

VIII ENCONTRO VIRTUAL DO CONPEDI

DIREITO EMPRESARIAL

Todos os direitos reservados e protegidos. Nenhuma parte destes anais poderá ser reproduzida ou transmitida sejam quais forem os meios empregados sem prévia autorização dos editores.

Diretoria - CONPEDI

Presidente - Profa. Dra. Samyra Haydêe Dal Farra Napolini - FMU - São Paulo

Diretor Executivo - Prof. Dr. Orides Mezzaroba - UFSC - Santa Catarina

Vice-presidente Norte - Prof. Dr. Jean Carlos Dias - Cesupa - Pará

Vice-presidente Centro-Oeste - Prof. Dr. José Querino Tavares Neto - UFG - Goiás

Vice-presidente Sul - Prof. Dr. Leonel Severo Rocha - Unisinos - Rio Grande do Sul

Vice-presidente Sudeste - Profa. Dra. Rosângela Lunardelli Cavallazzi - UFRJ/PUCRio - Rio de Janeiro

Vice-presidente Nordeste - Prof. Dr. Raymundo Juliano Feitosa - UNICAP - Pernambuco

Representante Discente: Prof. Dr. Abner da Silva Jaques - UPM/UNIGRAN - Mato Grosso do Sul

Conselho Fiscal:

Prof. Dr. José Filomeno de Moraes Filho - UFMA - Maranhão

Prof. Dr. Caio Augusto Souza Lara - SKEMA/ESDHC/UFMG - Minas Gerais

Prof. Dr. Valter Moura do Carmo - UFERSA - Rio Grande do Norte

Prof. Dr. Fernando Passos - UNIARA - São Paulo

Prof. Dr. Edinilson Donisete Machado - UNIVEM/UENP - São Paulo

Secretarias

Relações Institucionais:

Prof. Dra. Claudia Maria Barbosa - PUCPR - Paraná

Prof. Dr. Heron José de Santana Gordilho - UFBA - Bahia

Profa. Dra. Daniela Marques de Moraes - UNB - Distrito Federal

Comunicação:

Prof. Dr. Robison Tramontina - UNOESC - Santa Catarina

Prof. Dr. Liton Lanes Pilau Sobrinho - UPF/Univali - Rio Grande do Sul

Prof. Dr. Lucas Gonçalves da Silva - UFS - Sergipe

Relações Internacionais para o Continente Americano:

Prof. Dr. Jerônimo Siqueira Tybusch - UFSM - Rio Grande do Sul

Prof. Dr. Paulo Roberto Barbosa Ramos - UFMA - Maranhão

Prof. Dr. Felipe Chiarello de Souza Pinto - UPM - São Paulo

Relações Internacionais para os demais Continentes:

Profa. Dra. Gina Vidal Marcilio Pompeu - UNIFOR - Ceará

Profa. Dra. Sandra Regina Martini - UNIRITTER / UFRGS - Rio Grande do Sul

Profa. Dra. Maria Claudia da Silva Antunes de Souza - UNIVALI - Santa Catarina

Educação Jurídica

Profa. Dra. Viviane Coêlho de Séllos Knoerr - Unicuritiba - PR

Prof. Dr. Rubens Beçak - USP - SP

Profa. Dra. Livia Gaigher Bosio Campello - UFMS - MS

Eventos:

Prof. Dr. Yuri Nathan da Costa Lannes - FDF - São Paulo

Profa. Dra. Norma Sueli Padilha - UFSC - Santa Catarina

Prof. Dr. Juraci Mourão Lopes Filho - UNICHRISTUS - Ceará

Comissão Especial

Prof. Dr. João Marcelo de Lima Assafim - UFRJ - RJ

Profa. Dra. Maria Creusa De Araújo Borges - UFPB - PB

Prof. Dr. Antônio Carlos Diniz Murta - Fumec - MG

Prof. Dr. Rogério Borba - UNIFACVEST - SC

D597

Direito empresarial [Recurso eletrônico on-line] organização CONPEDI

Coordenadores: Fabio Fernandes Neves Benfatti; Fernando Gustavo Knoerr; Viviane Coêlho de Séllos Knoerr. – Florianópolis: CONPEDI, 2025.

Inclui bibliografia

ISBN: 978-65-5274-172-1

Modo de acesso: www.conpedi.org.br em publicações

Tema: Direito Governança e Políticas de Inclusão

1. Direito – Estudo e ensino (Pós-graduação) – Encontros Nacionais. 2. Direito. 3. Empresarial. VIII Encontro Virtual do CONPEDI (2; 2025; Florianópolis, Brasil).

CDU: 34



VIII ENCONTRO VIRTUAL DO CONPEDI

DIREITO EMPRESARIAL

Apresentação

Honrados, apresentamos os trabalhos defendidos no GT “Direito Empresarial” no VIII Encontro Virtual do CONPEDI.

Temas como o compliance e a integridade jurídico-empresarial a partir de análise de caso concreto e como a intervenção estatal sobre as atividades econômicas, foram abordados por professores, graduandos em iniciação científica e pós-graduandos em mestrado, doutorado e pós-doutorado das cinco regiões do Brasil em uma tarde de sábado.

A natureza jurídica de créditos de fiança bancária posteriormente ao pedido de recuperação judicial, a aplicação da teoria do adimplemento substancial nos processos de falência e de recuperação judicial, a eficácia dos efeitos da declaração de falência e a tensão entre flexibilidade econômica e a segurança jurídica, foram problemas discutidos.

Os títulos de crédito em espécie, as empresas familiares, incluindo a outorga marital, a obrigação do avalista e a validade do aval, as Letras de Crédito do Desenvolvimento, as debêntures para a infraestrutura e a amplitude da legislação como uma necessidade para o direito cambiário, em razão de situações em aberto e a existência de uma real margem de dúvidas, dentre outros temas que ficam em aberto no direito, ganharam destaque nas reflexões e propostas apresentadas pelos congressistas.

Questões que transcendem a legislação pátria e envolvem um cenário transnacional como a atuação da OCDE, o fashion law, o triple botton line da sustentabilidade e o greenwashing foram enfrentadas como desafios a serem mais bem compreendidos e vencidos pela comunidade jurídica no setor empresarial.

A realidade tributária aplicada em especial junto às micro e pequenas empresas, o papel do estado arrecadador e empresário, o planejamento tributário, a reforma tributária e seus efeitos sobre a sustentabilidade empresarial, fomentaram reflexões que também envolveram discussão sobre o capitalismo responsável, as sociedades de propósito específico e o papel das cooperativas.

Em razão da riqueza dos compartilhamentos e debates, convidamos à leitura do material que decorre do encontro realizado.

Fábio Fernandes Neves Benfatti,

Fernando Knoerr e

Viviane Séllos

“GOVERNANÇA CORPORATIVA EM TENSÃO: A DUALIDADE ENTRE A DEPENDÊNCIA ORÇAMENTÁRIA DA TELEBRAS S.A. E A PRESENÇA NO MERCADO DE CAPITAIS”

"CORPORATE GOVERNANCE UNDER STRAIN: THE DUALITY BETWEEN BUDGETARY DEPENDENCE AND TELEBRAS S.A.'S PRESENCE IN THE CAPITAL MARKET"

Daniel Brasiliense e Prado ¹

Resumo

O presente artigo investigará os problemas societários envolvidos na sociedade de economia mista Telebras S.A., que possui capital aberto em bolsa de valores, e simultaneamente é dependente do Tesouro Nacional, nos termos da Lei de Responsabilidade Fiscal, no intuito de levantar as questões jurídicas envolvidas em empresas estatais que se financiam por meio do capital privado e do público. A hipótese principal considera que existe um problema jurídico, mas também uma questão econômica prejudicial aos acionistas, especialmente em desfavor do majoritário, além da falta de conformidade com as boas práticas em governança corporativa que afastam potenciais acionistas minoritários da empresa, porquanto trata-se de ambiente societário pouco inclusivo, gerando dúvidas sobre a proteção dos acionistas minoritários. Utilizando o método teórico, será analisada a estrutura societária da companhia e sua governança corporativa, buscando soluções na aplicação das Recomendações da Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico OCDE para empresas estatais de 2024, assim como nas regulações provenientes da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), e em entendimentos do Tribunal de Contas da União (TCU) acerca do tema. Objetiva-se, em conclusão, aferir se um ambiente societário mais atento às normas de governança corporativa poderia promover maior eficiência para a sociedade empresária, buscando tratamento equitativo aos acionistas, sem gerar perdas para os acionistas, tornando-a mais inclusiva e atrativa aos acionistas minoritários.

