25</sup>, “*entidades sobre as quais o controlador da companhia tem uma influência determinante não podem participar da eleição em separado de membros do conselho fiscal prevista no art. 161, §4º da mesma lei, seja na vaga dos preferencialistas, seja na vaga dos minoritários.*”.

No caso em questão, a Diretora utilizou a estrutura de governanças dos acusados fundos de pensão como fundamento determinante para sua decisão. Verificou-se que, na estrutura paritária nos conselhos deliberativos e diretorias executivas dos referidos fundos de pensão, os casos de empate seriam decididos pelos membros indicados pelas respectivas patrocinadoras.

---

nomeados pela patrocinadora, a inexistência de impedimento de voto se for adotado mecanismo que assegure que a indicação do conselheiro fiscal (ou de administração) não se dará por deliberação de tais agentes.

<sup>25</sup> Vide Processo Administrativo Sancionador CVM nº 07/05, julgado em 24.04.2007 e Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2009/4768, julgado em 13.04.2010.

Ademais, verificou-se que, no caso concreto: (i) a PETROS teve sua orientação de voto examinada pela Gerência de Participações Mobiliárias, que a encaminha para rejeição ou confirmação pelo diretor de investimentos, que, por sua vez, é aprovada pela diretoria executiva; (ii) PREVI teve sua orientação de voto baseada em nota técnica preparada por sua Gerência de Governança Corporativa e Participações Mobiliárias sem Controle Acionário, vinculada à diretoria de participação; e (iii) FUNCEF teve sua orientação de voto dada diretamente pelo diretor de investimentos, considerando a baixa relevância de seu investimento na Petrobras, sem que fosse necessária a participação conselho deliberativo ou diretoria executiva na definição do voto, conforme estabelecido por suas políticas internas, tendo as duas últimas acompanhado a indicação feita pela primeira no âmbito da eleição do conselheiros de administração e fiscal da Petrobras.

Em seu voto, A Diretora discorda da interpretação da Diretora Relatora Ana Novaes, tratada mais adiante, a respeito das estruturas de governança e procedimentos adotados pelos fundos de pensão. Luciana Dias entende que há uma presunção legal de influência do Poder Público nas EFPCs, e de que, no caso concreto, as estruturas destes fundos de pensão permitem que a União, na qualidade de controladora das sociedades patrocinadores, efetivamente exerça este poder de influência, conforme descrito em seu voto:

*“Isso porque, se não bastasse a presunção, com base na Lei Complementar 108/2001, e na Lei nº 6.404/76, de que, respectivamente, a patrocinadora tem influência determinante na entidade de previdência patrocinada e de que o ente público controlador tem influência determinante na patrocinadora, em relação a cada uma das entidades de previdência, há estruturas que evidenciam a influência determinante das patrocinadoras e, por consequência, de seus acionistas controladores.”*

A Diretora Luciana Dias, com base na análise estrutural de governança destes fundos de pensão, verificou que a orientação de voto de PREVI e FUNCEF foi definida discricionária e diretamente por diretores indicados diretamente pelas patrocinadoras e que, no caso da PETROS, a diretoria executiva, eleita pelo conselho deliberativo em que predomina a vontade da patrocinadora, aprovou a indicação dos candidatos.

Com isso, a Diretora entendeu que a presunção de que a União possui influência determinante nos referidos fundos de pensão, não foi afastada, decidindo pela condenação dos acusados fundos de pensão.

De acordo com o voto da Diretora Luciana Dias, é possível concluir, ainda, que a presunção de influência da União nestes fundos de pensão poderia ser afastada se tais entidades adotassem estrutura de governança capaz de afastar tal influência:

*“O que é ilegítimo e que se questiona neste processo é o fato de essas entidades de previdência complementar, instituídas por companhias controladas, direta ou indiretamente, pela União, e que não adotem estruturas para blindar sua influência, e*

*arrogarem a qualidade de minoritários para se legitimarem a participar das eleições em separado dos membros do conselho de administração e fiscal.”*

O voto da Diretora Luciana Dias foi acompanhado pelo Presidente Leonardo Pereira, que por sua vez exerceu voto de qualidade em vista o empate na decisão, tendo PETROS, PREVI e FUNCEF sido condenadas por terem participado de eleição em separado dos membros do conselho de administração e fiscal da Petrobrás, uma vez que tais entidades sofrem influência determinante por controlador comum à Petrobrás, desrespeitando o direito de representação destinado aos acionistas minoritários em infração aos artigo 141, parágrafo 4º, incisos I e II, c/c o artigo 239 e artigo 161, parágrafo 4º, c/c o artigo 240 da Lei das S.A.

