

**REVISTA SEMESTRAL DE  
DIREITO EMPRESARIAL**

**Nº 24**

Publicação do Departamento de Direito Comercial e do Trabalho  
da Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro

Rio de Janeiro  
**Janeiro / Junho de 2019**



Publicação do Departamento de Direito Comercial e do Trabalho da Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro (Prof. Alexandre Ferreira de Assumpção Alves, Prof. Eduardo Henrique Raymundo Von Adamovich, Prof. Eduardo Takemi Dutra dos Santos Kataoka, Prof. Enzo Baiocchi, Prof. Ivan Garcia, Prof. João Batista Berthier Leite Soares, Prof. José Carlos Vaz e Dias, Prof. José Gabriel Assis de Almeida, Prof. Leonardo da Silva Sant'Anna, Prof. Marcelo Leonardo Tavares, Prof. Mauricio Moreira Menezes, Prof. Rodrigo Lychowski e Prof. Sérgio Campinho).

**EDITORES:** Sérgio Campinho e Mauricio Moreira Menezes.

**CONSELHO EDITORIAL:** Alexandre Ferreira de Assumpção Alves (UERJ), António José Avelãs Nunes (Universidade de Coimbra), Carmem Tibúrcio (UERJ), Fábio Ulhoa Coelho (PUC-SP), Jean E. Kalicki (Georgetown University Law School), John H. Rooney Jr. (University of Miami Law School), Jorge Manuel Coutinho de Abreu (Universidade de Coimbra), José de Oliveira Ascensão (Universidade Clássica de Lisboa), Luiz Edson Fachin (UFPR), Marie-Hélène Bon (Université des Sciences Sociales de Toulouse), Paulo Fernando Campos Salles de Toledo (USP), Peter-Christian Müller-Graff (Ruprecht-Karls-Universität Heidelberg) e Werner Ebke (Ruprecht-Karls-Universität Heidelberg).

**CONSELHO EXECUTIVO:** Carlos Martins Neto, Guilherme Vinseiro Martins, Leonardo da Silva Sant'Anna, Livia Ximenes Damasceno, Mariana Campinho, Mariana Pereira, Mariana Pinto, Mauro Teixeira de Faria, Nicholas Furlan Di Biase e Rodrigo Cavalcante Moreira.

**PARECERISTAS DESTE NÚMERO:** Bruno Valladão Guimarães Ferreira (PUC-Rio), Caroline da Rosa Pinheiro (UFJF), Gerson Branco (UFRGS), Fabrício de Souza Oliveira (UFJF), Fernanda Valle Versiani (UFMG), Maíra Fajardo Linhares Pereira (UFJF), Marcelo Féres (UFMG), Sergio Negri (UFJF), Vinicius Figueiredo Chaves (UFRJ) e Unie Caminha (UNIFOR).

**PATROCINADORES:**



ISSN 1983-5264

CIP-Brasil. Catalogação-na-fonte  
Sindicato Nacional dos Editores de Livros, RJ.

---

Revista semestral de direito empresarial. — n° 24 (janeiro/junho 2019)  
. — Rio de Janeiro: Renovar, 2007-.

v.

UERJ  
Campinho Advogados  
Moreira Menezes, Martins Advogados

Semestral

1. Direito — Periódicos brasileiros e estrangeiros.

94-1416.

CDU — 236(104)

---

## **Colaboraram neste número**

### **Doralúcia Azevedo Rodrigues**

Graduanda em Direito na Universidade Estadual Vale do Acaraú – UVA.

E-mail: azevedo.doralucia@gmail.com

### **Gustavo Rabelo Tavares Borba**

Doutorando e Mestre pela Pontifícia Universidade Católica de São Paulo – PUC/SP. Visiting Scholar em Columbia Law School (1º semestre/2019). Professor Convidado da Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro – PUC/RJ para ministrar a disciplina eletiva “Processo Administrativo Sancionador na CVM” no 1º e no 2º semestres de 2020. Palestrante da Fundação Getúlio Vargas – FVG/RJ. Ex-Diretor da Comissão de Valores Mobiliários – CVM. Ex-Procurador-Chefe da Junta Comercial-RJ. Sócio do Escritório Tavares Borba Advogados.

E-mail: gustavo@tavaresborba.com.br

### **Ivo Waisberg**

Professor de Direito Comercial da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo – PUC/SP. Livre Docente em Direito Comercial. Doutor em Direito das Relações Econômicas Internacionais e Mestre em Direito Comercial pela PUC/SP. LLM em Direito da Regulação pela New York University. Sócio no Thomaz Bastos, Waisberg, Kurzweil Advogados.

E-mail: ivo@twk.com.br

### **José Roberto d’Affonseca Gusmão**

Professor-Doutor da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo – PUC/SP nos cursos de graduação e pós-graduação. Doutor e Mestre em Direito pela Universidade Robert Schuman (Strasbourg III), França. Graduado em Direito pela PUC/SP. Especialista pelo Centre D’Etudes Internationales de la Propriété Industrielle (CEIPI) da Universidade Robert Schuman (Strasbourg III), França. Sócio de Gusmão &

Labrunie Advogados. Ex-Presidente do Instituto Nacional da Propriedade Industrial – INPI.

E-mail: jrgusmao@gipi.com.br

**Laetitia Maria Alice Pablo d’Hanens**

Professora convidada da Escola Superior de Advocacia – ESA e Escola Paulista de Direito – EPD. Mestre em Direito Comparado pela Universidade Livre de Bruxelas, Bélgica. Graduada em Direito pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo – USP. Diretora de Estudos da LES Brasil (afiliada à LESI – Licensing Executives Society International). Diretora de Estudos da ABAPI – Associação Brasileira dos Agentes da Propriedade Industrial. Membro do Unfair Competition Committee da INTA (International Trademark Association). Membro do Famous and Well Known Marks Committee do MARQUES. Sócia de Gusmão & Labrunie Advogados.

E-mail: ldhanens@gipi.com.br

**Luiz Carlos Malheiros França**

Mestrando em Direito pela Universidade do Estado do Rio de Janeiro. Advogado.

E-mail: luiz.franca@fcdg.com.br

**Luiza Azevedo Coelho da Rocha**

Bacharel em Relações Internacionais pela Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro – PUC/RJ. Graduanda em Direito na PUC/RJ.

E-mail: luiza@tavaresborba.com.br

**Marcia Carla Pereira Ribeiro**

Professora Titular de Direito Societário da Pontifícia Universidade Católica do Paraná – PUC/PR. Professora Associada de Direito Empresarial da Universidade Federal do Paraná – UFPR. Pós-doc. pela Fundação Getúlio Vargas – FGV-SP, pela Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa e pela Université Paris 1 Panthéon Sorbonne. Diretora de Regulação Econômica da AGEPAR-Agência Reguladora do Estado do Paraná.

E-mail: marcia.ribeiro@pucpr.br

**Mariana Cavalcanti Jardim**

Mestranda em Direito de Empresas e Atividades Econômicas pelo

programa de pós-graduação da Universidade do Estado do Rio de Janeiro – UERJ. Pós-Graduada pela Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro – PUC/RJ. Bacharel em Direito pela Faculdade de Direito da UERJ. Consultora em Direito Securitário.

E-mail: marijardim@gmail.com

### **Mateus Dambiski Cecy**

Acadêmico de Direito na Universidade Federal do Paraná – UFPR. Membro do Grupo de Mediação e Negociação da UFPR. Membro Acadêmico da INSOL (International Association of Restructuring, Insolvency & Bankruptcy). Pesquisador na área de recuperação judicial e falências.

E-mail: mateuscecy00@gmail.com

### **Mauricio Moreira Menezes**

Professor Titular de Direito Comercial da Universidade do Estado do Rio de Janeiro – UERJ. Doutor e Mestre em Direito pela UERJ. Advogado.

E-mail: mauricio@moreiramenezes.com.br

### **Michelle Kallas Franco de Campos**

Especialista em Direito Digital pela Fundação Getúlio Vargas – FGV/SP. Pós-Graduada em Propriedade Intelectual pela FGV/SP. Graduada em Direito pela Pontifícia Universidade Católica de São Paulo – PUC/SP.

E-mail: kallas.micheelle@gmail.com

### **Nicholas Furlan Di Biase**

Mestrando em Direito de Empresa e Atividades Econômicas pela Universidade do Estado do Rio de Janeiro – UERJ. Bacharel em Direito pela UERJ. Advogado no Rio de Janeiro.

E-mail: nicholas@moreiramenezes.com.br

### **Renan Matheus Nerone Lacerda**

Acadêmico de Direito na Universidade Federal do Paraná – UFPR. Membro do Grupo de Mediação e Negociação da UFPR. Membro do Grupo de Pesquisa em Direito Societário Aplicado da UFPR. Pesquisador na área do Direito Comercial.