Palavras-chave: Direito societário, Governança corporativa, Empresa estatal, Capital aberto, Dependente

Abstract/Resumen/Résumé

This article investigates the corporate law issues surrounding the mixed-capital company Telebras S.A., which publicly trades stocks in open market while simultaneously is dependent on the National Treasury. The research aims to raise and discuss the legal questions involved in state-owned enterprises that are financed through both private and public capital. The central hypothesis considers not only a legal issue but also an economic concern that proves detrimental to the majority shareholder. Moreover, there is a lack of

¹ Procurador da Fazenda Nacional na Coordenação de Assuntos Societários da União. Formado pela Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC). Mestre pelo Centro Universitário de Brasília (Uniceub). Doutorando pelo Uniceub (2024-2028).

compliance with international corporate governance practices, which discourage potential minority shareholders due to the company's uncertainty environment, raising concerns regarding the protection of minority investors. Using a theoretical approach, the article analyzes the corporate structure and governance framework of the company, seeking solutions through the application of the 2024 OECD Guidelines on Corporate Governance of State-Owned Enterprises, the regulations issued by “Comissão de Valores Mobiliários – CVM”, and interpretations from the “Tribunal de Contas da União – TCU” on the matter. Ultimately, the article seeks to determine whether a corporate environment more aligned with governance standards could stimulate greater efficiency in the company, promote equitable treatment of shareholders, and enhance its inclusiveness and attractiveness to minority investors—without generating losses for the majority shareholder.

Keywords/Palabras-claves/Mots-clés: Corporate law, Corporate governance, State-owned enterprise, Publicly traded, Dependent

1. Introdução

O tema central do presente artigo envolve a trajetória da Telecomunicações Brasileiras S.A. – Telebras, transitando na origem de um regime de monopólio estatal, para uma atuação mais setorizada na atualidade, ao lado de agentes privados. Inicialmente criada para desempenhar um papel central na execução da política pública de comunicações, foi posteriormente privatizada no âmbito do Programa Nacional de Desestatização – PND.

A reativação da Telebras em 2010, com foco na implementação do PND, inseriu a empresa em um novo contexto, no qual sua atuação passou a combinar objetivos de interesse público com a exploração de atividades comerciais. No entanto, o Tribunal de Contas da União – TCU apontou indícios de dependência (nos termos da Lei de Responsabilidade Fiscal – LRF) entre os anos de 2013 a 2017, em virtude de aportes financeiros recebidos, de modo que a sociedade empresária acabou passando para a dependência do orçamento em 2019.

Dessa dualidade, sociedade com capital aberto em bolsa de valores dependente do Tesouro Nacional, surgem problemas jurídicos no contexto da governança corporativa, fomentando incerteza ao acionista majoritário, que repassa verbas à empresa sem a contraprestação do minoritário, e ao mesmo tempo aflige o acionista minoritário, credores, empregados e administradores, com dúvidas acerca da continuidade da empresa.

O objetivo central do presente estudo será examinar as regras aplicáveis ao modelo, analisando inicialmente as boas práticas em governança corporativa, à luz das recomendações da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), discutindo o campo teórico que fundamenta as boas práticas, para depois estudar as regras regulatórias advinda da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), buscando soluções para a crise jurídica e econômica pela qual atravessa a companhia.

Considerando a situação conflituosa entre as classes interessadas na Telebras, a justificativa da presente pesquisa está na necessidade de encontrar formas de minorar os conflitos entre os envolvidos, utilizando-se da metodologia de análise documental, em especial as informações prestadas pela empresa, como atas das assembleias gerais ordinárias e fatos relevantes, assim como as normas emanadas da OCDE e da CVM, para que do cotejo entre os dados apreciados seja possível indicar soluções para o estudo de caso.

2. Desenvolvimento.

2.1 Problemática existentes entre a dependência da Telebras S.A. e o capital aberto em bolsa de valores. Histórico da sociedade empresária e os julgados do Tribunal de Contas da União. A questão em debate trata de uma problemática jurídica ou econômica?

A Telecomunicações Brasileiras S.A. (TELEBRAS) é uma sociedade de economia mista de capital aberto, que negocia suas ações na bolsa de valores (B3). Em sua origem, surgiu como holding controlada pela União, chegando a ter participação em 31 empresas de telecomunicações brasileiras, atendendo distintas regiões geográficas brasileiras, exercendo o monopólio na política pública de comunicações (Pires, 1999).

Em 1990, com a instituição do Programa Nacional de Desestatização (PND)¹, a privatização se tornou prioridade política diante da possibilidade de angariar recursos expressivos decorrentes da venda, sendo possível reduzir o déficit que permeava as contas pública no momento². O Brasil acompanhava o movimento dos países ocidentais no sentido de reduzir o tamanho do Leviatã do controle da economia, ao menos em parte, no intuito de torná-lo menor e mais eficiente, delegando para a esfera privada a exploração de certas atividades³.

Em 1997 ocorreu o leilão do sistema Telebrás, com fundamento na Lei nº 9.472/1997 (Lei Geral de Telecomunicações), que marcou definitivamente o término da intervenção direta do Estado nas telecomunicações, autorizando a venda do Sistema Telebrás e a criação da Agência Nacional de Telecomunicações – ANATEL (Rodrigues et al, 2019)⁴, no intuito de promover a regulação do setor.

Na época, antes da privatização, a empresa representava aproximadamente 60% das transações realizadas em bolsa de valores, percentual que demonstra a grandiosidade da

¹ Para Musacchio et al (2015. Pg. 120-121), o PND refere-se ao segundo estágio do programa de privatização (1990-1994), iniciado pelo Presidente Fernando Collor, no qual o BNDES foi incumbido do processo de desinvestimento. O primeiro estágio iniciou-se em 1981 e foi até 1989, sendo parte do ajuste fiscal do presidente João Figueiredo, no último governo militar. A terceira fase, ou estágio, ocorreu nos mandatos presidenciais de Fernando Henrique Cardoso (1994-2002), época em que foram vendidos o controle de serviços públicos, como eletricidade, comunicação e algumas empresas financeiras, além de transferir a operação de portos, transportes e empresas de saneamento, além de rodovias, por meio do programa de concessões.

² Na época estávamos passando pelo “choque do petróleo”, estando o país lutando contra o ciclo do endividamento, levantando recursos junto a credores privados internacionais e beneficiando-se da enorme disponibilidade de recursos existentes nos mercados financeiros internacionais, de um lado, e de outro buscando recursos junto aos programas de privatização (Eichengreen, 2012, pg. 15-18).

³ Utilizando a figura hobbesiana do Leviatã, para discorrer sobre a reinvenção do estado na economia, de modo que a grande rodada de privatizações teria começado em 1984, quando o governo britânico vendeu para o setor privado a British Telecom, British Airways e British Gas, durante o governo de Thatcher, vendendo no total três quartos das empresas estatais britânicas. O movimento se alastrou pela Europa ocidental, sendo que entre 1985 e 2000 os governos europeus venderam cerca de US\$ 100 bilhões em ativos estatais como Lufthansa, Volkswagen, Renault, ELF e ENI. No Brasil, o processo de privatizações implantado por Fernando Henrique Cardoso, quando comparado com o processo britânico, obteve o dobro de divisa com as vendas. (Micklethwait et al, 2015, pgs. 95-97).

⁴ A privatização do Sistema Telebrás representou a maior operação de venda de um bloco de controle já realizada em nível global e destacou-se como a mais significativa desestatização em termos financeiros durante o primeiro mandato do governo FHC. Concluída em julho de 1998, a operação resultou em um montante total de R\$ 22 bilhões, sendo conduzida por meio de 12 leilões consecutivos realizados na Bolsa de Valores do Rio de Janeiro (RODRIGUES, et al, 2019).

sociedade empresária. A transações foi uma das maiores da história mundial, quando falamos de privatização de empresas estatais. No entanto, foram necessárias algumas alterações na Lei 6.404/76, levadas a termo pela Lei nº 9.457/1997, no intuito de reduzir algumas proteções existentes em prol dos acionistas minoritários, como por exemplo o direito de retirada e a oferta pública, possibilitando maiores ganhos para a União (Pargendler, 2021)⁵.

A Telebras foi dividida em 13 empresas, sendo uma de telefonia de longa distância, três de telefonia fixa e nove de telefonia celular. Observe-se que quando a privatização ocorreu, todo o marco regulatório já estava estabelecido e a agência responsável pelo setor, ANATEL, estava em pleno funcionamento (Pinheiro, 1999). Posteriormente, em um processo de recriação das empresas estatais, a sociedade empresária foi reativada em 2010, agora voltada para áreas específicas de exploração econômica, sendo que atualmente as atividades da companhia estão voltadas para o Programa Nacional de Banda Larga⁶.

A questão da dependência (nos termos do art. 2º, inciso III, da Lei de Responsabilidade Fiscal - LRF) da empresa ao Tesouro Nacional foi inicialmente apreciada pelo Tribunal de Contas da União no ano de 2019⁷, firmando entendimento de que existiam indícios de estatais não dependentes de recursos do Tesouro Nacional recebendo aportes, de modo a caracterizar a sua dependência, entre o período de 2013 a 2017, dentre elas a sociedade empresária Telecomunicações Brasileiras S.A - Telebras⁸.

