

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO  
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS E ECONÔMICAS  
FACULDADE NACIONAL DE DIREITO**

***VOTING CAPS E GOLDEN SHARES*  
EM COMPANHIAS DESESTATIZADAS**

**ALISSA ISHAKEWITSCH**

**Rio de Janeiro**

**2024**

**ALISSA ISHAKEWITSCH**

***VOTING CAPS E GOLDEN SHARES***  
**EM COMPANHIAS DESESTATIZADAS**

Monografia de final de curso, elaborada no âmbito da graduação em Direito da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como pré-requisito para obtenção do grau de bacharel em Direito, sob a orientação do **Professor Dr. Enzo Baiocchi**.

**Rio de Janeiro**

**2024**

**ALISSA ISHAKEWITSCH**

***VOTING CAPS E GOLDEN SHARES***  
**EM COMPANHIAS DESESTATIZADAS**

Monografia de final de curso, elaborada no âmbito da graduação em Direito da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como pré-requisito para obtenção do grau de bacharel em Direito, sob a orientação do **Professor Dr. Enzo Baiocchi**.

Data da Aprovação: 01/07/2024.

Banca Examinadora:

---

Prof. Dr. Enzo Baiocchi

---

Prof. Dr. João Marcelo de Lima Assafim

**Rio de Janeiro**

**2024**

## CIP - Catalogação na Publicação

I79v Ishakewitsch, Alissa  
Voting Caps e Golden Shares em Companhias  
Desestatizadas / Alissa Ishakewitsch. -- Rio de  
Janeiro, 2024.  
78 f.

Orientador: Enzo Baiocchi.  
Trabalho de conclusão de curso (graduação) -  
Universidade Federal do Rio de Janeiro, Faculdade  
Nacional de Direito, Bacharel em Direito, 2024.

1. Direito Societário. 2. Mercado de Capitais.  
3. Direito de Voto. I. Baiocchi, Enzo, orient. II.  
Título.

## AGRADECIMENTOS

Ao decidir a universidade em que eu cursaria a graduação em Direito, além de buscar, naturalmente, uma instituição de excelência acadêmica, valorizei, especialmente, a escolha de um ambiente que potencializasse a minha curiosidade e que servisse de fonte de inspiração e motivação na minha jornada pessoal, acadêmica e profissional. Visitei os *campi* das principais faculdades de Direito do Rio de Janeiro, mas nenhuma me conquistou como a Nacional. A conexão que senti com o Palácio Conde dos Arcos foi determinante para o meu ingresso na Faculdade Nacional de Direito, e atribuo isso ao êxtase que senti ao pisar pela primeira vez na Biblioteca Carvalho de Mendonça. Seria ultrajante comparar a qualquer outro o sentimento de pertencer à maior do Brasil, e eu sou imensamente grata ao ambiente que me foi proporcionado.

Estudar na Nacional significou atravessar uma ponte. O movimento pendular de Niterói ao Rio de Janeiro, embora cansativo, foi uma das minhas partes favoritas dessa jornada. No entanto, muito mais do que uma distância física, estudar na Nacional também representou a travessia de uma ponte simbólica. Estudar em outra cidade expandiu meus horizontes e me possibilitou conhecer pessoas brilhantes, com opiniões e histórias diversas, que se mostraram ser amigos fiéis. João Gabriel Moraes, Rodrigo da Rosa, Isadora Merli, João Ricardo Dias e Maria Eduarda Lessi, sem vocês esse trajeto não teria tantos risos. Agradeço do fundo do meu coração por todos os abraços, sorrisos, conselhos e puxões de orelha; por tornarem os trabalhos em grupo menos caóticos; por sobreviverem comigo o Núcleo de Prática Jurídica; por não hesitarem em discordar de mim; por me apoiarem e me incentivarem; por serem vocês mesmos; enfim, por dividirem comigo as alegrias e as dificuldades dessa caminhada. É uma honra poder chamá-los de amigos. Vocês me inspiram a ser melhor, a ser um pouquinho mais como vocês.

A Nacional também me permitiu conhecer profissionais incríveis, que extraíram o melhor de mim, me motivando e incentivando na busca por conhecimento. Agradeço especialmente ao Prof. Dr. Siddharta Legale, ao Prof. Dr. Enzo Baiocchi, à Prof.<sup>a</sup> Dr.<sup>a</sup> Maria Francisca de Miranda Coutinho e ao Prof. Dr. Fábio Shecaira.

Agradeço ao Prof. Dr. Siddharta Legale pela confiança que depositou em mim durante os anos em que fui monitora voluntária de Direito Constitucional I e II e que fui extensionista da Clínica Interamericana de Direitos Humanos, bem como pelos infindáveis momentos de aconselhamento e orientação acadêmica ao longo da graduação, sem os quais o trabalho de escrever esta monografia seria muito mais árduo.

Agradeço ao Prof. Dr. Enzo Baiocchi, que fez despertar em mim a paixão por Direito Comercial, apresentando caminhos acadêmicos que eram, por mim, antes desconhecidos, bem

como pela confiança de que eu conseguiria entregar um trabalho à altura de sua orientação. Seus conselhos, observações, advertências, sugestões e franqueza foram cruciais para que eu me mantivesse realista na persecução de meus objetivos.