E-mail: renan.mnlacerda@gmail.com

**Renata Albuquerque Lima**

Professora do Mestrado em Direito e da Graduação em Direito do Centro Universitário Christus – UNICHRISTUS. Professora Adjunta do Curso de Direito da Universidade Estadual Vale do Acaraú – UVA. Pós-Doutora em Direito pela Universidade Federal de Santa Catarina – UFSC. Doutora em Direito Constitucional pela Universidade de Fortaleza – UNIFOR. Mestre em Direito (Direito e Desenvolvimento) pela Universidade Federal do Ceará – UFC. Possui graduação em Direito pela UFC e graduação em Administração pela UFC. Atualmente é coordenadora do Curso de Direito da Faculdade Luciano Feijão – FLF. Membro da Comissão de Direito Recuperacional e Falências da OAB-CE. Advogada.

E-mail: [realbuquerque@yahoo.com](mailto:realbuquerque@yahoo.com)

**Ricardo Mafra**

Doutorando e Mestre em Direito Empresarial pela Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro – UERJ. Mestre em Direito Empresarial pela UCLA School of Law. Graduado em Direito pela Faculdade Nacional de Direito da Universidade Federal do Rio de Janeiro – FND/UFRJ. Advogado.

E-mail: [ricardovmafra@gmail.com](mailto:ricardovmafra@gmail.com)



# Sumário

A MEDIAÇÃO APLICADA AOS PROCESSOS DE RECUPERAÇÃO JUDICIAL: ANÁLISE DE UM INCENTIVO NECESSÁRIO Marcia Carla Pereira Ribeiro, Mateus Dambiski Cecy e Renan Matheus Nerone Lacerda .....	1
A POSSIBILIDADE DE LIMITAÇÃO AO NÚMERO DE VOTOS EM FUNÇÃO DA PESSOA DO ACIONISTA (E NÃO APENAS DA CLASSE DA AÇÃO) Mauricio Moreira Menezes e Nicholas Furlan Di Biase.....	33
ATIVIDADE SANCIONADORA NO MERCADO DE CAPITAIS: OBJETIVOS PRINCIPAIS, JUSTIFICAÇÃO E IMPERATIVOS DE SEGURANÇA JURÍDICA Ivo Waisberg, Gustavo Rabelo Tavares Borba e Luiza Azevedo Coelho da Rocha .....	65
LIBERDADE DE EXPRESSÃO, PRIVACIDADE E BIOGRAFIAS NÃO AUTORIZADAS: COMENTÁRIOS À PARADIGMÁTICA DECISÃO PROFERIDA NA ADI 4815 José Roberto d’Affonseca Gusmão, Laetitia Maria Alice Pablo d’Hanens e Michelle Kallas Franco de Campos .....	99
BREVES ANOTAÇÕES SOBRE SECONDARY MEANING E DEGENERAÇÃO DE MARCAS Luiz Carlos Malheiros França.....	135
OS DESAFIOS DA EMPRESA NO SÉCULO XXI: A CONCILIAÇÃO ENTRE A RESPONSABILIDADE SOCIAL / AMBIENTAL E A ATIVIDADE LUCRATIVA Renata Albuquerque Lima e Doralúcia Azevedo Rodrigues .....	169
INTERPRETAÇÃO DO ARTIGO 158, <i>CAPUT</i> , DA LEI Nº 6.404/1976 A PARTIR DAS DECISÕES DA CVM NOS PROCESSOS ADMINISTRATIVOS SANCIONADORES Nº RJ/2014/6517 E Nº RJ2016/7190 Ricardo Villela Mafra Alves da Silva .....	197

O CONTRATO DE CONTRAGARANTIA: O DESCOMPASSO ENTRE SUA  
CONCEITUAÇÃO TEÓRICA E APLICAÇÃO PRÁTICA NAS OPERAÇÕES DE  
SEGURO GARANTIA

Mariana Cavalcanti Jardim .....221

# **A POSSIBILIDADE DE LIMITAÇÃO AO NÚMERO DE VOTOS EM FUNÇÃO DA PESSOA DO ACIONISTA (E NÃO APENAS DA CLASSE DA AÇÃO)<sup>1</sup>**

## **THE POSSIBILITY OF LIMITING THE NUMBER OF VOTES BASED ON THE SHAREHOLDER ITSELF (AND NOT ONLY ON THE STOCK TYPE)**

*Mauricio Moreira Menezes  
Nicholas Furlan Di Biase*

*Resumo:* A despeito da diversidade de discussões decorrentes do exercício do direito de voto pelo acionista de sociedade anônima, o §1º do art. 110 da Lei nº 6.404/1976 parece não ter sido objeto de análises suficientemente aprofundadas para fins de se extrair o exato significado e alcance da norma contida nesse texto legal. Nesse cenário, o presente artigo se propõe a analisar o mencionado dispositivo de Lei, a fim de demonstrar a possibilidade de que o estatuto social da companhia estabeleça limitação número de votos de cada acionista com fundamento na pessoa do acionista (e não com base apenas na classe da ação por ele detida).

*Palavras-chave:* Direito Societário. Direito de Voto. Direitos Essenciais. Sociedade Anônima. Acionista.

*Abstract:* In spite of the diversity of legal discussions resulting from the shareholder's right to vote, it seems that par. 1 of article 110 of Law No. 6,404/1976 has not been the object of sufficiently in-depth analysis to extract the exact meaning and scope of the rule contained in that legal text. In this scenario, this paper aims to analyze the aforementioned Law provision, in order to demonstrate the possibility

---

1 Artigo recebido em 04.04.2021 e aceito em 15.06.2021.

that the company's bylaws limits the number of votes of each shareholder based on the shareholder itself (and not only based of the type of stock that the shareholder holds).

*Keywords:* Corporate Law. Right to Vote. Basic Rights. Stock Corporation. Shareholder.

*Sumário:* Introdução. 1. Os direitos essenciais do acionista da sociedade anônima. 2. Voto: direito não essencial do acionista. 3. A possibilidade de limitação ao número de votos em função da pessoa do acionista. 3.1. A limitação como instrumento útil para proteção de interesses: o caso da Embraer. 3.2. Necessidade de adoção de critérios de distinção objetivos e em consonância com o interesse social. 3.3. A limitação do art. 110, §1º, da Lei Societária não se confunde com situações de conflito de interesses.

## **Introdução.**

O exercício do direito de voto pelo acionista de sociedade anônima em assembleias gerais pode ser considerado, sem dúvidas, um dos temas do Direito Societário que mais causa discussões e dá ensejo a litígios judiciais e arbitrais.

Discute-se desde se tal direito deve ser entendido como essencial do acionista, passando por questões relacionadas à própria conceituação do acionista controlador (como aquele que, dentre outras características, tem assegurada a maioria dos votos nas deliberações da assembleia geral), adentrando em matérias mais conflituosas, como o abuso do poder de controle, a necessidade de observância do interesse social quando do exercício do voto e as situações que envolvem o efetivo ou potencial conflito de interesses dos acionistas com a companhia na deliberação de determinadas matérias.

A despeito dessa infinidade de discussões que remetem, como ponto comum, ao exercício do direito de voto, um dos parágrafos do art. 110 da Lei nº 6.404/1976 (justamente o dispositivo que inicia a Seção do “Direito de Voto” da Lei Societária) parece não ter sido objeto de análises suficientemente aprofundadas para fins de se extrair o exato significado e alcance da norma contida nesse texto legal.

Trata-se do §1º do referido art. 110, segundo o qual: “o estatuto pode estabelecer limitação ao número de votos de cada acionista”.

De maneira geral, autores que se ocupam da análise desse dispositivo referem-se à possibilidade de restrição para embasar a afirmação de que o direito de voto não é essencial do acionista (já que a própria norma permite que tal direito seja limitado). Contudo, muitos concluem que tal limitação deve ser aplicada, de forma idêntica, a titulares ações da mesma classe (ou espécie, quando não houver divisão em classes), desconsiderando o texto legal que expressamente faz referência à figura do acionista.

Nesse cenário, o presente artigo propõe-se a analisar de maneira mais aprofundada o mencionado dispositivo da Lei das S.A., a fim de demonstrar a possibilidade de que o estatuto social da companhia limite o número de votos de cada acionista (nos termos do art. 110, §1º, da Lei nº 6.404/1976) em função da pessoa do acionista (i.e., em características do próprio acionista); e não apenas na classe da ação por ele detida.

Para tanto, inicialmente, são feitas exposições introdutórias sobre os direitos essenciais do acionista da sociedade anônima (Seção 1 a seguir) e do direito de voto (Seção 2), demonstrando ser pacífico o entendimento no sentido de que o voto não consiste em direito essencial do acionista e, portanto, pode ser limitado, ou até mesmo suprimido, em determinadas hipóteses.

Na sequência (Seção 3), passa-se à análise específica da disposição contida no art. 110, §1º, da Lei nº 6.404/1976, sendo expostos argumentos pelos quais se entende que a interpretação mais correta

do referido dispositivo legal vai no sentido de que a limitação do direito de voto mencionada na norma pode ser instituída com base em características do titular da ação, independentemente da quantidade, espécie ou classe desta.

Na mesma Seção, o entendimento acima é reforçado com base no caso concreto de uma companhia aberta que, há décadas, contém em seu estatuto social limitação ao número de votos aplicável exclusivamente aos seus acionistas estrangeiros (ainda que estes possuam ações de mesma classe que acionistas brasileiros). Adicionalmente, diferencia-se a regra contida no mencionado art. 110, §1º, daquela do art. 115, §1º, ambos da Lei nº 6.404/1976; bem como são sugeridos critérios para que as limitações direcionadas aos acionistas sejam adequadas à Lei. Ao final, são objetivamente expostas as conclusões alcançadas.