⁵ Para a autora, a Lei nº 9.457/1997 foi possivelmente a pior reforma do Direito Societário da história brasileira, na perspectiva dos acionistas minoritários, porquanto acabou com o direito de retirada conferido aos acionistas minoritários, permitindo que o governo executasse de maneira barata a sua estratégia de privatização, além de eliminar a exigência da oferta pública obrigatória, ambas alterações prejudicaram os acionistas minoritários, no intuito de facilitar o projeto de privatização (PARGENDLER, 2021, pgs. 222-230)

⁶ O Programa Nacional de Banda Larga, atualmente fundado no Decreto nº 9.612/2018, manteve a incumbência da empresa na implementação da rede privativa de comunicação da administração pública federal, prestação de apoio e suporte às políticas públicas de conexão à internet em banda larga em pontos de interesse público, além da prestação de serviço de conexão à internet em banda larga para usuários em localidades onde não exista oferta adequada, entre outros.

⁷ Alguns julgados do Tribunal de Contas que apontaram a dependência, em tomadas de contas referente aos anos de 2013 a 2017, antes da ocorrência da transição de fato por meio da Lei Orçamentária: Acórdãos nº 830/2019, Acórdão nº 937/2019, Acórdão nº 4544/2020, Acórdão nº 2592/2020, Acórdão nº 1522/2019, Acórdão nº 1281/2019.

⁸ Conforme o Acórdão 830/2019, relatado pelo Relator Ministro Vital do Rêgo, a empresa registrou déficit no fluxo de caixa operacional em “três dos últimos cinco anos (R\$ 34,9 milhões de déficit no acumulado de 2013 a 2017), diminuição de caixa e equivalente de caixa de R\$ 577 milhões no início de 2013 para R\$ 198 milhões ao final de 2017, prejuízo líquido do exercício em todos os exercícios de 2013 a 2017 (R\$ -1 bilhão no acumulado do período na DRE), e recebeu aportes de capital da União em todos os anos do período (total R\$ 1,8 bilhão)”. Sublinhe-se que, de acordo com a LRF e o Decreto nº 10.690/2021, o aumento de participação acionária não caracteriza a dependência. Nos debates firmados na Corte de Contas, o aumento de capital para majoração da participação acionária não poderia ser utilizado para despesas de custeio, evitando-se assim que o que o aumento de capital seja pretexto para encobrir a situação de dependência econômica de determinadas estatais.

Após a tomada de contas realizada pelo TCU, a empresa foi enquadrada como empresa estatal dependente⁹ no final de 2019, com a aprovação no Congresso Nacional do Projeto de Lei Orçamentária Anual de 2020. A partir de então a empresa passou a ser classificada como estatal dependente e passou a integrar o Orçamento Fiscal e da Seguridade Social (OFSS).

A Telebras apresenta uma particularidade, pois, além de se enquadrar como sociedade de economia mista dependente, também possui capital aberto, financiando-se tanto por meio do capital público, tanto por meio da negociação de suas ações na bolsa de valores. Esse modelo dual de financiamento apresenta um possível conflito entre sua natureza estatal e os interesses privados envolvidos em sua estrutura societária, indicando baixa aderência às boas práticas em governança corporativa.

Tratando-se de sociedade anônima dependente de capital da União, mas ao mesmo tempo com capital aberto em bolsa para aumento de receita, existe contradição entre as espécies. A entrada de companhia no mercado de capitais ocorre pela necessidade de captação de recursos, ocasião em que podem emitir ações ou debentures, podendo a negociação ocorrer no mercado primário, quando forem títulos novos, ou secundário, quando tratar de revenda desses títulos pelos adquirentes (Borba, 2019, pg. 183).

Ao receber verba da União para despesas de custeio a companhia acaba beneficiando todos os acionistas, sem distinção, inclusive aqueles que não verteram recursos de forma proporcional ao pagamento feito pela União. Os sócios minoritários acabariam por receber, de forma indireta, os recursos vertidos pela União, sem qualquer ônus.

Outro argumento que reforça a contradição estaria no recebimento de dividendos, em caso de lucro da companhia, aos acionistas, após a transferência de renda da União. Além de beneficiar a todos, os dividendos não ficam sujeitos à imposto de renda na fonte, tampouco integram a base de cálculo do imposto de renda do beneficiário (art. 10, Lei 9.249, de 26 de dezembro de 1995).

⁹ A caracterização de empresa estatal dependente vem descrita na Lei de Responsabilidade Fiscal - LRF, e entende-se como “empresa controlada que receba do ente controlador recursos financeiros para pagamento de despesas com pessoal ou de custeio em geral ou de capital, excluídos, no último caso, aqueles provenientes de aumento de participação acionária” (inciso III, art. 2º). O artigo foi regulamentado pelo Decreto nº 10.690, de 29 de abril de 2021, que tratou do processo de transição entre empresas estatais federais dependentes e não dependentes. Como resultado da tomada de contas pelo TCU, em 2019, o Executivo Federal se adiantou para regulamentar o disposto na LRF por meio de Decreto, haja vista os “indícios de que há empresas que utilizaram ou podem vir a necessitar de aportes de capital da União para pagamento de despesas operacionais, o que sinaliza uma situação de dependência e um risco para a sustentabilidade orçamentária e financeira das empresas estatais formalmente classificadas como não dependentes.” (Acórdão 937/2019). Antes não havia procedimento acerca da transição entre não dependência e dependência.

A Lei de Sociedades Anônimas (Lei nº 6.404/76), a Lei das Estatais (Lei nº 13.303/2016) e o Decreto nº 8.945/2016, não proíbem de forma expressa o funcionamento de empresa estatal por meio da dupla capitalização, tanto por meio do Tesouro, tanto pelo capital privado. Entretanto se compreendermos a governança corporativa em um sentido mais amplo, podemos asseverar que a sociedade não está bem alinhada às boas práticas¹⁰. Além do mais, as normas de boa governança são voltadas para o acionista controlador¹¹, que deve prezar por sua observância conforme exposto mandamento legal¹². Assim, ao conduzir a empresa de forma pouco eficiente, utilizando-se de formatos que podem prejudicar o acionista (tanto o majoritário quanto o minoritário), podemos concluir que se trata também de um problema jurídico.

Certamente possui os contornos de um problema econômico em desfavor da União, que por via indireta acaba beneficiando o acionista minoritário sem a respectiva contraprestação. Veja-se nos casos de subvenções dadas pela União à empresa para o pagamento dos gastos com pessoal, outros custeios e investimentos, não há qualquer prestação do minoritário para enfrentar diretamente estes gastos de forma compartilhada¹³.

¹⁰ Silveira (2021) define a governança corporativa como sendo o conjunto de princípios, práticas, regras explícitas e normas tácitas que regem os relacionamentos entre acionistas, conselheiros, executivos e colaboradores e determinam o propósito, valores, cultura, estratégia, modus operandi e estilos de liderança predominantes na organização. Para Ercolin et al (2018), governança corporativa pode ser definida como o conjunto de mecanismos, valores, princípios, regras e processos destinados a estruturar e regular o sistema de poder e gestão nas sociedades empresariais, visando equilibrar os interesses entre acionistas, gestores, investidores externos e stakeholders em geral. Ainda, Andrade e Rossetti (2004) destacam a importância de valores e processos que regem o sistema de poder corporativo, de modo que a governança equilibra interesses, regula direitos e deveres, e estrutura a administração de forma a promover a transparência e a maximização de valor. Ainda, por boas práticas em governança corporativa, que é o local de debate do presente artigo, compreenda-se como o conjunto de regras que atendem, mais ou menos, aos interesses de cada um dos grupos de pressão, distribuindo entre eles, os poderes de determinar as decisões da companhia, eleger os seus administradores e orientar a sua atuação (Warde Júnior, 2017, pg. 91).

¹¹ Neste sentido, “O fundamento legal da governança corporativa é um mandamento para o acionista controlador, determinando-lhe a forma como deve ser exercido o seu poder de controle. Por isso, para compreender o art. 116, parágrafo único, da Lei nº 6404/76, é necessário identificarmos quem é o acionista controlador e o que vem a ser poder de controle” (Ribeiro, 2007. Pg. 137).

¹² A partir da leitura do art. 238 da LSA, combinado com os artigos 116 e 117 do mesmo diploma, podemos entender que as normas de governança corporativa (compreendidas de forma a contemplar normas formais estatais e as boas práticas de organismos internacionais), voltam-se para o acionista controlador, que no caso da sociedade de economia mista em estudo é a União, que deve “usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender.”, ideia trabalhada de forma detida em Ribeiro (2007).

¹³ Distinto do aumento de capital, por exemplo, em que é conferida a possibilidade de o minoritário participar na subscrição das novas ações. Para proteger os acionistas minoritários contra diluição, a LSA assegura o direito de preferência, que lhes confere a oportunidade de subscrever ações na proporção de sua participação no capital social, garantindo a manutenção de sua influência societária, e a paridade entre acionistas. Neste sentido, o art. 171 da LSA: “Na proporção do número de ações que possuírem, os acionistas terão preferência para a subscrição do aumento de capital.”.

Deveras, o interesse do particular pode ser patrimonial, para obtenção de rendimentos desvinculado, ou não, do propósito social, que necessariamente deve guiar a conduta da acionista majoritária União. Atualmente a Telebras negocia seu capital em bolsa de valores (B3), com códigos de negociação TELB3 (ON - ações ordinárias nominativas) e TELB4 (PN - ações preferenciais nominativas)¹⁴. A companhia conta com participação de acionistas minoritários em seu capital social, em montante inferior a 10% do total de ações emitidas pela empresa, contando as ações ordinárias e as preferenciais. Ao fim, a União detém cerca de 90% das ações ordinárias, com direito a voto e controle da empresa¹⁵.