*Voto da Diretora Relatora Ana Novaes*

A Diretora Ana Novaes, Relatora do PAS CVM nº 11/2012, no que tange à influência exercida pela União em PETROS, PREVI e FUNCEF, apesar de concordar quanto à possibilidade de presumir tal influencia, votou diferentemente da Diretora Luciana Dias.

Assim como a Diretora Luciana Dias, a Diretora Relatora entendeu que o Poder Público exerce influência sobre os fundos de pensão patrocinados por sociedades por ele controladas, uma vez que *“as principais decisões de uma EFPC de entidade estatal são, em tese, decididas por representantes indicados pelo ente público”*.

A Diretora Relatora identificou três pontos determinantes para caracterizar a influência das patrocinadoras sobre as EFPCs, quais sejam: (i) a eleição de metade do conselho deliberativo paritário, detendo também voto de qualidade; (ii) a obrigação de supervisão e fiscalização sistemática nas EFPCs; e (iii) necessidade de prévia e expressa autorização para realização de determinados investimentos.

Nestes termos, a Diretora Relatora Ana Novaes verificou a existência de influência nas EFPCs por suas respectivas patrocinadoras, além de entender que tais entidades também se caracterizam como ententes do Estado. No entanto, a Relatora pondera o efetivo exercício de tal influência, em vista dos deveres fiduciários da patrocinadora perante a EFPC e seus participantes, previstos em lei na forma do artigo 3º, inciso VI da Lei Complementar 109/01, cuja disposição estabelece que a ação do Estado deverá se pautar, entre outros objetivos, pela proteção dos interesses dos participantes e assistidos dos planos de benefícios.

De acordo com seu voto:

*“Podemos concluir, em tese, que há elementos tanto para caracterizar as EFPC de entidades estatais como sofrendo influência das respectivas patrocinadoras, seja no que tange à administração da entidade ou à sua fiscalização, como também há elementos*

*que mitigam esta influência, uma vez que há responsabilização de seus dirigentes caso não exerçam o cargo no interesse dos participantes e assistidos.”*

Ao identificar a estrutura societária e de governança dos fundos de pensão, a Diretora Relatora entendeu que, exceto nos casos em que a EFPC se utilizasse da garantia dada aos acionistas minoritários em eleições de sua própria patrocinadora, haveria uma tripla presunção na qual: “(i) o controlador, no caso a União, estaria agindo contra a lei societária, (ii) a EFPC não teria mecanismos tal como preconizados pelo PAS 07/2005 para blindá-la deste influência quando ela estivesse votando numa eleição que não é nem de sua patrocinadora na frente de seus próprios interesses na eleição de conselheiros minoritários e preferencialistas de companhia que não é sua patrocinadora, em clara afronta ao seus deveres fiduciários previstos em lei”.

No entanto, em voto contrário e vencido, a Diretora Relatora conclui que, na análise concreta dos casos de PREVI e FUNCEF, não foi possível verificar que a vontade política destas entidades sofreu influência da União<sup>26</sup>.

Assim, apesar dos votos de condenação divergentes, ambas as Diretoras reconheceram a potencial influência que o Estado pode exercer nos fundos de pensão. Venceu, no entanto, o voto da Diretora Luciana Dias, que reconheceu a presunção do exercício de influência pelo Poder Público nestas entidades.

Diante da análise e condenação da CVM realizada com fundamento nas estruturas de governança dos fundos de pensão, é necessário refletir sobre a repercussão jurídica que tal fundamentação pode causar e quais seriam as consequências no ordenamento brasileiro.

## **5. Conclusão**

As EFPCs são entidades privadas e seu arcabouço legal busca preservar sua autonomia perante suas patrocinadoras. As sociedades de economia mista e demais sociedades sobre controle do Estado possuem legitimidade para administrar e gerir tais entidades.

Diante desta estrutura, não se pode ignorar o poder de controle detido pelo Estado nas sociedades sobre seu controle e, por fim, a influência potencial sobre a vida das EFPCs, tendo em vista suas estruturas legais.