## **1. Os direitos essenciais do acionista da sociedade anônima.**

O art. 109 da Lei nº 6.404/1976 elenca os chamados “direitos essenciais do acionista” de companhias, contemplando, taxativamente, os direitos de (i) participar dos lucros sociais; (ii) participar do acervo da companhia, em caso de liquidação; (iii) fiscalizar, na forma prevista na Lei Societária, a gestão dos negócios sociais; (iv) preferência para a subscrição de ações, partes beneficiárias conversíveis em ações, debêntures conversíveis em ações e bônus de subscrição; e (v) retirar-se da sociedade nos casos previstos em Lei.

Conforme ensinamentos de Sergio Campinho, direitos essenciais são aqueles inerentes à própria qualidade de acionista, traduzindo “direitos individuais ou próprios, para os quais não se permite modificação ou supressão pela vontade coletiva, expressa pela voz da maioria, ou pelo consentimento de todos ou de certos acionistas”.<sup>2</sup>

---

2 CAMPINHO, Sergio. *Curso de Sociedade Anônima*. Rio de Janeiro: Renovar, 2015. p. 239-240.

Segundo Marcelo Barbosa, os direitos essenciais são inderrogáveis, no sentido de que nem o estatuto social, nem a assembleia geral, poderão privar o acionista de seu exercício.<sup>3</sup> Tal característica, nas palavras de Fábio Ulhoa Coelho, é indicativo do papel dos direitos essenciais como estabilizadores das relações de poder na companhia, ao delimitarem o que são, para todos os efeitos, as garantias legais dos acionistas.<sup>4</sup>

O primeiro direito essencial mencionado no rol do art. 109 da Lei Societária é o da participação do acionista nos lucros sociais. Como se sabe, sociedades empresárias são constituídas tendo por objetivo a geração e lucro e a partilha desses resultados entre seus sócios, à vista da contribuição por estes realizadas para a exploração do objeto social. Logo, é natural que o direito que o acionista tem de participar nos lucros sociais seja considerado essencial: em sendo o lucro o próprio fim mediato da sociedade, seus sócios não podem ser excluídos da partilha.<sup>5-6</sup>

Sobre o caráter fundamental que a partilha dos lucros tem em uma sociedade empresária, Nelson Eizirik bem observa que a companhia que não produz lucro e, portanto, não o distribui, pode ter sua dissolução requerida pelos acionistas na forma do art. 206, II, b, da

---

3 BARBOSA, Marcelo. Título III: acionistas. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *Direito das Companhias*. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017. p. 224-225.

4 COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de direito comercial*. 22. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2019. v. 2, p. 287.

5 REQUIÃO, Rubens. *Curso de direito comercial*. 29. ed. São Paulo: Saraiva, 2012. v. 2, p. 192-193.

6 A forma mais comum de materialização do direito do acionista ao lucro social consiste no direito que o mesmo acionista tem sobre os dividendos que tocam as ações de sua propriedade. Contudo, o direito de participar dos lucros sociais não se confunde com o direito de receber dividendos. Enquanto o direito do acionista ao lucro decorre apenas de seu *status socii*, o direito ao dividendo – embora originado do primeiro – somente surge quando configuradas situações específicas previstas em Lei ou no estatuto social, podendo inclusive estar pendente de deliberação assemblear ou da administração da companhia (ROBERT, Bruno. *Dividendo mínimo obrigatório nas sociedades por ações brasileiras*. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 47).

Lei nº 6.404/1976, uma vez que não estará preenchendo seu fim social.<sup>7</sup>

Por sua vez, o inciso II do referido art. 109 trata do direito que o acionista possui de participar do acervo da companhia em caso de liquidação. Trata-se de um direito “virtual” (potencial), uma vez que não será exercido ao longo do desenvolvimento ordinário das atividades da sociedade. Tal direito somente se tornará exigível após a dissolução da companhia, quando se iniciam os procedimentos para sua liquidação.

A participação dos acionistas no acervo da companhia é, como regra geral, proporcional ao número de ações que cada um possuir. Contudo, essa regra comporta exceções, como nos casos em que o estatuto social estabelece a prioridade dos titulares de ações preferenciais no reembolso do capital, na forma do art. 17 da Lei nº 6.404/1976;<sup>8</sup> se a assembleia geral da companhia em liquidação aprovar a partilha por transferência de bens aos acionistas (aprovação que depende do voto favorável de acionistas que representem, pelo menos, 90% das ações, de acordo com o art. 215, §1º, da Lei Societária);<sup>9</sup> ou na hipótese de existirem acionistas titulares de ações de fruição.<sup>10</sup>

O terceiro direito essencial elencado pelo art. 109 da Lei nº 6.404/1976 é o de fiscalizar a gestão dos negócios sociais, o qual deverá ser exercido sempre em observância às balizas legais, a fim de evitar que seu exercício interfira na gestão da companhia.<sup>11</sup> Não é, portanto, um direito livremente exercível pelo acionista.<sup>12</sup>

---

7 EIZIRIK, Nelson. Lei das S/A comentada. 2. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2015. v. 2, p. 145.

8 Ibidem, p. 148.

9 COELHO, op. cit., p. 289.

10 REQUIÃO, op. cit., p. 194.

11 COELHO, op. cit., p. 290.

12 CAMPINHO, op. cit., p. 254.



Dentre os mecanismos que a Lei Societária confere aos acionistas para exercício do direito de fiscalização, vale mencionar: a participação do acionista nas assembleias gerais (art. 121) e solicitação de esclarecimentos à administração sobre as matérias da ordem do dia (art. 134); acesso aos relatórios da administração e às demonstrações financeiras da companhia (arts. 133 e 135, §3º); possibilidade de requerer a instalação do conselho fiscal (art. 161); acesso aos livros da companhia, por ordem judicial (art. 105) ou requerimento dos acionistas (art. 100, §1º), observados os requisitos de representatividade para tanto; e, no caso das companhias abertas, as exigências de contratação de auditores independentes<sup>13</sup> e divulgação de informações relevantes ao mercado.<sup>14</sup>

O penúltimo direito essencial do acionista consiste no direito de preferência para subscrição de ações, partes beneficiárias conversíveis em ações, debêntures conversíveis em ações e bônus de subscrição. Tem por objetivo proteger os acionistas minoritários de uma diluição em razão da emissão de novas ações ou valores mobiliários nelas conversíveis.

A proteção concedida ao acionista a partir do direito de preferência não é, por certo, absoluta, uma vez que o titular do direito somente poderá efetivamente exercê-lo se detiver os recursos necessários para tanto. Caso não possua, acabará por ser diluído na ocasião do aumento do capital social, visto que a Lei não permite que o acionista obste a realização de tal aumento por não poder acompanhá-lo.

Importante notar de que o direito de preferência de que trata o inciso IV do art. 109 em análise não se confunde com o direito de preferência para aquisição de ações já existentes, mencionado no art. 118 da Lei nº 6.404/1976.<sup>15</sup> Este último confere ao acionista prioridade

---

13 COELHO, op. cit., p. 290.

14 EIZIRIK, op. cit., p. 151.

15 LOBO, Jorge Joaquim. *Direitos dos Acionistas*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011. p. 198.

na aquisição de ações em relação a terceiros, mas somente poderá ser exercido pelo acionista (i) de companhia fechada que preveja essa limitação à circulação de ações em seu estatuto social, na forma do art. 36 da Lei Societária;<sup>16</sup> ou (ii) signatário de acordo de acionistas, nos termos do mencionado art. 118.<sup>17</sup>

Finalmente, confere-se ao acionista o direito de retirar-se da companhia, embora apenas nas hipóteses expressamente admitidas por Lei. Tal direito traduz-se na prerrogativa do acionista de se desligar da sociedade, recebendo o reembolso de suas ações na forma do art. 45 da Lei nº 6.404/1976, caso ocorridos determinados eventos que resultem, em regra, na substancial alteração da estrutura social.

Nesses casos, entende-se que a companhia na qual o acionista ingressou já não corresponde mais, em aspectos relevantes, àquela cujas ações originalmente desejou adquirir.<sup>18</sup> Como a justificativa para o exercício do direito de retirada é a discordância com alterações nos rumos da companhia, tal direito é reservado aos acionistas dissidentes das deliberações que deram causa a tais mudanças. Contudo, não é qualquer deliberação que enseja a retirada: somente aquelas que a Lei nº 6.404/1976 expressamente estabelece como aptas a permitir tal direito (especialmente em seus arts. 136, 136-A e 137).

---

16 “Art. 36. O estatuto da companhia fechada pode impor limitações à circulação das ações nominativas, contanto que regule minuciosamente tais limitações e não impeça a negociação, nem sujeite o acionista ao arbítrio dos órgãos de administração da companhia ou da maioria dos acionistas. Parágrafo único. A limitação à circulação criada por alteração estatutária somente se aplicará às ações cujos titulares com ela expressamente concordarem, mediante pedido de averbação no livro de ‘Registro de Ações Nominativas’.”