A resposta para os conflitos ocasionados entre os acionistas minoritário e majoritário está na boa governança, de modo que a estrutura de propriedade é essencial para a compreensão da governança corporativa aplicável (Gelter, 2009)¹⁶, tanto em estruturas de capital pulverizado, tanto em estruturas de poder centralizado, como no caso em estudo, as normas de governança são ferramentas para, em grande parte, apresentar mecanismos investidores externos possam utilizar para defesa de eventual expropriação pelos investidores internos (La Porta et al, 2000).

O próximo capítulo abordará as fundamentações teóricas relativas às boas práticas em governança corporativa, quais são elas e a extensão de sua aplicação em nossas empresas estatais, levando em consideração a estrutura de propriedade e saídas para o alinhamento de interesses, considerando a situação em enfoque da Telebras.

2.2 Problema de agência e governança corporativa: quais são as matrizes teóricas que fundamentam as boas práticas internacionais?

¹⁴ Em outubro de 2019 a empresa comunicou, por meio de fato relevante, a sua qualificação no âmbito do Programa de Parcerias de Investimentos da Presidência da República – PPI, por meio do Decreto nº 10.067/2019, com objetivo de possibilitar a realização de estudos e a avaliação de alternativas de parceria com a iniciativa privada, para buscar ganhos de eficiência e resultados para a empresa. Observando na linha do tempo, o preço das ações ordinárias da companhia (TELB3) oscilou muito entre estas notícias, saindo de algo em torno de 20 reais no final de julho de 2019, para aproximadamente 150 reais, no início de setembro de 2019, a ação ordinária negociada em bolsa de valores. Observe-se que a negociação foi realizada com ações de propriedade de acionistas minoritários, já que não houve venda por parte da União. Algo semelhante ocorreu com as ações preferenciais. É possível verificar que existe um movimento oportunista, de modo que as vontades e interesses entre os acionistas minoritários e majoritários não são necessariamente convergentes.

¹⁵ Site da B3. Acesso em 22/01/2025. <https://sistemaswebb3-listados.b3.com.br/listedCompaniesPage/main/11258/TELB/overview?language=pt-br>

¹⁶ No que diz respeito à relação entre estrutura de propriedade e governança corporativa, Gelter (2009) analisa como diferentes estruturas de governança influenciam a proteção de stakeholders. Nos sistemas de dispersão acionária, como nos Estados Unidos, o conselho de administração tem maior autonomia, reduzindo o poder direto dos acionistas e criando um ambiente mais favorável para os stakeholders. Já nos sistemas de concentração acionária, predominantes na Europa continental, os grandes acionistas têm influência significativa sobre as decisões corporativas, o que pode aumentar os riscos de exploração de stakeholders. O autor destaca que tais diferenças estruturais resultam em abordagens divergentes para equilibrar os interesses das partes envolvidas.

As divergências de interesses acima relatadas envolvem custos, chamados de custos de agência, decorrentes do não alinhamento de interesses entre representantes e representados dentro da estrutura societária, se convergência de interesses, gerando os problemas de agência, objeto a ser estudado na área da economia, mas que possui reflexos no direito.

Tomando de empréstimo a lição de Berle e Means (1997)¹⁷, referente à distinção entre a propriedade acionária e a administração da empresa, os acionistas de uma sociedade anônima são os seus proprietários, enquanto o controle gerencial é exercido pelos administradores, mais propriamente o Conselho de Administração, que não se confundem com os proprietários acionistas. O estudo em questão, verificava o surgimento de uma questão nova: a moderna corporação conseguia amearhar quantidades incomparáveis de recursos, ao tempo em que os seus administradores tinham cada vez mais poder.

Os problemas de agência, entre representantes e representados, geram custos de agência a serem suportados pela sociedade empresária, motivo pelo qual surge a necessidade de se organizar os meios de produção dentro da estrutura no intuito de minimizar estes custos. Para Coase (1937), o principal motivo para a organização das sociedades é a existência de custos de transação¹⁸, ou seja, os custos de utilizar o mercado para coordenar atividades produtivas, como os de descobrir preços, negociar e celebrar contratos individualizados para cada operação econômica.

Baseando-se na ideia de separação entre a propriedade e o controle, acima esposada, Jensen e Meckling (1976)¹⁹ explicam como gestores podem tomar decisões que maximizam sua utilidade pessoal, como a escolha de luxos corporativos, às custas dos acionistas. Tal situação decorre da existência de divergência de incentivos, de modo que quanto menor a participação acionária de um gestor, no capital social da empresa, menor será seu incentivo para alinhar decisões aos interesses dos investidores externos.

¹⁷ Os autores basearam suas conclusões referente às transformações no mundo corporativo e nas sociedades por ações, em dados do início do século XX, especialmente entre 1919 e 1929, uma era de significativa expansão das corporações nos Estados Unidos. Neste período, a crise das bolsas de Nova Iorque em 1929 trouxe grande impacto na governança corporativa e na atuação do Estado na economia. Empresas em que antes o administrador se confundia na figura do proprietário, agora detinham capital pulverizado.

¹⁸ A relação entre os custos de transação e a estrutura da sociedade, e a influência dos diversos tipos de incentivos presentes, foi mais tarde estudado por Eugene Fama (1980).

¹⁹ A partir da análise abrangente da estrutura de propriedade das empresas, integrando elementos das teorias de agência, direitos de propriedade e finanças, os autores apresentaram a relação de custos de agência envolvidos em processos de delegação da administração por proprietários, e como estes custos impactam na estrutura corporativa. (JENSEN et al, 1976).

La Porta²⁰ (1999) demonstrou que em países com baixa proteção aos acionistas minoritários, as corporações são frequentemente controladas por famílias ou pelo Estado²¹, e não por acionistas dispersos, tampouco por administradores. Nos países com alta proteção legal dada aos acionistas minoritários, como os Estados Unidos e o Reino Unido pertencentes à família do *common law*, é mais comum encontrar empresas em que seu capital social é amplamente de propriedade de acionistas dispersos. De outro lado, em países com tradição alinhada ao *civil law*, como o Brasil, é mais comum a estrutura de propriedade detida por grupos familiares ou mesmo estatal (La Porta, 1998).

Portanto, as instituições, compreendidas na lição de North (1990, pgs. 11-16) como qualquer forma de limitação utilizada para delimitar as interações humanas, são regras do jogo social, formais ou não formais, e importam muito no sentido de permitir a redução de incerteza ao estabelecer uma regra estável apta a lidar com as interações. Portanto, regras de boa governança podem ser consideradas instituições globais aptas a aplicação em casos particulares, aptas a moldar as estruturas societárias.

De acordo com Shleifer e Vishny (1997), governança corporativa é um meio de assegurar que os fornecedores de capital obtenham retornos sobre seus investimentos, inaugurando a doutrina do “*Law and Finance*”, que serviu de fundamento para as recomendações e boas práticas internacionais, como do Banco Mundial e da OCDE, bastante focado no paradigma do *rule of law*²² para direcionar reformas em países em desenvolvimento. Surge um novo paradigma, o da “liberdade programada dos sujeitos de direito”, em que instituições globais governam à distância através de boas práticas e recomendações, aplicando a “brandura de regras convencionais” ou *soft law* (Supiot, 2007)²³.

²⁰ O estudo em questão iniciou o debate em torno do Direito e Finanças (Law and Finance), e as boas práticas aplicáveis aos países no intuito de atingir a boa governança (La Porta et al, 1999).

²¹ Sobre as condições que favorecem a existência de investidores estatais majoritários, existe estudo extenso a respeito em Musacchio et al (2012), no qual os autores se debruçam sobre as diversas formas de intervenção estatal na economia, seja no formato de investidor majoritário, ou minoritário, além dos problemas de agência e desafios advindos de cada variedade de capitalismo de estado existente no globo, apontando, ao final, a influência dos formatos institucionais existentes nos resultados.

²² De fato, existem críticas contundentes à utilização do paradigma do rule of law, porquanto este assumiria uma concepção estreita do papel do direito, voltado apenas à função de garantir segurança jurídica para transações privadas em mercados, ignorando alternativas institucionais válidas, como os modelos financeiros baseados em bancos públicos de desenvolvimento, exemplificados por Schapiro (2010), no papel dos bancos de desenvolvimento, em especial o BNDES.

²³ Para o autor, “*A Dura lex do Direito Romano é então substituída pela brandura de regras convencionais (soft law) que programam a liberdade reconhecida aos Estados-membros de fixarem suas próprias leis. (...) Encontramo-nos, também aí, numa lógica de direção por objetivos, com seu arsenal normativo habitual: os indicadores “neutros” de desempenho, a liberdade programada dos sujeitos de Direito e as Autoridades peritas incumbidas de zelar pela realização dos objetivos acordados.*” (Supiot, 2010. Pg. 228-229).