Apesar da doutrina reconhecer e reforçar o caráter privado e autônomo dos fundos de pensão patrocinados pelas sociedades sobre controle do Estado, a CVM já reconheceu, no âmbito de decisão acerca

---

<sup>26</sup> No caso da PETROS, no entanto, a Diretora Relatora Ana Novaes votou pela sua condenação com base em outros elementos de influência e em razão do precedente de Mendesprev, concluindo que a referida EFPC não comprovou a independência, no exercício político em questão, da sua patrocinadora Petrobras. Vide Relatório do Processo Administrativo Sancionador



do exercício irregular do direito de voto destinado a acionistas minoritários, que as estruturas de governança das EFPCs permite a presunção de que essas sofrem influência do Estado nas decisões e ações tomadas na qualidade de acionistas e participantes do mercado.

As EFPCs assim, potencialmente replicarão sua experiência de governança corporativa às sociedades investidas, na medida em que sua influência e capacidades de investimento se ampliam.

Muito embora não se possa afirmar que estas atuem como braços do Estado – ou como uma segunda via de intervenção estatal no domínio econômico – pretendemos, pelo presente estudo provocar uma reflexão dualista sobre a relação das EFPCs; seja na relação com suas sociedades patrocinadoras; seja com suas sociedades investidas.

### **Referências Bibliográficas**

ARAGÃO, Alexandre Santos de. *Direitos dos serviços públicos*. 3ª ed.. Rio de Janeiro: Forense, 2013.

ARAGÃO, Alexandre Santos de. O princípio da proporcionalidade no direito econômico. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo, jan./mar. 2001, v. 121.

BARUFFI, Ana Cristina. Livre iniciativa x intervenção do estado na economia – reflexões a partir da jurisprudência do STJ. *Revista de Direito Público da Economia*. Belo Horizonte, ano 9, n. 3, jun./mar. 2011.

BASTOS, Celso Ribeiro. *Comentários à Constituição do Brasil*. São Paulo: Saraiva, 1990, v. 7.

BERCOVICI, Gilberto. Natureza jurídica de sociedade anônima estatal. *Revista de Direito Mercantil*. vol 153/154. São Paulo: Malheiros, jan-jul. 2010.

BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2012.

BUCK, Pedro. A intervenção do estado na ordem econômica: comentários aos votos do Ministro Marco Aurélio em acórdãos do STF. *Revista de Direito Público da Economia*. Belo Horizonte, ano 4, n. 14, abr./jun. 2006.

CARVALHOSA, Modesto; Eizirik, Nelson. *Estudos de direito empresarial*. São Paulo: Saraiva, 2010.

COUTINHO, Diogo R.; SCHAPIRO, Mario G. Economia política e direito econômico: do desenvolvimentismo aos desafios da retomada do ativismo estatal. *Direito: teoria e experiência estudos em homenagem a Eros Roberto Grau*. São Paulo: Malheiros, 2013.

FILHO, Alfredo Lamy; Pedreira, José Bulhões, Alberto. *Direito das Companhias*. 1ª ed.. Rio de Janeiro: Forense, 2009.

GÓES, Wagener de (org). *Gestão de fundos de pensão: aspectos jurídicos*. 1ª ed.. São Paulo: ABRAPP, 2006.

GRAU, Eros Roberto. Lucratividade e função social nas empresas sob controle do Estado. *Revista de Direito Mercantil*. vol 55. São Paulo: Malheiros.

GROTTI, Dinorá Adelaide Musetti. Intervenção do Estado na Economia. *Cadernos de direito constitucional e ciência política*. São Paulo: Ed. RT, abr./jun. 1996.

LIMA, Osmar Brina Corrêa; LIMA, Sérgio Mourão Corrêa. Responsabilidade dos administradores de instituições gestoras de planos de previdência complementar. *Temas essenciais de direito empresarial: estudos em homenagem a Modesto Carvalhosa*. São Paulo: Saraiva, 2012.

MACÊDO, Manoel Moacir Costa. *Fundos de Pensão e Sociedade*. 1ª ed.. Goiânia: Scala Gráfica e Editora, 2009.

MARTINEZ, Wladimir Novaes. *Comentários à lei básica da previdência complementar*. São Paulo: LTr, 2003.

MELLO, Celso Antônio Bandeira de. *Curso de Direito Administrativo*. 30ª ed. São Paulo: Malheiros, 2013.