17 “Art. 118. Os acordos de acionistas, sobre a compra e venda de suas ações, preferência para adquiri-las, exercício do direito a voto, ou do poder de controle deverão ser observados pela companhia quando arquivados na sua sede.”

18 PEDREIRA, Luis Eduardo Bulhões. Seção II: Direito de retirada. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Coord.). *Direito das companhias*. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017. p. 241.

## **2. Voto: direito não essencial do acionista.**

Como se percebe da breve análise acima realizada, o voto não foi incluído textualmente nos incisos do art. 109 da Lei nº 6.404/1976 como direito essencial do acionista.

Em página clássica, Rubens Requião faz interessante retrospectiva sobre a importância do direito de voto, concluindo, contudo, no sentido de que não deve ser tido como um direito essencial do acionista. O autor ensina que, ao contrário do que se verifica com os direitos essenciais, a Lei Societária admite limitações ao direito de voto do acionista, exemplificando tal afirmação com base no disposto no art. 110, §1º, da Lei nº 6.404/1976, na possibilidade de emissão de ações preferenciais sem direito a voto e no regime jurídico das então existentes ações ao portador (extintas pela Lei nº 8.021/1990).<sup>19-20</sup>

Sobre esse último exemplo levantado por Rubens Requião, vale lembrar que, aos titulares de ações ao portador, ainda que de mesma espécie e classe de ações nominativas endossáveis e escriturais, era vedado o exercício do direito de voto, conforme detalhadamente descrito na Exposição de Motivos do Projeto de Lei das Sociedades por Ações:

O artigo 112 nega às ações ao portador o exercício do direito de voto. Entre a solução de extinguir essa forma de ação (há muito advogada por setores da opinião pública, inclusive no Congresso Nacional, que nelas viam instrumento de fraude fiscal e fortunas ocultas, e de favorecimento

---

19 REQUIÃO, op. cit., p. 200-203.

20 As ações ao portador eram disciplinadas pelo art. 33 da Lei nº 6.404/1976, segundo o qual “o detentor presume-se proprietário das ações ao portador” e “a transferência das ações ao portador opera-se por tradição”. Tal forma de circulação das ações foi abolida pela Lei nº 8.021/1990, “diploma voltado ao combate à sonegação fiscal, que determinou a retirada de circulação dos valores mobiliários dessas categorias no prazo de 2 anos”, nas palavras de Fábio Ulhoa Coelho (COELHO, op. cit., p. 121).

dos negócios fiduciários, em que só aparecem os “homens de palha”) e o de mantê-las como são, pelo grande atrativo que sua fácil circulabilidade apresenta para o mercado, o Projeto opta por excluí-las do exercício do direito de voto. É que os instrumentos da fraude fiscal e das fortunas ocultas estão hoje minimizados com a declaração de bens obrigatória e os controles existentes sobre investimentos estrangeiros; mas a responsabilidade no exercício do voto (básica para a defesa da minoria) é incompatível com ações que trocam de mão sem deixar sinal. Como as ações ao portador podem ser convertidas em nominativas ou endossáveis (art. 22, par. único), não há risco de excluam-se os seus detentores do direito de voto nas companhias; mas, para exercê-lo, terão que identificar-se, mediante a conversão das ações, credenciando-se para a participação responsável nas assembléias gerais.<sup>21</sup>

Desde logo, repare-se na relevância dessa interpretação da norma contida na Exposição de Motivos do que viria a ser a Lei nº 6.404/1976: na redação originária da Lei Societária, o exercício do direito de voto poderia ser vedado a alguns titulares da mesma espécie ou classe de ações votantes, em razão de sua forma.

Em outras palavras, em tendo as ações a forma ao portador (ainda que fossem ações de mesma espécie ou classe de outras mantidas sob a forma nominativa ou endossável), a Lei nº 6.404/1976 retirava de seu titular o direito de voto. Apenas com a conversão da forma da ação ao portador em nominativa ou endossável o direito de voto seria readquirido (sem qualquer alteração na espécie ou classe da ação em questão). É o que diz, ostensivamente, a Exposição de

---

21 MINISTÉRIO DA FAZENDA. Exposição de Motivos nº 196, de 24 de junho de 1976. Disponível em: «<http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/leis-decretos/anejos/em196-lei6404.pdf>». Acesso em: 11 dez. 2020.

Motivos da Lei nº 6.404/1976, esvaziando o dogma da igualdade do voto entre titulares da mesma classe.

Voltando-se ao ponto central desta Seção, Fábio Ulhoa Coelho debruçou-se sobre a questão de o voto não ser considerado direito essencial do acionista, nos seguintes termos:

O direito de voto não é essencial. Pode ser suprimido pelo estatuto, por exemplo, na disposição sobre os direitos conferidos por uma ou mais classes de ações preferenciais. Também pode ser suspenso pela assembleia, quando o acionista que titulariza o direito de voto deixa de cumprir obrigação legal ou estatutária (LSA, art. 120). No caso, ilustre-se, do remisso, pode a companhia suspender a participação deste nas votações da assembleia, enquanto durar a mora [...]. Como não é essencial o direito de voto, há, em suma, acionistas que não participam das decisões da sociedade externadas em assembleia geral. Estão, em outros termos, alijados do processo decisório que tem lugar nesse órgão. A supressão do direito de voto é, por outro lado, um dos principais instrumentos de organização do poder de controle [...].<sup>22</sup>

Egberto Lacerda Teixeira e José Alexandre Tavares Guerreiro registraram que o direito de voto não foi elencado no art. 109 da Lei nº 6.404/1976 como direito essencial do acionista, sendo permitida sua limitação, pelo estatuto social, “sem que tal circunstância implique em ofensa ao princípio da igualdade de tratamento que se deve reservar aos acionistas de forma geral”.<sup>23</sup>

No âmbito da Comissão de Valores Mobiliários, por ocasião do julgamento de processo administrativo pelo Colegiado da Autarquia, o então Diretor Otavio Yazbek externou sua concordância com o en-

---

22 COELHO, op. cit., p. 305.

23 TEIXEIRA, Egberto Lacerda; TAVARES GUERREIRO, José Alexandre. *Das sociedades anônimas no Direito brasileiro*. São Paulo: Bushatsky, 1979. p. 286.

tendimento pacificado pela doutrina, consignando expressamente em seu voto que “não há [...] que se tratar o direito de voto como direito essencial ou fundamental”.<sup>24</sup>

Portanto, conclui-se, com tranquilidade, que o voto não é direito essencial do acionista, podendo ser objeto de limitação pelo estatuto social da companhia sem que haja ofensa ao art. 109 da Lei nº 6.404/1976, observados os preceitos legais e, conforme o caso, a regulação aplicável.

### **3. A possibilidade de limitação ao número de votos em função da pessoa do acionista.**

Dispõe o *caput* do art. 110 da Lei nº 6.404/1976 que “a cada ação ordinária corresponde 1 (um) voto nas deliberações da assembleia geral”. Por sua vez, o parágrafo primeiro desse dispositivo contém, segundo as lições de Egberto Lacerda Teixeira e José Alexandre Tavares Guerreiro, um dos princípios que governam o direito de voto: a possibilidade de limitação estatutária do número de votos por acionista.<sup>25</sup>

A limitação a que se refere o art. 110, §1º, da Lei nº 6.404/1976, caso estabelecida no estatuto social da companhia, incide sobre o exercício do direito de voto, de tal forma que o número máximo de votos de cada acionista fique adstrito a determinado limite, ainda que seja titular de ações em número superior ao limite imposto.<sup>26</sup>

A possibilidade jurídica desse relevante instrumento de distribuição de poder político não é exclusividade do Direito brasileiro,

---

24 BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo Administrativo nº RJ2009/13179. Relator: SEP. Voto do Dir. Otavio Yazbek. Rio de Janeiro, 9 set. 2010.

25 TEIXEIRA, Egberto Lacerda; TAVARES GUERREIRO, José Alexandre, loc. cit.

26 REGO, Marcelo Lamy. Direito de Voto. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Direito das Companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2017. p. 286.

encontrando correspondência em outros sistemas, como aqueles de França<sup>27</sup> e Portugal.<sup>28</sup>

A adequação, aos preceitos legais, da limitação ao direito de voto que incide da mesma maneira sobre todos os acionistas titulares de determinada classe de ações não gera maiores discussões. Inclusive, é prática comum no mercado que os estatutos sociais de companhias abertas brasileiras restrinjam o direito de voto de um único acionista ou grupo de acionistas a determinado percentual do número total de ações de emissão da companhia ou de seu capital social, a fim de incentivar a dispersão acionária.<sup>29</sup>

Por isso, a questão central a ser enfrentada neste trabalho refere-se à aparente contradição que haveria entre o art. 110, §1º, e o art. 109, §1º, ambos da Lei nº 6.404/1976. Enquanto o primeiro não estabelece qualquer ressalva a respeito do alcance da limitação (art. 110, §1º: “o estatuto pode estabelecer limitação ao número de votos de cada acionista”); o segundo impõe a igualdade de direitos exsurcidos de ações de mesma classe (art. 109, §1º: “as ações de cada classe conferirão iguais direitos aos seus titulares”).