A utilização dos dados e indicadores utilizados para acusar um sistema ótimo de governança (sistema do *common law*) acabou disseminando a ideia de que é preciso seguir os padrões recomendáveis para se assegurar uma boa proteção aos investidores²⁴, uma espécie de “*one size fits all*” corporativo, sem, no entanto, perceber que as peculiaridades locais podem gerar distintas respostas em relação às práticas de governança. Apesar da utilização desse estudo pelo Banco Mundial, mais especificamente o projeto Doing Business²⁵, e pela OCDE, em suas recomendações e estudos, o trabalho foi alvo de diversas críticas, como por exemplo Milhaupt e Pistor (2008)²⁶, Bebchuck e Roe (1999)²⁷ e Siems (2008)²⁸.

²⁴ Mais tarde, em artigo publicado no ano de 2008, os autores admitem que o *common law* não se apresenta com superioridade técnica em todos os cenários, o *civil law* pode referir respostas satisfatórias e adequadas a depender do tipo de problema enfrentado (La Porta et al, 2008).

²⁵ A utilização da governança corporativa para solução de problemas em empresas, por meio de indicadores, no formato apresentado pelo Doing business do Banco Mundial, apresenta o problema da governança por indicadores que funciona como instrumentos de poder indireto, estruturando o debate público e institucional a partir de classificações que criam padrões de conduta desejável e estabelecem hierarquias simbólicas globais, no sentido do *soft law*, para que outros sigam o modelo padrão desejável, deixando, mais uma vez, possíveis saídas institucionais locais de lado, e abraçando as soluções sutilmente impostas (Broome et al, 2015). Ainda a esse respeito, é possível verificar que a instrumentalização do direito pelo Banco, por meio de indicadores de boa governança, acaba por reduzir o paradigma do *rule of law* a um mecanismo técnico voltado à criação de um ambiente seguro para investimentos, esvaziando os potenciais democráticos presentes nas localidades, e as soluções institucionais locais (Krever, 2011). Observa-se que a utilização de métricas e indicadores frios, distantes do ambiente local, não podem ser descritos como ferramentas neutras ou meramente descritivas, porquanto desempenham um papel performativo, e certamente moldam o comportamento de indivíduos e instituições por meio de mecanismos de padronização, benchmarking e auditoria (Amariles, 2015). Reforçando o esposado pelos autores acima citados, por fim e não menos importante, temos que os indicadores funcionam como tecnologias de governança, permitindo o monitoramento e a avaliação padronizada de políticas públicas, organizações e países, e ainda que argumente-se que promovam transparência e responsabilidade nos sistemas envolvidos, existe o risco de substituição do debate político por expertise técnica, esvaziando processos decisórios e colocando à margem formas locais de conhecimento (Merry, 2011). Entretanto, em que pese a importância e relevância do tema, este não é o objeto do estudo ora realizado, que se volta de forma prática a buscar formas bem definidas para a resolução do problema econômico e jurídico surgido na sociedade empresária Telebras.

²⁶ Milhaupt e Pistor (2008) desafiam a visão tradicional de que sistemas jurídicos fortes e bem desenvolvidos são pré-requisitos para o crescimento econômico sustentável, argumentando que não há um único modelo de governança corporativa ou sistema jurídico que garanta sucesso econômico. No livro tratam sobre sistemas jurídicos variados que coexistem e podem ser igualmente eficazes, dependendo do contexto histórico e político de cada país. O direito corporativo não é um “motor” do crescimento econômico, mas sim um reflexo das necessidades e estruturas econômicas de cada país, inexistindo assim um modelo jurídico universal para o sucesso econômico – cada país deve encontrar seu próprio equilíbrio entre regulação, *enforcement* e flexibilidade.

²⁷ No artigo de Bebchuck e Roe (1999), os autores argumentam que as diferenças nas estruturas de governança corporativa ao redor do mundo não são explicadas exclusivamente por razões econômicas, mas também por influências políticas, históricas e institucionais. Eles introduzem o conceito de “*path dependence*” (dependência de trajetória) para demonstrar como os sistemas evoluem de maneira condicionada por decisões passadas. Nesse sentido, as decisões passadas criam incentivos para que grupos de interesse protejam a estrutura vigente, de modo que o estabelecimento de regras e regulações são moldadas por atores políticos e empresariais que buscam preservar seu poder e benefícios.

²⁸ O artigo de Siems (2008) contribui para o debate no sentido de questionar se as métricas quantitativas são adequadas para avaliar sistemas jurídicos e regulatórios. A crítica destaca a necessidade de uma abordagem mais nuançada e contextualizada na comparação de leis e regulações em diferentes países, argumentando que o uso de estatísticas em direito comparado é problemático, pois pode levar a simplificações indevidas e conclusões distorcidas. O autor sugere que a abordagem numérica deve ser aprimorada, incorporando uma compreensão mais profunda dos sistemas jurídicos e suas interações com fatores sociais, culturais e econômicos.

As formas de sanar os problemas de agência existentes entre o principal, grupo minoritário representado, e o agente, a União controladora, são divididos entre estratégias regulatórias e estratégias de governança²⁹. As estratégias reguladoras são prescritivas, ou seja, ditam termos substantivos que regem o conteúdo da relação agente-representado, tendendo a restringir diretamente o comportamento do agente (Armour, 2009).

Assim, tomando como base Hansmann (2023, pg. 83), as classes interessadas dentro da anatomia societária são os acionistas majoritários e minoritários, os administradores, os credores e os empregados. Essa visão atual vai além da dualidade conflituosa entre majoritários e minoritários, e busca compreender os problemas de agência de uma forma mais ampla, envolvendo outras classes de interesses.

Para toda situação conflituosa entre as classes interessadas dentro uma estrutura corporativa, existe uma solução em governança corporativa³⁰, como estratégia jurídica para controlar custos de agência. Iremos focar nas Recomendações da OCDE e nas Instruções Normativas da CVM a respeito. O que faltou para o alinhamento com as boas práticas? Quais são as saídas e soluções para equilibrar as relações econômicas e jurídicas dentro da Telebras?

2.3 Proposta de Solução em Governança Corporativa da Telebras com Base na Avaliação dos Relatórios Anuais de Prestação de Contas (AGO): Hipótese Resolutiva à Luz das Recomendações da OCDE e das Instruções da CVM

Como dito, existem duas técnicas para controlar os custos de agência surgidos entre as diversas classes de interesses em uma estrutura societária. A primeira é a utilização da governança corporativa como forma de sanar conflitos por meio de soluções internas, e a segunda é a utilização de estratégias regulatórias, com técnica de resolução de conflitos advinda de uma autoridade externa (Kraakman et al, 2023)³¹. No particular, as estratégias de governança

²⁹ É necessário observar que a utilização de boas práticas em um cenário corporativo, seja qual for a estratégia adotada, pode ter resultados distintos a depender da estrutura de propriedade envolvida, a qual se mostra muito importante na análise da aplicação da governança corporativa (Pargendler, 2020). Neste sentido, a análise detalhada da estrutura de propriedade existente pode ajudar a compreender a razão pela qual, na aplicação de uma mesma prática de governança corporativa, podemos ter resultados tão distintos (Gilson, 2006).

³¹ Na lição dos autores, “ao lidar com problemas de agência, o direito recorre reiteradamente a um conjunto básico de estratégias. Usamos o termo ‘estratégia jurídica’ para indicar um método genérico de empregar o direito instrumentalmente de modo funcional – a função, nesse contexto, é mitigar a vulnerabilidade dos representados ao oportunismo de seus agentes. (...) As estratégias jurídicas para controlar os custos de agência podem ser livremente categorizadas em dois subconjuntos, que denominamos, respectivamente, ‘estratégias regulatórias’ e ‘estratégias de governança’. As estratégias regulatórias são prescritivas: ditam termos substantivos que regem o conteúdo da relação agente-representado, tendendo a restringir diretamente o comportamento do agente. Por outro lado, as estratégias de governança procuram facilitar o controle dos representados sobre o comportamento do agente.” (KRAAKMAN, 2023. Pg. 82-84).

levarão em consideração as recomendações da OCDE, enquanto as estratégias regulatórias as Instruções Normativas da CVM aplicáveis.

A abordagem da OCDE em relação à necessidade de compensar a empresa quando esta for obrigada a realizar atividade fora das condições de mercado reflete a preocupação em garantir um ambiente competitivo equitativo, onde empresas estatais não sejam beneficiadas ou prejudicadas em relação às privadas. As diretrizes da OCDE revisadas em 2024³² são claras a respeito, empresas estatais quando atuarem no mercado devem proceder com práticas transparentes em relação seus custos e receita, de modo que os custos derivados da execução de serviços públicos devem ser separados³³, assegurando que a compensação não seja utilizada como forma de subsídio cruzado³⁴.

A transparência e a proporcionalidade da compensação são elementos-chave para evitar distorções de mercado e assegurar que a Telebras cumpra seu papel de atender a demandas de interesse público sem comprometer sua viabilidade econômica. Além disso, a separação contábil e a fiscalização por órgãos independentes são práticas fundamentais para evitar o uso indevido de recursos públicos e garantir que a compensação se restrinja aos custos efetivamente incorridos na realização da atividade em condições não comerciais. No caso da empresa, apenas em outubro de 2020, por determinação da controladora, houve a alteração estatutária para incorporar o preceito da OCDE referente às medidas de compensação, conforme ata da 107ª Assembleia Geral Extraordinária³⁵.