MOREIRA, Egon Bockmann. O direito administrativo contemporâneo e a intervenção do estado na ordem econômica. *Direito público: estudos em homenagem ao Professor Adilson Abreu Dallari*. Belo Horizonte: Del Rey, 2004.

NETO, Diogo de Figueiredo Moreira. O novo papel do estado na economia. *Revista de Direito Público da Economia*. Belo Horizonte, ano 3, n. 11, jul./set. 2005.

NETO, Otacílio dos Santos Silveira. A intervenção direta do Estado no domínio econômico – limites constitucionais à atuação no mercado das empresas públicas. *Revista de Direito Público da Economia*. Belo Horizonte, ano 11, n. 43, jul./set. 2013.

PUNSUVO, Fábio et al.. O ativismo dos fundos de pensão e a qualidade da governança corporativa. São Paulo: R. Cont. Fin., USP, set./dez. 2007, v. 18, n. 45.

RAGAZZO, Carlos Emmanuel Joppert. Regulação jurídica, racionalidade econômica e saneamento básico. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

REIS, Adacir (org). *Fundos de pensão: aspectos jurídicos fundamentais*. 1ª ed.. São Paulo: ABRAPP, 2009.

ROCHA, Astrid Monteiro de Carvalho Guimarães de Lima. O Estado empresário: interesse público, conflito de interesses e comportamento abusivo do acionista controlador nas sociedades de economia mista. *Revista de Direito Administrativo Contemporâneo*. vol. 4. São Paulo: Ed. RT, jan. 2010.

RODRIGUES, Flavio Martins. *Fundos de pensão: temas jurídicos*. Rio de Janeiro: Renovar, 2003.

SANTOS, Jerônimo Jesus dos. *Previdência Privada: lei de previdência complementar comentada*. 2ª ed.. Rio de Janeiro: Editora e Livraria Jurídica do Rio de Janeiro, 2005.

CVM, Processo Administrativo Sancionador CVM nº 07/05, Rel. Marcelo Trindade, 24 mai. 2007.

CVM, Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2009/4768, Rel. Otávio Yazbek, 13 mai. 2010.

CVM, Processo Administrativo Sancionador CVM nº 11/2012, Rel. Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, 12 dez. 2014.

Dados de investimentos da Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil – PREVI disponíveis em: PREVI <[www.previ.com.br](http://www.previ.com.br)>; BM&FBovespa <[www.bmfbovespa.com.br](http://www.bmfbovespa.com.br)>; CVM <[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)>. Acesso em maio de 2015.

VELJANOVSKI, Cento. Privatization in Britain – The institucional constitutional issues. Disponível em: <http://scholarship.law.marquette.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1808&context=mulr> Acesso em julho de 2015

NOVAES, Ana. Privatização do setor de telecomunicações no Brasil. Disponível em: [http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes\\_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/ocde/ocde05.pdf](http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/ocde/ocde05.pdf). Acesso julho de 2015.

PELA, Juliana Krueger – *As Goldens Shares no Direito Brasileiro* – São Paulo: Quartier LAtin, 2012.

PASSOS, Maria Cristina; CALANDRO, Maria Lucrecia. Considerações sobre a reestruturação da indústria brasileira. Disponível em <http://revistas.fee.tche.br/index.php/ensaios/article/viewFile/1465/1828>. Acesso em julho de 2015.

CAMARGOS, Marcos Antônio. Reflexões sobre o cenário econômico brasileiro na década de 90. XXII Encontro Nacional de Engenharia de Produção. 2002. Disponível em: [http://www.abepro.org.br/biblioteca/ENEGEP2002\\_TR30\\_0918.pdf](http://www.abepro.org.br/biblioteca/ENEGEP2002_TR30_0918.pdf) Acesso julho de 2015

Estudos Econômicos da OCDE: 2000-2001 /Organização para Cooperação e o Desenvolvimento Econômico; tradução de Joaquim Oliveira Martins. – Rio de Janeiro: Editora FGV, 2001.

DA COSTA, Frederico Lustosa; MIANO, Vítor Yoshihara. Estatização e desestatização no Brasil: O papel das empresas estatais nos ciclos da intervenção governamental no domínio econômico. Revista de Gestão Pública. Janeiro-Junho 2013. Volume II. Número 1.