Nesse contexto, questiona-se: acionistas titulares de ações de igual classe poderiam ser enquadrados em critérios diversos de limitação ao exercício do direito de voto?

---

27 COZIAN, M.; VIANDIER, A.; DEBOISSY, F. *Droit des Sociétés*. 19 ed. LexisNexis, 2006.

28 CORDEIRO, António Menezes. *SA: Assembleia Geral de Deliberações Sociais*. Almedina, 2006. p. 113-114.

29 Tanto é assim que o art. 7º do Regulamento do Novo Mercado da B3 (segmento de listagem com os mais altos padrões de governança corporativa) reforça essa possibilidade, ao estabelecer que: “É vedada a previsão, em estatuto social, de cláusula que: I – limite o número de votos de acionista ou grupo de acionistas em percentuais inferiores a 5% (cinco por cento) do capital social, exceto nos casos de desestatização ou de limites exigidos em lei ou regulamentação aplicáveis à atividade desenvolvida pela companhia”. Ou seja, a limitação é permitida até mesmo em companhias listadas no Novo Mercado, desde que o limite não seja inferior a 5% do capital social da companhia.

Há autorizadas vozes doutrinárias que advogam uma espécie de “subordinação” do art. 110, §1º, ao que dispõe o art. 109, §1º, ambos da Lei nº 6.404/1976. Para estes, a resposta ao questionamento acima seria, então, negativa. Nesse sentido, Modesto Carvalhosa<sup>30</sup> entende que “somente se admite a restrição estatutária se ela alcançar todos os acionistas, sem exceção”. Em linha com esse entendimento, Nelson Eizirik anotou que “[...] face ao disposto no §1º do artigo 109, a limitação ao número de votos de cada acionista não pode ser aplicada apenas a determinados acionistas, mas a todos os titulares de ações da mesma classe”.<sup>31</sup>

Sem desconsiderar os posicionamentos acima mencionados, os autores deste trabalho entendem em sentido contrário, de forma que a resposta ao questionamento acerca da possibilidade de aplicação de critérios diversos de limitação ao exercício do direito de voto aos titulares de ações de igual classe deve ser afirmativa.

Sobre esse particular, um primeiro argumento merece ser ressaltado: por força de política legislativa, o direito de voto não foi (propositalmente) incluído nos incisos do *caput* do art. 109 da Lei nº 6.404/1976, sendo expurgado do regime jurídico estabelecido em tal dispositivo, no qual se insere a vedação de exclusão estatutária ou assemblear (*caput*) e a igualdade que deve nortear ações de cada classe (§1º).

Logo, a leitura sistemática da Lei nº 6.404/1976 impõe dissociar os regimes jurídicos do voto e dos direitos essenciais, de tal sorte que não há sentido em enquadrar os comandos normativos do art. 110 e seus parágrafos ao estatuto dos direitos essenciais prescritos no art. 109 e seus parágrafos, todos da Lei Societária.

---

30 CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 6. ed. São Paulo: Saraiva, 2014. v. 2., p. 488.

31 EIZIRIK, op. cit., p. 182.



Nessa linha de raciocínio, confira-se a lúcida passagem de Luiza Rangel de Moraes, em artigo publicado há 15 anos sobre o tema:

A previsão estatutária em tela é admitida expressamente no art. 110, § 1.º, da Lei 6.404/76, sendo que, no mesmo artigo, o *caput* estabelece que cada ação ordinária tem direito a um voto (*caput*) e veda, no seu art. 110, § 2.º, da Lei 6.404/76 a atribuição de voto plural a qualquer classe de ações.

Por outro lado, os direitos essenciais dos acionistas estão arrolados no art. 109 da Lei 6.404/76, quais sejam: (I) participação nos lucros e no acervo social; (II) fiscalização da gestão, (III) direito de preferência na subscrição de ações e outros títulos conversíveis em ações, emitidos pela sociedade, e (IV) direito de retirada da sociedade. Estes direitos não podem ser excluídos pelos estatutos ou pela assembleia geral.

Já o art. 109, § 1.º, da Lei 6.404/76 estabelece que “as ações de cada classe conferirão iguais direitos aos seus titulares.” Ou seja, a lei veda qualquer discriminação de direitos atribuídos à classe, em função do seu titular. Todos os titulares de ações de determinada classe fazem jus aos mesmos direitos.

Como o art. 109, § 1.º, da Lei 6.404/76 se refere ao *caput* do art. 109 da Lei 6.404/76, que não trata do direito de voto, concluímos que a limitação ao exercício do direito de voto não violenta a norma legal disciplinadora dos direitos essenciais dos acionistas.<sup>32</sup>

---

32 DE MORAES, Luiza Rangel. A pulverização do controle de companhias abertas. *Revista de*

Outro ponto de técnica interpretativa refere-se à subsunção do parágrafo ao conteúdo normativo do *caput* de determinado dispositivo de Lei.

Nesse sentido, o disposto no art. 109, §1º, da Lei nº 6.404/1976 projeta-se sobre os direitos elencados em seu *caput* e incisos, sendo incoerente admitir seu transbordamento para hipóteses deliberadamente excluídas daquele rol, como o foi o direito de voto.

Dito de outro modo, a melhor interpretação da Lei Societária parece ser na linha de não subordinar os comandos normativos do art. 110 e seus parágrafos (inseridos na Seção II do Capítulo X da Lei) às regras aplicáveis aos direitos essenciais, que se encontram previstos no art. 109 e seus parágrafos (inseridos em outra Seção: a Seção III do mesmo Capítulo da Lei nº 6.404/1976).

Nessa mesma ordem de ideias, o §1º do art. 109 da Lei nº 6.404/1976 não deve ser interpretado de forma dissociada de seu *caput*, aplicando-se estritamente aos direitos essenciais ali contemplados. Corroborando essa forma de interpretar dispositivos legais, veja-se as lições do Prof. e Juiz de Direito Alberto Marques dos Santos:

A regra conclama à interpretação sistemática, que, em certa medida, inclui uma interpretação 'topológica'. O lugar em que determinada disposição é inserida, dentro do texto legal, pode indicar algo a respeito da sua abrangência e alcance. O texto legal é organizado em partículas principais, os artigos, que podem ser subdivididos em sub-partes, fragmentos subordinados, que são os parágrafos, os incisos, as alíneas. É intuitiva a noção de que as disposições de um inciso têm abrangência limitada às hipóteses ou à situação

---

*Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo, v. 32, p. 49-84, jun. 2006, p. 16-17 (versão eletrônica).

contemplada no artigo a que o inciso está subordinado. Um artigo e seu parágrafo subordinado guardam, geralmente: a) uma relação de regra geral/exceção, onde o parágrafo institui regras que contrariam a norma geral do seu *caput*, excepcionando-a; ou b) uma relação de genérico/específico, onde o *caput* estabelece os contornos gerais de um mandamento, e os parágrafos explicitam aspectos ou desdobramentos da hipótese. A posição de um comando legal permite compreender a abrangência que o legislador quis lhe dar. O texto legal é articulado e sub-articulado, i.e., dividido em fragmentos de mensagem, cada qual devendo tratar de uma idéia específica. Esses fragmentos não são todos da mesma hierarquia e abrangência. Compreende-se intuitivamente que o parágrafo, como fragmento subordinado ao *caput* de um artigo, tem seu âmbito de aplicabilidade restrito – em princípio – ao âmbito de aplicabilidade do seu *caput* subordinante.<sup>33</sup>

De toda forma, o principal argumento que determina a inaplicabilidade do comentado art. 109, §1º, ao caso da limitação do exercício do direito de voto funda-se na própria essência do aludido art. 110, §1º, que é, por vezes, pouco compreendida.

Com efeito, o art. 110, §1º, da Lei Societária corresponde a exceção quanto à distribuição de direitos legais e estatutários nas companhias, que, como regra geral, é realizada em função da ação, exigindo-se igual tratamento às ações de cada classe (art. 15 c/c art. 109, § 1º, da Lei nº 6.404/1976).

---

33 SANTOS, Alberto Marques dos. Regras Científicas da Hermenêutica. *Revista Judiciária do Paraná*, Curitiba, Associação dos Magistrados do Paraná, ano 2, vol. Especial (edição comemorativa dos 50 anos), nov. 2007. p. 33, versão eletrônica).

Seguindo essa lógica, tem-se que a restrição prevista no art. 110, §1º, da Lei nº 6.404/1976 relaciona-se com a pessoa do acionista. Ao dispor que “o estatuto pode estabelecer limitação ao número de votos de cada acionista” (com ênfase na expressão “cada acionista”), o dispositivo legal em análise autoriza que a restrição do direito de voto recaia sobre o titular da ação, independentemente de sua quantidade, espécie ou classe. Permite-se, dessa forma, o estabelecimento de diferentes limites ao número de votos para os acionistas, em função de suas distintas características.