³² As diretrizes revisadas em 2024 trazem com maior profundidade a questão referente à compensação da empresa estatal, pelo acionista majoritário, quando este a orientar na consecução de políticas públicas fora das condições de mercado. As diretrizes da OCDE de 2015 também falavam sobre o tema, trazendo um texto mais simples no item III.C e D: “C. *Where SOEs combine economic activities and public policy objectives, high standards of transparency and disclosure regarding their cost and revenue structures must be maintained, allowing for an attribution to main activity areas.* D. *Costs related to public policy objectives should be funded by the state and disclosed.*”.

³³ Da forma como a empresa está estruturada, recebendo aportes para o pagamento de despesas de custeio e pessoal, deveria existir apontamento na prestação de contas anual acerca das compensações financeiras realizadas no período. Existe mecanismo de proteção dos acionistas minoritários referente à compensação em caso de orientação dada pelo agente fora das condições de mercado, restringindo o comportamento do controlador em relação à companhia. Ao orientar a companhia para fins de interesse público, que não se alinham às condições de mercado, a controladora deverá compensar a companhia de alguma forma.

³⁴ No original, “*Where SOEs carry out public service obligations, they should be transparently and specifically identified, allowing for an accurate attribution of costs and revenue. In particular: High standards of transparency and disclosure regarding their costs and revenue must be maintained. Net costs related to carrying out public service obligations should be separately funded, proportionate and disclosed, ensuring that compensation is not used for cross-subsidisation*” (OECD Guidelines on Corporate Governance of State-Owned Enterprises. Paris: OECD Publishing, 2024. Diretriz III.C.2.).

³⁵ Com a alteração do estatuto, para inserir o item relativo ao interesse público, a controladora pode orientar a empresa a exercer atividades em condições diversas às desenvolvidas pelas concorrentes do setor privado quando obedecer a critérios estabelecidos, discriminando custos e receitas, apontando as conclusões em

Em relação ao período de 2013 a 2017, lapso temporal compreendido na tomada de contas realizada pelo TCU, em que pese não existir previsão estatutária acerca da compensação e transparência, é certo que os estudos da OCDE³⁶ já indicavam para necessidade de melhorias nas prestações de contas por parte das empresas estatais. Observando as prestações de contas do período apresentadas em sede de assembleia geral ordinária, extrai-se que a empresa apontava que os recursos e aportes recebidos pela União, a título de aumento de capital, foram utilizados para financiamento do capital de giro, no entanto, não foi taxativa em indicar como foram aplicados os aportes³⁷, de forma a ficar claro que não estariam sendo vertidos para pessoal e custeio, conforme indicado pela Corte de Contas³⁸.

Portanto, ao utilizar a empresa para realização de políticas públicas, a União deve deixar clara as medidas de compensação, evitando assim afastar os acionistas minoritários, que não serão surpreendidos durante o processo. Mas esse processo somente pode ser corretamente orientado com informações transparentes e taxativas fornecidas pela empresa no momento de sua prestação de contas no período da Assembleia Geral Ordinária³⁹.

demonstrações contábeis anuais, assim como descrevendo resultados nos relatórios de administração. Retirado de <https://www.telebras.com.br/investidores/assembleias/>, em janeiro de 2025.

³⁶ Veja a esse respeito: ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT. Accountability and Transparency: A Guide for State Ownership. Paris: OECD Publishing, 2010. Disponível em: <http://www.oecd.org/daf/corporate-affairs/soe/guidelines> e ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT (OECD). Corporate governance of state-owned enterprises: a survey of OECD countries. Paris: OECD Publishing, 2005. Disponível em <https://www.oecd.org/pt/publications/diretrizes-da-ocde-sobre-governanca-corporativa-de-empresas-estatais>. O último apresenta um panorama comparativo sobre as práticas de governança corporativa em empresas estatais no âmbito dos países membros da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE). A pesquisa foi fundamental para subsidiar a elaboração das Diretrizes da OCDE sobre a Governança Corporativa das Empresas Estatais, adotadas em abril de 2005.

³⁷ Analisando as atas das Assembleias Gerais Ordinárias entre 2014 e 2018, período de análise dos exercícios de 2013 a 2017, existia tópico referente às fontes de financiamento, de modo que a empresa contava invariavelmente com aportes da União, feito para futuro aumento de capital, para financiar seu capital de giro, sem, no entanto, discriminar a exata definição de capital de giro. Apenas nas prestações de contas do exercício de 2017, tomadas em 2018, não houve a discriminação acerca das fontes de financiamento como ocorria nas prestações de contas dos anos anteriores (disponível em <https://www.telebras.com.br/investidores/assembleias/> consultado em 15/04/2025).

³⁸ De fato, no período entre 2013 a 2017, a Telebras registrou déficit no fluxo de caixa das atividades operacionais, em três dos últimos cinco anos (R\$ 34,9 milhões de déficit no acumulado de 2013 a 2017), houve a diminuição de caixa e equivalente de caixa de R\$ 577 milhões no início de 2013 para R\$ 198 milhões ao final de 2017, prejuízo líquido do exercício em todos os exercícios de 2013 a 2017 (R\$ -1 bilhão no acumulado do período na DRE), e recebeu aportes de capital da União em todos os anos do período (total R\$ 1,8 bilhão). Nos atos societários constantes do sítio eletrônico da sociedade empresária não foi apresentada de forma clara a utilização dos recursos vertidos pela União no período, de quase dois bilhões.

³⁹ De fato, entre 2013 e 2017, não ficava claro quais eram as medidas de compensação, conforme as atas das Assembleias Gerais ocorridas nestes anos, tampouco em que consistia a aplicação dos recursos vertidos a título de aumento de capital para financiamento de capital de giro. No período ocorreram diversos aportes para futuro aumento de capital (AFAC), além de outros aportes financeiros do controlador, como abertura de créditos extraordinários (exercícios de 2013, 2014, 2015, 2016 e 2017).

Estes aportes podem ser interpretados como um suporte financeiro estatal, mas não há uma indicação explícita de que esses valores tenham sido concedidos para compensar atividades abaixo das condições de mercado, conforme preconizado pelas diretrizes da OCDE (2024) sobre neutralidade competitiva. Alteração do estatuto acerca das medidas de compensação ocorreu em 2020⁴⁰, mas antes o Decreto nº 8.945 de dezembro de 2016 trouxe requisitos mínimos de transparência, entre eles a necessidade de apresentar prestação de contas adequada, em carta anual⁴¹.

As estratégias reguladoras são prescritivas, ou seja, “ditam termos substantivos que regem o conteúdo da relação agente-representado, tendendo a restringir diretamente o comportamento do agente” (Armour, 2009). No caso em estudo, a sociedade empresária apresentou prejuízos por cinco anos seguidos (2013-2017), mesmo recebendo aportes da União e recursos advindos da negociação de seus papéis em bolsa de valores, sem a prestação de contas de forma mais detalhada e robusta.

De acordo com as normas da CVM, portanto estratégias reguladoras emitidas por agente externo à empresa, para evitar esse conflito econômico vivenciado pela empresa, pode ser de interesse a realização de fechamento de capital, também conhecida com a oferta pública de aquisição de ação para cancelamento de registro⁴².

Outra saída seria o fechamento de capital⁴³, por meio de oferta pública de aquisição, regulamentada pela Instrução Normativa CVM nº 361, de 2002 (alterada pelas Instruções

⁴⁰ Sobre este particular, mais importante do que incorporar as boas práticas formalmente nos estatutos de regência das estatais, é a verificação da efetiva aplicação, para fins de futuro acesso do país aos quadros da OCDE. Sobre a adoção das boas práticas pelo Brasil, “ainda é cedo para afirmar se há convergência entre a agenda de reforma brasileira vis-à-vis a agenda proposta pela OCDE. De um lado, é possível que o país tenha incorporado substantivamente o que fora preceituado pela organização e que, portanto, aderir às normas seja meramente questão de declaração formal. Por outro lado, é possível arguir que existam discrepâncias que deverão ser sanadas antes que o país possa aderir às normas da OCDE e, consequentemente, acessar à organização e tornar-se membro pleno.” (THORSTENSEN, 2019).

⁴¹ Veja a esse respeito o art. 13, inciso I: “elaboração de carta anual, subscrita pelos membros do Conselho de Administração, com a explicitação dos compromissos de consecução de objetivos de políticas públicas pela empresa estatal e por suas subsidiárias, em atendimento ao interesse coletivo ou ao imperativo de segurança nacional que justificou a autorização de sua criação, com a definição clara dos recursos a serem empregados para esse fim e dos impactos econômico-financeiros da consecução desses objetivos, mensuráveis por meio de indicadores objetivos.”