Registre-se que, para fins de estabelecimento de limitações ao número de votos, os critérios de distinção entre os acionistas devem ser objetivos, não podendo ser direcionados a acionistas previamente determinados (como, por exemplo, uma limitação de voto dirigida nominalmente para tal ou qual acionista).<sup>34</sup>

Por conseguinte, os referidos critérios objetivos devem estar previstos no estatuto social, a fim de que se assegure transparência quanto às “regras do jogo” e à distribuição de poder político entre acionistas. Devem, ainda, ser claras as razões pelas quais os critérios foram escolhidos, com fundamento no interesse social.

Dessa maneira, resguarda-se a impessoalidade que deve prevalecer nas companhias, especialmente naquelas cujas ações são negociadas em mercado de valores mobiliários.

Nesse cenário, Bruno Robert, para quem diversas características dos acionistas podem ser levadas em consideração quando do estabelecimento de limitações ao número de votos, já sustentou que:

A limitação de voto, nos termos do art. 110, §1º, pode assumir funções de garantia da dispersão

---

34 Para Antônio Menezes Cordeiro: “A cada ação corresponde, supletivamente, um voto [...] Pode o contrato de sociedade desviar-se dessa regra [...] proibindo que sejam contados votos acima de certo número, quando emitidos por um só acionista [...] mas não para accionistas determinados” (CORDEIRO, Antônio Menezes, loc. cit.).

acionária de determinada companhia ou ter papel estratégico em companhias cujas atividades possam afetar a segurança nacional ou determinado serviço público essencial, na medida em que podem garantir que nenhum acionista terá, isoladamente, por exemplo, poder de veto sobre certas matérias. O art. 110, §1º, não restringe que a limitação do voto se dê em função da natureza ou qualidade dos acionistas: se estrangeiro ou nacional, se pessoa física ou jurídica, se residente ou não no país, se se trata de investidor qualificado ou não, ou por quanto tempo o acionista é detentor da ação, por exemplo. A limitação do voto, portanto, pode se dar com base nesses critérios, desde que, contudo, haja razão para tanto, lastreada na defesa do interesse social e, principalmente, esses critérios não sejam utilizados apenas como forma de burlar a limitação do *caput* do art. 110.<sup>35</sup>

Em sentido semelhante, João F. B. Sartini et al. anotaram que “pode ser prevista limitação do número de votos em função da natureza ou da qualidade dos acionistas, desde que a regra, repita-se, seja aplicável indistintamente a todos os acionistas que preencham os requisitos estabelecidos nos documentos societários, concluindo trata-se o art. 110, §1º, da Lei nº 6.404/1976 [...] portanto, de regra que atinge o acionista, e não a ação”.<sup>36</sup>

À luz desse estudo, entende-se que a melhor interpretação da Lei nº 6.404/1976 sobre o tema vertente parece ser no sentido de que

---

35 ROBERT, Bruno. Direito de voto do acionista. In: COELHO, Fábio Ulhoa (Coord.). *Tratado de Direito Comercial*. São Paulo: Saraiva, 2015. v. 3, p. 238.

36 SARTINI, João F. B.; MACIEL, Rodrigo Tavares; LOPEZ, Victor S. M.; VENTURA, Paula Mainier. Comentários ao Direito de Voto das Ações Ordinárias e a Limitação do Número de Votos do art. 110, §1º, da Lei das S.A. In: HANSZMANN, Felipe (Org.). *Atualidades em direito societário*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2019. v. IV, p. 468.

o estabelecimento, no estatuto social, de diferentes limites ao número de votos, em função da qualificação de cada acionista, não viola o disposto em seu art. 109, §1º.

O art. 110, §1º, da Lei nº 6.404/1976 foi, portanto, concebido como exceção quanto à distribuição de direitos (sejam decorrentes da Lei ou do estatuto) nas companhias.

Enquanto a mencionada distribuição de direitos é realizada, como regra geral, em função da ação, o art. 110, §1º, da Lei nº 6.404/1976 relaciona-se com a pessoa do acionista. Assim é que tal dispositivo, ao referir-se a “cada acionista”, autoriza que a restrição do direito de voto recaia sobre o titular da ação, em função de suas características (e não apenas em razão da quantidade, espécie e/ou classe da ação que detém).

### **3.1. A limitação como instrumento útil para proteção de interesses: o caso da Embraer.**

A limitação ao número de votos de cada acionista pode ser utilizada como instrumento útil para desconcentração política em companhias abertas, sobretudo por aqueles que optem por pulverizar seu capital social e votante no mercado de valores mobiliários, na expectativa de se manter sem controlador definido.

Tal instrumento pode ser utilizado, ainda, como eficiente solução jurídica para proteção de terminados interesses sociais.

O estatuto social da Embraer S.A. constitui notável precedente nesse sentido. Tal estatuto estabelece diferentes limitações do número de votos para acionistas brasileiros e estrangeiros, nos seguintes termos:

Art. 4º. A organização e o funcionamento da Companhia obedecerão aos seguintes princípios:  
[...]

III. Nas deliberações da Assembleia Geral: a) nenhum acionista ou grupo de acionistas, brasileiro ou estrangeiro, poderá exercer votos em número superior a 5% do número de ações em que se dividir o capital social; e b) o conjunto dos acionistas e grupos de acionistas estrangeiros não poderá exercer votos em número superior a 2/3 do total de votos conferidos ao conjunto de acionistas brasileiros presentes;

[...]

Art. 14. Cada ação ordinária conferirá direito a um voto nas deliberações da Assembleia Geral, observados os seguintes limites:

I - nenhum acionista, ou Grupo de Acionistas, brasileiro ou estrangeiro, poderá exercer votos em número superior a 5% da quantidade de ações em que se dividir o capital social da Companhia;

II - o conjunto dos Acionistas Estrangeiros não poderá exercer, em cada reunião da Assembleia Geral, número de votos superior a 2/3 do total dos votos que puderem ser exercidos pelos Acionistas Brasileiros presentes.

Art. 15. Para efeito do disposto no inciso II do art. 14, após a instalação de cada Assembleia Geral:

I - serão apurados, com base na lista de presença, e divulgados pelo Presidente da Mesa (conforme estabelece o art. 22, § 3º abaixo), o número total de votos que podem ser exercidos pelos Acionistas Brasileiros e pelos Acionistas Estrangeiros presentes, observado o disposto nos incisos I e II do art. 14;

II - se o total dos votos dos Acionistas Estrangeiros exceder  $2/3$  (dois terços) dos votos que podem ser exercidos pelos Acionistas Brasileiros, o número de votos de cada Acionista Estrangeiro será reduzido proporcionalmente da porcentagem do excesso, de modo que o total dos votos de estrangeiros não supere o limite de 40% do total de votos que podem ser exercidos em tal Assembleia Geral.

Parágrafo 1º - No caso de Acionistas Estrangeiros e Grupos de Acionistas Estrangeiros, as limitações acima serão aplicadas conjunta e sucessivamente.<sup>37</sup>

A partir da leitura dos trechos acima selecionados do estatuto social da Embraer S.A., nota-se a existência de duas limitações ao número de votos dos acionistas: (i) uma geral, aplicável a todos os acionistas da companhia, indistintamente, limitando o número de votos de cada acionista ou grupo de acionistas a 5% da quantidade de ações em que se dividir o capital social da companhia; e (ii) uma específica, dirigida apenas aos acionistas estrangeiros da companhia, que não poderão exercer, “em cada reunião da Assembleia Geral, número de votos superior a  $2/3$  do total dos votos que puderem ser exercidos pelos Acionistas Brasileiros presentes”.

Os diferentes limites para o exercício do direito de voto por acionista constantes do estatuto social da Embraer S.A. foram introduzidos como forma de proteção de relevante interesse social, considerada a peculiaridade de sua atividade empresária. Buscou-se, assim, impedir que os acionistas estrangeiros da companhia exerçam votos em número superior a determinada fração dos votos dos acionistas

---

37 EMBRAER. Relações com Investidores. Governança. Estatuto Social. Disponível em: «<https://ri.embraer.com.br/show.aspx?idCanal=Kacx+BqjYTWzMKBRQu5Yg==>». Acesso em: 15 dez. 2020.



brasileiros, ampliando o poder decisório dos últimos em face dos primeiros.

Nesse cenário, é importante registrar que a Lei nº 8.031/1990, que criou a primeira versão do Programa Nacional de Desestatização – PND (até ser revogada em 1997 pela Lei nº 9.491), estabeleceu expressamente que “os processos de desestatização observarão [...] os seguintes preceitos: [...] IV - alienação de ações de empresas e pessoas físicas ou jurídicas estrangeiras não poderá exceder a 40% (quarenta por cento) do capital votante, salvo autorização legislativa, que determine percentual superior; [...]” (art. 13). Tal disposição constou do item 1.2 do Edital de Privatização da Embraer S.A., publicado no Diário Oficial da União em 4 de abril de 1994.

A diferenciação entre os limites do voto de acionistas brasileiros e estrangeiros no estatuto social da Embraer S.A. tem por objetivo, portanto, assegurar a observância do referido dispositivo de Lei (que também poderia ser assegurada de outras maneiras, como ocorreu em outras sociedades que integraram o PND), impedindo que acionistas estrangeiros tenham poder de votar com ações representativas de parcela do capital votante da companhia superior à detida por acionistas brasileiros.