⁴² A Instrução Normativa nº 361/2002 da CVM se baseia na Lei nº 6.404/1976 que dispõe em seu §4º, do art. 4º acerca do cancelamento de registro, sendo que o registro de companhia aberta para negociação de ações no mercado somente poderá ser cancelado se a companhia emissora de ações, o acionista controlador ou a sociedade que a controle, direta ou indiretamente, formular oferta pública para adquirir a totalidade das ações em circulação no mercado, por preço justo, ao menos igual ao valor de avaliação da companhia, apurado com base nos critérios apresentados em lei.

⁴³ O fechamento de capital de uma companhia aberta consiste no cancelamento do registro da companhia ou dos registros de negociação das ações e valores mobiliários emitidos por ela. O cancelamento do registro de

436/06, 487/10, 492/11, 604/18 e 616/19), que dispõe acerca dos procedimentos de aquisição de ações para cancelamento de registro de companhia aberta, para aumento de participação de acionista controlador, para alienação de controle de companhia aberta, e para aquisição de controle quando envolver permuta por valores mobiliários. No caso em estudo, caso a empresa permaneça na dependência, o interesse seria a oferta pública para fechamento de capital.

As normas de cancelamento de registro de companhia aberta possuem dois objetivos fundamentais: conferir aos minoritários titulares de percentual relevante de ações a possibilidade de impedir o fechamento de capital da companhia; assegurar a todos os minoritários a possibilidade de alienar as suas ações por preço conveniente, de sorte a não compeli-los a manterem-se acionistas de uma companhia cujas ações não possuam liquidez no mercado e que não esteja obrigada a prestar informações mínimas aos investidores (Carvalhosa, 2002, pg. 47).

Os motivos que levam uma companhia a fechar o capital podem ser divididos em três grupos, a) custos, b) reestruturação societária, c) impossibilidade ou desnecessidade de captação de recursos no mercado. A decisão de fechamento é de caráter privado, competindo aos controladores decidir sobre vantagens e desvantagens do cancelamento (Eustáquio, 2013, pgs. 200-201), sendo que no caso em estudo o fechamento decorre de desnecessidade de captação de recursos no mercado, haja vista o financiamento público⁴⁴.

A oferta pública como condição para o cancelamento de registro será formulada pela própria companhia emissora das ações, pelo acionista controlador, ou pela sociedade controladora. Teoricamente, no caso em análise, o pedido pode ser feito pela própria companhia ou pela União, por ser controladora. No entanto, a Telebras não possui saldo de lucros ou reservas suficientes (art. 30, §1º, 'b', da Lei nº 6.404/76) para a operação de aquisição das ações em mercado, de modo que a decisão para eventual fechamento de capital somente poderia ser efetivada mediante deliberação do acionista controlador⁴⁵.

uma sociedade anônima aberta se dará por meio de oferta pública de aquisição (OPA) para cancelamento do registro, que deverá ser formulada pelo acionista controlador ou pela própria companhia aberta, tendo por objeto todas as ações em circulação de emissão da companhia objeto (Eustáquio, 2013).

⁴⁴ Outra causa para o fechamento de capital, aplicável também ao caso em tela, pode ser a baixa negociação dos papéis da companhia no mercado, que apesar de listadas apresentam negociação irrisória de suas ações diariamente, ou seja, possuem pouca ou quase nenhuma liquidez. O cancelamento de registro de companhia aberta é, em virtude das inovações trazidas pela lei societária (Lei 10.303/2001), tratado de forma bem mais abrangente, eficiente e inovadora do que fazia a regulação anterior da matéria enfocando-se aqui, exemplificativamente, a obrigatoriedade de determinação e de observância do preço justo (Camacho, 2005).

⁴⁵ Fato relevante de 26 de setembro de 2019, retirado de <https://www.telebras.com.br/investidores/fatos-relevantes/>, em 15/04/2025.

Após a formulação do pedido devem ser observados os requisitos do preço justo⁴⁶, a ser estabelecido de acordo com os critérios legais (§4º, art. 4ª da LSA), além de que os acionistas titulares de mais de 2/3 (dois terços) das ações em circulação deverão aceitar a OPA ou concordar expressamente com o cancelamento. A atualidade do parâmetro concernente ao valor econômico da companhia é, tão presente, que deverá servir, necessariamente, de base para a fixação do preço a ser oferecido na oferta pública que o acionista controlador de sociedade listada no Novo Mercado da BOVESPA será obrigado a dirigir aos acionistas minoritários da companhia quando do desligamento desta última do Novo Mercado (Camacho, 2005, p. 52).

Além do preço justo, o cancelamento do registro deve contar com a aceitação de mais de 2/3 (dois terços) das ações em circulação, considerando-se, para este efeito, “apenas as ações cujos titulares concordarem expressamente com o cancelamento de registro”. Sobre a publicidade da OPA para cancelamento de registro, conforme a CVM, o instrumento deverá ser publicado nos termos do art. 289 da LSA⁴⁷.

Por fim, bom rememorar que, caso fosse eleita a via do fechamento de capital, inicialmente seria necessária a modificação da lei que instituiu a sociedade, já que a lei de criação (Lei nº 5.792/72) autorizou a criação de sociedade de economia mista, e com o fechamento de capital a sociedade passaria a ter capital apenas público, tornando-se uma empresa pública. Portanto, antes de seguir o rito de fechamento de capital deveria ser feita alteração normativa, transformando a sociedade com recursos híbridos em uma empresa pública com recursos apenas estatais, para só então proceder ao fechamento de capital.

⁴⁶ O cálculo do preço justo poderá ser apurado com base em critérios que considerem o patrimônio líquido contábil, patrimônio líquido avaliado a preço de mercado, fluxo de caixa descontado, comparação por múltiplos, cotação das ações no mercado de valores mobiliários, ou outro critério aceito pela CVM, assegurando-se sempre a revisão do valor da oferta, considerando a Instrução Normativa sob análise.

⁴⁷ Sobre esse aspecto, a redação anterior da Instrução Normativa sob análise trazia a obrigação de publicar o edital da OPA em jornal de grande circulação. Ocorre que, conforme apontado por Carvalhosa (2011, p. 131), o regime de publicidade da OPA para cancelamento de registro constitui aberração jurídica resultante da clara invasão de competência legislativa por parte da CVM, uma vez que viola frontalmente o princípio da legalidade e o disposto nos artigos 157, §4º e 289 da LSA, que determinam o inverso, ou seja, que as publicações ocorram no Diário Oficial. Prosseguia o autor: “*a publicidade constitui princípio fundamental à disciplina das sociedades anônimas, cuja função é levar a presunção legal de conhecimento dos atos societários, por terceiros, de modo que publicação em jornais e publicidade oficial não se confundem com publicação na imprensa oficial.*” No entanto, a norma da LSA agora prevê que a publicidade deve se dar em jornal de grande circulação e internet, retirando a obrigatoriedade de publicar em órgão oficial da União e do Estado (Lei nº 13.818/2019). Com a alteração realizada pela Instrução Normativa nº 616/2019, afastou-se a obrigatoriedade estipulada pela CVM referente à forma de publicação, encaminhando a questão para a LSA, sem adentrar em âmbito normativo fora de sua área de atuação.

3. Conclusão

A trajetória da Telebras evidencia as transformações institucionais e regulatórias pelas quais passou o setor de telecomunicações no Brasil, desde sua privatização em 1997 até sua reativação em 2010 com novas atribuições no âmbito do PND. A mudança de seu enquadramento para empresa estatal dependente em 2019 reforça a necessidade de avaliar a sustentabilidade de seu modelo de financiamento, que combina recursos públicos com a negociação de ações no mercado de capitais.

O problema de pesquisa central, o fato de a Telebras receber aportes da União para cobrir despesas operacionais e de custeio, e ao mesmo tempo permitir que acionistas minoritários se beneficiem desses recursos sem contrapartida proporcional, caracteriza um potencial conflito de interesses. Sob a ótica econômica, essa configuração pode representar uma forma indireta de transferência de riqueza para acionistas privados, sem que haja mecanismos claros de compensação ou de retorno para o controlador estatal, ao passo que sob a ótica jurídica apresenta-se como problema de governança corporativa.

A análise das recomendações da OCDE sobre governança corporativa de empresas estatais, sugere que a compensação por atividades realizadas abaixo das condições de mercado deve ser transparente, devidamente documentada e separada das operações comerciais da companhia. A análise dos atos societários entre o período de 2013 a 2017 apontam lacuna, época em que a empresa recebeu diversos aportes sem que ficasse claro, nas prestações de contas anuais, seu caráter compensatório.

A metodologia utilizada, o estudo de caso e a pesquisa documental, demonstra que a estrutura de governança da empresa precisa ser aprimorada para equilibrar os interesses de maneira mais eficiente, seja por meio de maior transparência nos aportes estatais, seja pela consideração de alternativas estratégicas, como a revisão de seu modelo de financiamento ou mesmo o fechamento de capital, conforme as normas da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), além da alteração legislativa da norma que autoriza a criação da sociedade.

Diante dessas considerações, e para o alcance dos objetivos do presente estudo de caso, qual seja, a aplicação de normas de boa governança para o alinhamento de interesses, o futuro da Telebras dependerá de sua capacidade de aprimoramento da governança corporativa e de adoção de mecanismos que garantam a neutralidade competitiva no setor, com maior transparência na divulgação de resultados, discriminando eventuais medidas compensatórias.

Na hipótese de permanência da companhia na dependência do Tesouro Nacional, percebendo recursos para sua manutenção, a pesquisa apontou como resultado a necessidade

de realização de oferta pública para fechamento de capital, nos moldes dos normativos publicados pela CVM, objetivando o equilíbrio interno da companhia.

4. Bibliografia

ANDRADE, Antônio G.; ROSSETTI, José Paschoal. *Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências*. 1. ed. São Paulo: Atlas, 2014.

ARMOUR, John; HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. *The Essential Elements of Corporate Law*. ECGI Working Paper Series in Law, N°.134, 2009.

BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito Societário*. 17ª ed. São Paulo: Atlas, 2019.

BERLE, Adolf A.; MEANS, Gardiner C. *The modern corporation and private property*. New Brunswick, New Jersey: Transaction Publishers, 1991.

BROOME, André; QUIRK, Joel. *Governing the world at a distance: the practice of global benchmarking*. Review of International Studies, Cambridge, v. 41, n. 5, p. 819–841, 2015.

BEBCHUK, Lucian A.; ROE, Mark J. *A theory of path dependence in corporate ownership and governance*. Stanford Law Review, v. 52, p. 127–170, 1999.

CARVALHOSA, Modesto e EIZIRIK, Nelson. *A nova lei das sociedades anônimas*. São Paulo: Saraiva, 2002.

CAMACHO, Marília; MAKANT, Barbara. *Da utilização do instituto da incorporação de ações como meio de efetuar o fechamento de capital de uma companhia aberta sem a realização de oferta pública*. In: Revista de direito bancário e do mercado de capitais. Ano 8. N. 28. Abril-junho de 2005. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2005.

CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedade anônimas*. 1º volume: artigos 1º a 74. 6ªed. São Paulo: Saraiva, 2011.

CHANDLER, Alfred D. *The Visible Hand: The Managerial Revolution in American Business*. Cambridge: Belknap Press, 1977.

CHAIBAN EL KAREH, Almir. *Filha branca de mãe preta: a Companhia da Estrada de Ferro Dom Pedro II*. Petrópolis: Vozes, 1982.

COASE, Ronald H. *The nature of the firm*. In: ECONOMICA, New Series, v. 4, n. 16, p. 386–405, nov. 1937.

EUSTAQUIO, Luiz Felipe Moreira. *Oferta pública de aquisição de ações para cancelamento de registro de sociedade anônima aberta – fechamento de capital*. In: Revista dos Tribunais. Ano 102. Vol. 932. Junho/2013. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2013.

ERCOLIN, Carlos Alberto; MAZZALI, Rubens. *Governança corporativa*. 1. ed. São Paulo: FGV Management, 2018.

EICHENGREEN, Barry. *A globalização do capital: uma história do sistema monetário internacional*. Tradução de Sergio Blum. 2. ed. São Paulo: Editora 34, 2012.

FAMA, Eugene F. *Agency problems and the theory of the firm*. Journal of Political Economy, Chicago, v. 88, n. 2, p. 288–307, abr. 1980.

GELTER, Martin. *The Dark Side of Shareholder Influence: Managerial Autonomy and Stakeholder Orientation in Comparative Corporate Governance*. Harvard International Law Journal, v. 50, n. 1, p. 129-194, 2009.

GILSON, Ronald J. *Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy*. Harvard Law Review, v. 119, n. 6, p. 1641-1679, 2006.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*. Journal of Financial Economics, v. 3, 1976.

KRAAKMAN, Reinier; ARMOUR, John; DAVIES, Paul; ENRIQUES, Luca. *A anatomia do direito societário: uma abordagem comparada e funcional*. 1. ed. São Paulo: Editora Singular, 2023.

KREVER, Tor. *The Legal Turn in Late Development Theory: The Rule of Law and the World Bank's Development Model*. Harvard International Law Journal, Cambridge, v. 52, n. 1, p. 287–319, 2011.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. *Law and finance*. Journal of Political Economy, v. 106, n. 6, p. 1113-1155, 1998.

LA PORTA, Rafael; LÓPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei. *Corporate Ownership Around the World*. Journal of Finance, v. 54, n. 2, p. 471–517, 1999.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. *Investor protection and corporate governance*. Journal of Financial Economics, v. 58, n. 1-2, p. 3-27, 2000.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei. *The economic consequences of legal origins*. Journal of Economic Literature, Pittsburgh, v. 46, n. 2, p. 285–332, June 2008.

MILHAUPT, Curtis J.; PISTOR, Katharina. *Law & Capitalism: What Corporate Crises Reveal about Legal Systems and Economic Development Around the World*. Chicago: University of Chicago Press, 2008.

MICKLETHWAIT, John; WOOLDRIDGE, Adrian. *A quarta revolução: a corrida global para reinventar o Estado*. Tradução de Berilo Vargas. São Paulo: Companhia das Letras, 2015.

MUSACCHIO, Aldo; LAZZARINI, Sergio G. *Leviathan in Business: Varieties of State Capitalism and their Implications for Economic Performance*. Harvard Business School and Insper Institute of Education and Research, June 2012.

MUSACCHIO, Aldo. *Reinventando o capitalismo de Estado: o Leviatã nos negócios, Brasil e outros países*. 1ª ed. São Paulo: Portfolio-Penguin, 2015.

MERRY, Sally Engle. *Measuring the world: indicators, human rights, and global governance*. *Current Anthropology*, Chicago, v. 52, supl. 3, p. S83–S95, apr. 2011.

NORTH, Douglass C. *Institutions, institutional change and economic performance*. Cambridge: Cambridge University Press, 1990.

OECD. *OECD Guidelines on Corporate Governance of State-Owned Enterprises 2024*. OECD Publishing, Paris, 2024.

PIRES, José Claudio Linhares. *A reestruturação do setor de telecomunicações no Brasil*. *Revista do BNDDES*, Rio de Janeiro, v. 6, n. 11, p. 187-214, jun. 1999.

PINHEIRO, Armando Castelar. *Privatização no Brasil: por quê? Até onde? Até quando?* In: GIAMBIAGI, Fabio; MOREIRA, Maurício Mesquita (Org.). *A economia brasileira nos anos 90*. Rio de Janeiro: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, 1999. p. 147-182.

PARGENDLER, Mariana. *Controlling shareholders in the twenty-first century: complicating corporate governance beyond agency costs*. *The Journal of Corporation Law*, Iowa City, v. 45, n. 4, p. 953–974, 2020.

PARGENDLER, Mariana. *Evolução do direito societário: lições do Brasil*. 2 ed. rev. ampl. São Paulo: Almedina, 2021.

RESTREPO AMARILES, David. *Legal indicators, global law and legal pluralism: an introduction*. *The Journal of Legal Pluralism and Unofficial Law*, Abingdon, v. 47, n. 1, p. 9–21, 2015.

RODRIGUES, Carlos Henrique Lopes; JURGENFELD, Vanessa Follmann. *Desnacionalização e financeirização: um estudo sobre as privatizações brasileiras (de Collor*

ao primeiro governo FHC). Economia e Sociedade, Campinas: Unicamp, Instituto de Economia, v. 28, n. 2, p. 509–535, maio/ago. 2019.

RIBEIRO, Milton Nassau. *Aspectos jurídicos da governança corporativa*. 1. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2007.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. *Governança Corporativa no Brasil e no Mundo: Teoria e Prática*. 3. ed. Vinhedo-SP: Virtuous Company, 2021.

SIEMS, Mathias M. *What does not work in comparing securities laws: a critique on La Porta et al.'s methodology*. International Company and Commercial Law Review, v. 16, n. 10, p. 300-305, 2008.

SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. *A survey of corporate governance*. Journal of Finance, v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997.

SUPIOT, Alain. *Homo juridicus: ensaio sobre a função antropológica do direito*. Tradução de Maria Luiza Valente da Silva. São Paulo: WMF Martins Fontes, 2010.

SCHAPIRO, Mario G. *Repensando a relação entre Estado, direito e desenvolvimento: os limites do paradigma Rule of Law e a relevância das alternativas institucionais*. Revista Direito GV, São Paulo, v. 6, n. 1, p. 213–252, jan./jun. 2010.

THORSTENSEN, Vera; FARIA, Antonio Pedro. *A OCDE e a Governança Corporativa de Empresas Estatais*. WORKING PAPER 513 – CCGI Nº 17, outubro de 2019. Escola de Economia de São Paulo da Fundação Getulio Vargas FGV EESP.

TOPIK, Steven. *A presença do Estado na economia: política do café no Brasil, 1889–1930*. Rio de Janeiro: Record, 1987.

WARDE JUNIOR, Walfrido Jorge. *O legislador Frankenstein: é impossível transplantar o regime de governança das empresas privadas para as empresas estatais*. In: NORONHA, João Otávio de; FRAZÃO, Ana; MESQUITA, Daniel Augusto (coord.). Estatuto das estatais: Lei nº 13.303/2016 comentada. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2017. p. 41–52.