Isso não quer dizer que o referido art. 14 da Lei nº 8.031/1990 seja uma exceção legal ao art. 109, §1º, da Lei nº 6.404/1976. Pelo contrário: em seu estatuto social, a Embraer utiliza-se corretamente de instituto previsto na Lei Societária (a possibilidade de limitação de direito de voto de determinados acionistas nos termos do art. 110, §1º) para atingir, com sucesso, o objetivo pretendido pela Lei do PND (impedir que acionistas estrangeiros possam votar com ações representativas de mais de 40% do capital social da companhia privatizada) sem ter que limitar diretamente o número de ações de emissão da Embraer que estrangeiros podem adquirir.

Limita-se, assim, o exercício do direito de voto, para não ter que limitar a propriedade.

Portanto, no caso da Embraer S.A., foram estabelecidos limites que impactam de forma diversa acionistas brasileiros e estrangeiros detentores de ações de mesma espécie e classe (ações ordinárias), sem que haja qualquer violação à Lei nº 6.404/1976 resultante dessa disposição estatutária.

Em conclusão, há que se interpretar sistematicamente o disposto no mencionado art. 110, §1º, assegurando-lhe o alcance coerente e coordenado com o conjunto normativo da Lei Societária, que distingue, por exceção, sua projeção à pessoa do acionista, e não à propriedade da ação.

### **3.2. Necessidade de adoção de critérios de distinção objetivos e em consonância com o interesse social.**

À luz do acima exposto, resta claro que a opinião no sentido de que a Lei nº 6.404/1976 possibilita a limitação do exercício do direito de voto em função da pessoa do acionista (e não da classe da ação por ele detida) tem fundamento na própria interpretação do texto da Lei Societária, em posições doutrinárias e no precedente da Embraer S.A., que há décadas limita estatutariamente o voto de acionistas estrangeiros, ainda que detentores de ações da mesma classe da acionistas brasileiros.

A despeito desse entendimento, cabe deixar registrado que não é qualquer tipo de limitação do direito de voto baseado na pessoa do acionista que será admitida pela Lei nº 6.404/1976.

Por óbvio, limitações direcionadas a acionistas previamente determinados não se coadunarão com o que prevê a Lei Societária. Não pode, por exemplo, o estatuto social conter previsão no sentido de que um determinado acionista nele nominado terá seu direito de voto em assembleias gerais limitado.

As limitações impostas pelo estatuto social deverão ser fundadas em critérios objetivos e universais, dirigidos a todos os acionistas

de determinada companhia, atuais ou futuros, que se enquadrem na situação que dá ensejo à restrição. Adicionalmente, o critério em questão deve ser convergente com o interesse social da companhia.<sup>38</sup>

Veja-se que esse é justamente o caso da Embraer S.A. acima comentado, em que a limitação está prevista no estatuto social da companhia e é direcionada a todos os seus acionistas estrangeiros, atuais e futuros (critério objetivo e universal). Ao mesmo tempo, considerando a importância estratégica da atividade desenvolvida pela Embraer S.A. para o Brasil, tem-se que o critério de limitação proposto se coaduna com o interesse social da companhia (considerando que todos os concorrentes da Embraer S.A. são estrangeiros).

Sem dúvidas, a nacionalidade do acionista não consiste no único critério distintivo permitido para limitar o exercício do direito de voto para cada acionista. Outros critérios devem ser admitidos, desde que observada sua objetividade, universalidade e relevância para o interesse social.

Um outro critério adequado que pode ser vislumbrado consiste na limitação do exercício do direito de voto de acionistas que exerçam atividades que sejam ou possam ser consideradas concorrentes às atividades desenvolvidas pela companhia da qual eles detêm ações.

Em um dos poucos trabalhos acadêmicos dedicados à figura do “acionista concorrente”, Vitor Biccias Massoli elenca algumas estratégias que podem ser adotadas para “impedir ou dificultar a partici-

---

38 O conceito de “interesse social” está longe de ser pacífico no Direito brasileiro. Para um detalhamento acerca das discussões a respeito do interesse social, cf. SALOMÃO FILHO, Calixto. Interesse social: a nova concepção. In: \_\_\_\_\_. O Novo Direito Societário. 4. ed. São Paulo: Malheiros, 2006; NOVAES FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e. Conflito de Interesses nas Assembleias de S.A. (e outros escritos sobre conflito de interesses). 2. ed. São Paulo: Malheiros, 2014; e FRAZÃO, Ana. Qual deve ser o interesse das companhias? Jota, 27 mar. 2019. Disponível em: <[https://www.jota.info/paywall?redirect\\_to//www.jota.info/opinio-e-analise/colunas/constituicao-empresa-e-mercado/qual-deve-ser-o-interesse-social-das-companhias-27032019](https://www.jota.info/paywall?redirect_to//www.jota.info/opinio-e-analise/colunas/constituicao-empresa-e-mercado/qual-deve-ser-o-interesse-social-das-companhias-27032019)>. Acesso em: 15 dez. 2020.

pação de acionistas concorrentes na assembleia geral das sociedades anônimas”, inclusive “cláusulas restritivas do estatuto social”.<sup>39</sup>

Assim, nada impede que a companhia adote medidas fundamentadas na Lei Societária para proteger seu interesse social em face do “acionista concorrente”. Desde que estabelecida de forma objetiva e universal, a limitação do número de votos a que se refere o art. 110, §1º, da Lei das S.A. constitui legítimo mecanismo de proteção do interesse social, à vista das potenciais adversidades causadas por concorrentes, em proveito próprio.

### **3.3. A limitação do art. 110, §1º, da Lei Societária não se confunde com situações de conflito de interesses.**

Finalmente, poder-se-ia argumentar que o estabelecimento de limitação ao exercício do direito de voto dirigido ao acionista que possua determinadas características, ainda que no melhor interesse da companhia, consistiria em um controle prévio e abstrato de situações de conflito de interesses envolvendo tal acionista.

E que, para essas situações de conflito de interesses, a Lei nº 6.404/1976 já conteria solução específica, prevista no §1º de seu art. 115.<sup>40</sup>

---

39 MASSOLI, Vitor Bicas. *O acionista concorrente na assembleia geral*. Dissertação. Universidade FUMEC, Faculdade de Ciências Humanas, Sociais e da Saúde. Mestrado em Direito. Belo Horizonte, 2016. p. 75-86.

40 “Art. 115. O acionista deve exercer o direito a voto no interesse da companhia; considerar-se-á abusivo o voto exercido com o fim de causar dano à companhia ou a outros acionistas, ou de obter, para si ou para outrem, vantagem a que não faz jus e de que resulte, ou possa resultar, prejuízo para a companhia ou para outros acionistas. § 1º. O acionista não poderá votar nas deliberações da assembléia-geral relativas ao laudo de avaliação de bens com que concorrer para a formação do capital social e à aprovação de suas contas como administrador, nem em quaisquer outras que puderem beneficiá-lo de modo particular, ou em que tiver interesse conflitante com o da companhia.”

De acordo com os ensinamentos de Modesto Carvalhosa, o conflito de interesses ocorre quando, na relação entre acionista e companhia, verifica-se um contraste entre o interesse de um e de outra,<sup>41</sup> o que, na prática, pode se dar de diversas maneiras. Não se confunde com o benefício particular de determinado acionista mencionado no mesmo art. 115, §1º, que diz respeito à relação entre um acionista (ou grupo de acionistas) e os demais (não necessariamente envolvendo a companhia).<sup>42</sup>

Sem prejuízo da polêmica discussão sobre a forma de aplicação das regras societárias sobre conflito de interesses – se teria natureza formal, consistindo em uma proibição prévia de exercício de voto por acionista em potencial conflito; ou se teriam natureza substancial, de modo que o conflito somente poderia ser constatado *a posteriori*<sup>43</sup> – entende-se que a limitação ao número de votos de cada

---

41 CARVALHOSA, op. cit., p. 564.

42 CARVALHOSA, loc. cit.

43 Desde o conhecido “Caso Tractabel” (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo Administrativo nº RJ2009/13179. Relator: Dir. Alessandro Broedel Lopes. Data de julgamento: 9 set. 2010), o Colegiado da CVM vinha se posicionando no sentido de que a regra geral sobre conflito de interesses da parte final do art. 115, §1º, da Lei nº 6.404/1976, deveria ser interpretada como hipótese de conflito formal, impedindo o exercício do direito de voto do acionista em análise *a priori* (por exemplo, cf. BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo Administrativo nº RJ2014/591. Relator: Dir. Roberto Tadeu Antunes Fernandes. Data de julgamento: 12 jun. 2016). Contudo, em decisão do Colegiado proferida em 13 nov. 2020, alguns Diretores da CVM se posicionaram no sentido de que deveria prevalecer o conflito substancial na interpretação do mencionado dispositivo de Lei, como o ex-Diretor Gustavo Gonzalez e o Diretor Alexandre Costa Rangel. Em seu voto, o Presidente da CVM, Marcelo Barbosa, foi categórico ao afirmar que não possível apontar uma linha sobre essa matéria à qual o Colegiado tenha se filiado, nos seguintes termos: “Não cabe, nesta oportunidade, uma análise mais extensa a respeito de todos os aspectos relacionados ao §1º do art. 115 da Lei nº 6.404/1976. Como indicado no Relatório, o histórico de decisões deste Colegiado a respeito dos temas não permite identificar a permanência, por período de tempo relevante, de entendimento majoritário em torno de uma linha de pensamento. Essa falta de estabilidade desautoriza, a meu ver, o entendimento, algumas vezes manifestado em meios de comunicação e mesmo em estudos acadêmicos, de que este Colegiado teria se filiado a qualquer das teses defendidas. Obviamente, houve a formação de maiorias em oportunidades em que foram necessárias deliberações sobre casos concretos. Contudo, o exame mais detido dos precedentes

acionista, tal como autorizada pelo art. 110, §1º, da Lei Societária, em nada se confunde com a hipótese de impedimento ao exercício do direito de voto a que se refere o art. 115, §1º, da mesma Lei, caso seja identificado interesse conflitante entre o acionista e a companhia.

Em primeiro lugar, nota-se que o art. 110, §1º, da Lei nº 6.404/1976 é de aplicação facultativa (i.e., a limitação do número de votos pode ser prevista no estatuto social da companhia quando se julgar adequado) e funciona como instrumento para proteção de interesses sociais relevantes, incluindo a desconcentração política e o incentivo à pulverização do capital social e votante no mercado,<sup>44</sup> bem como o prestígio e a proteção do interesse e das atividades da companhia de acionistas que detenham determinadas características.

Por sua vez, o art. 115, §1º, da Lei nº 6.404/1976 dispõe sobre situação diversa, na qual o acionista não poderá votar nas deliberações quando efetivamente tiver interesse conflitante com o da companhia ou, ainda, quando houver presunção da existência de tal interesse conflitante.

Nessas hipóteses, haverá verdadeira vedação legal (e não uma limitação meramente estatutária e facultativa) imposta ao acionista cujo interesse for conflitante ao da sociedade, como bem analisado pela doutrina.<sup>45</sup> Tal proibição se aplicará independentemente do número de ações detidas pelo acionista, esteja, ou não, seu direito de voto limitado nos termos do art. 110, §1º, da Lei das S.A.

A regra do art. 115, §1º, da Lei das S.A. é de observância obrigatória e não pode ser afastada pelo estatuto social. A verificação do conflito de interesses poderá ocorrer previamente à deliberação (caso

---

revela a ausência de uma linha que tenha se mantido íntegra por tempo suficiente para que seja considerada um entendimento dominante para fins de registro histórico" (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo Administrativo nº 19957.005563/2020-75. Manifestação de Voto do Pres. Marcelo Barbosa. Data de julgamento: 13 nov. 2020).

44 EIZIRIK, op. cit., p. 181.

45 Ibidem, p. 655-664; REGO, op. cit., p. 301.

se entenda que o conflito deve ser caracterizado sob o prisma formal, em análise *ex ante*) ou posteriormente, a partir de uma análise substancial da situação alegadamente conflitante. Em qualquer hipótese, verificado o conflito, há efetiva e vinculante proibição de votar.<sup>46</sup>

Acrescente-se que a limitação fundada no §1º do art. 110 pode se aplicar, genericamente, a qualquer deliberação da qual participe o acionista que se enquadre nas características que ensejaram sua instituição. Já o impedimento do §1º do art. 115 incide, pontualmente, apenas em relação à matéria em que se constatar o conflito.

Em resumo, a limitação ao número de votos de cada acionista em nada se confunde com o impedimento do exercício de voto aplicável ao acionista que tiver interesse conflitante com os da companhia em determinadas deliberações. Tratam-se ambos de institutos destinados à proteção de interesses da companhia, mas absolutamente distintos e que não se sobrepõem.

## **Conclusões.**

A partir de todo o acima apresentado, pode-se concluir, em primeiro lugar, que o voto não é direito essencial do acionista, podendo ser objeto de limitação pelo estatuto social da companhia sem que haja ofensa ao art. 109 da Lei nº 6.404/1976, observados os preceitos legais e, conforme o caso, a regulação aplicável.

Uma das principais formas de limitação do exercício do direito de voto encontra-se autorizada pelo art. 110, §1º, da Lei nº 6.404/1976. Tal limitação, caso estabelecida no estatuto social da companhia, incide sobre o exercício do direito de voto de tal forma que o número máximo de votos de cada acionista fique adstrito a

---

46 No caso de se considerar que o conflito de interesses é de natureza substancial, a vedação também existe e deve ser buscada posteriormente, a partir da anulação do voto proferido de forma irregular.

determinado limite, ainda que seja titular de ações em número superior ao limite imposto.

Nesse cenário, a questão central enfrentada neste trabalho refere-se à aparente contradição que haveria entre o art. 110, §1º, e o art. 109, §1º, ambos da Lei nº 6.404/1976. Enquanto o primeiro não estabelece qualquer ressalva a respeito do alcance da limitação ao número de votos de cada acionista; o segundo impõe a igualdade de direitos exurgidos de ações de mesma classe.

Sem desconsiderar posicionamentos doutrinários em sentido diverso, os autores deste trabalho entendem que acionistas titulares de ações de igual classe poderiam ser enquadrados em critérios diversos de limitação ao exercício do direito de voto. Para sustentar esse entendimento, cabe reiterar os seguintes argumentos detalhados ao longo deste trabalho:

- a) por força de política legislativa, o direito de voto não foi (propositalmente) incluído nos incisos do *caput* do art. 109 da Lei nº 6.404/1976, sendo expurgado do regime jurídico estabelecido em tal dispositivo, no qual se insere a vedação de exclusão estatutária ou assemblear (*caput*) e a igualdade que deve nortear ações de cada classe (§1º);
- b) a melhor interpretação da Lei Societária parece ser na linha de não subordinar os comandos normativos do art. 110 e seus parágrafos (inseridos na Seção II do Capítulo X da Lei) às regras aplicáveis aos direitos essenciais que se encontram previstos no art. 109 e seus parágrafos (inseridos em outra Seção: a Seção III do mesmo Capítulo da Lei nº 6.404/1976). Nessa mesma ordem de ideias, o §1º do art. 109 da Lei nº 6.404/1976 não deve ser interpretado de forma dissociada de seu *caput*, aplicando-se estritamente aos direitos essenciais ali contemplados;
- c) a restrição prevista no art. 110, §1º, da Lei nº 6.404/1976 relaciona-se com a pessoa do acionista. Ao dispor que “o es-



tatuto pode estabelecer limitação ao número de votos de cada acionista”, o dispositivo legal em análise autoriza que a restrição do direito de voto recaia sobre o titular da ação, independentemente de sua quantidade, espécie ou classe. Permite-se, dessa forma, o estabelecimento de diferentes limites ao número de votos para os acionistas, em função de suas distintas características; e

- d) quando admitia que as ações adotassem a forma ao portador, a Lei nº 6.404/1976 retirava de seus titulares o direito de voto (ainda que tais ações ao portador fossem de mesma espécie ou classe de outras mantidas sob a forma nominativa ou endossável). Apenas com a conversão da forma da ação ao portador em nominativa ou endossável o direito de voto seria readquirido (sem qualquer alteração na espécie ou classe da ação em questão).

Nessa linha, o art. 110, §1º, da Lei nº 6.404/1976 foi concebido como exceção quanto à distribuição de direitos (sejam decorrentes da Lei ou do estatuto) nas companhias.

Enquanto a mencionada distribuição de direitos é realizada, como regra geral, em função da ação, o art. 110, §1º, da Lei nº 6.404/1976 relaciona-se com a pessoa do acionista. Assim é que tal dispositivo, ao referir-se a “cada acionista”, autoriza que a restrição do direito de voto recaia sobre o titular da ação, em função de suas características (e não apenas em razão da quantidade, espécie e/ou classe da ação que detém).

O estatuto social da Embraer S.A. constitui notável precedente sobre esse tema, em que foram estabelecidos limites que impactam de forma diversa acionistas brasileiros e estrangeiros detentores de ações de mesma espécie e classe (ações ordinárias), sem que haja qualquer violação à Lei nº 6.404/1976 resultante dessa disposição estatutária.

Sem prejuízo dessa conclusão, não é qualquer tipo de limitação do direito de voto baseado na pessoa do acionista que será admitida pela Lei nº 6.404/1976. Por óbvio, limitações direcionadas a acionistas previamente determinados não se coadunarão com o que prevê a Lei Societária. Não pode, por exemplo, o estatuto social conter previsão no sentido de que um determinado acionista nele nominado terá seu direito de voto em assembleias gerais limitado.

As limitações impostas pelo estatuto social deverão ser fundadas em critérios objetivos e universais, dirigidos a todos os acionistas de determinada companhia, atuais ou futuros, que se enquadrem na situação que dá ensejo à restrição. Adicionalmente, o critério em questão deve ser convergente com o interesse social da companhia.

Em uma palavra: o art. 110, §1º, da Lei nº 6.404/1976 autoriza que a restrição do direito de voto recaia sobre o titular da ação, independentemente de sua quantidade, espécie ou classe, permitindo, dessa forma, que sejam fixados diferentes limites ao número de votos para os acionistas, desde que os critérios de diferenciação sejam objetivos, universais e fundamentados no interesse social.