Agradeço à Prof.<sup>a</sup> Dr.<sup>a</sup> Maria Francisca de Miranda Coutinho por ter instigado a minha busca por conhecimento, sempre sanando as minhas dúvidas com muita atenção e paciência e crendo que nenhuma indicação de leitura seria um desperdício, mesmo que, enquanto caloura, ainda houvesse muitas lacunas a serem preenchidas.

Agradeço ao Prof. Dr. Fábio Shecaira por ter provocado em mim o interesse por Teoria do Direito, mudando a forma como enxergo o mundo, além de ter estimulado as minhas indagações, muitas vezes me deixando com mais perguntas do que respostas.

Além disso, essa jornada não teria sido possível sem o apoio dos meus pais, Eduard e Helida, que confiaram na minha capacidade de tomar minhas próprias decisões, provendo-me a segurança de ter sempre um lugar para voltar. Agradeço, ainda, ao meu grande amigo e confidente Eduardo Gavina por seu apoio, sobretudo nos momentos mais difíceis, e por sempre conseguir me tirar uma risada nas situações mais inesperadas. Agradeço também ao meu namorado Andre Schlaepfer pela parceria, companhia e paciência, bem como pelos momentos de lazer e de descanso que foram essenciais para manter o equilíbrio entre vida acadêmica e pessoal. É um prazer brindar a vida com você – Prost! Por fim, agradeço a companhia da Katarina e da Mia, que tornaram as sessões de escrita desta Monografia mais agradáveis com seu carinho, miados e tentativas de coautoria.

## RESUMO

O presente estudo tem por objetivo desenvolver uma análise acerca dos mecanismos de limitação da proporcionalidade, utilizados como forma de mitigar os conflitos de agência que ocorrem no interior das companhias. Destacam-se, especialmente, os *voting caps* e a *golden share*, bem como o seu emprego em estatutos sociais de companhias desestatizadas. Diante disso, discutem-se os aspectos gerais do direito de voto, o princípio da proporcionalidade e as exceções admitidas a essa regra geral. Após, abordam-se as principais características dos mecanismos de limitação da proporcionalidade, introduzindo o gênero do qual os *voting caps* e as *golden shares* são espécie. Nesse ponto, examina-se a aplicação mitigada de certos princípios de direito societário pela adoção de tais mecanismos. Posteriormente, discorre-se sobre as particularidades desses institutos, traçando-se um panorama histórico, bem como sobre a legislação pertinente ao tema. Enfatiza-se a importância desses mecanismos na proteção dos acionistas minoritários, embora não seja consenso na doutrina. Por fim, realiza-se estudo de caso de companhias brasileiras recém-desestatizadas que adotaram mecanismos de limitação da proporcionalidade e as controvérsias jurídicas que as envolvem. Esta análise visa a contribuir para a esquematização dos mecanismos de limitação da proporcionalidade, delineando-se seus aspectos gerais, seu histórico no Brasil e a legislação pertinente à temática, observando sua aplicação, particularmente, no contexto de conflitos de agência em companhias desestatizadas.

Palavras-chave: direito de voto; conflito de agência; princípio do *one share-one vote*; *voting caps*; *golden share*; companhias desestatizadas.

## ABSTRACT

This study aims to analyse the proportionality-limiting measures, which are employed to mitigate the principal-agent problem that occurs within companies. Particularly, the voting caps and the golden shares are highlighted, as well as their use in corporate charters of privatized companies. This research discusses the main aspects of voting rights, the one share-one vote principle and the exceptions to this general rule. The main characteristics of proportionality-limiting measures are then addressed, introducing the genus of which voting caps and golden shares are a species. At this point, the mitigation of certain principles of corporate law as a result of the adoption of such mechanisms is examined. Subsequently, this study approaches the particularities of these institutes, providing a historical overview, as well as the relevant legislation on this subject. The importance of these mechanisms in protecting minority shareholders is emphasized, although the doctrine is not unanimous on this. Finally, there are two case studies of recently privatized Brazilian companies that have adopted proportionality-limiting measures, and the legal controversies surrounding them. This analysis aims to contribute to the outline of proportionality-limiting measures, describing their general aspects, their history in Brazil and the relevant legislation on this topic, examining their application, particularly in the context of agency conflicts in privatized companies.

Keywords: voting rights; principal-agent problem; one share-one vote principle; voting caps; golden share; privatized companies.

## LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ADI	Ação Direta de Inconstitucionalidade
ed.	edição.
<i>et al.</i>	<i>et alii</i> , em Latim; e outros, em Português.
cap.	capítulo.
<i>Cf.</i>	<i>conferre</i> , em Latim; confira ou confronte, em Português.
<i>ibid.</i>	<i>ibidem</i> , em Latim; no mesmo lugar, em Português.
<i>loc. cit.</i>	<i>loco citato</i> , em Latim; no lugar citado, em Português.
n°	número.
OCDE	Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico.
<i>op. cit.</i>	<i>opere citato</i> , em Latim; na obra citada, em Português.
p.	página.
PND	Programa Nacional de Desestatização
pt.	parte.
seç.	seção.
<i>sic</i>	<i>sic erat scriptum</i> , em Latim; assim estava escrito, em Português.
t.	tomo.
v.	volume.

## SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	11
Apresentação do tema e formulação do problema de pesquisa .....	11
Justificativa.....	11
Objetivos.....	12
Metodologia.....	13
Roteiro por capítulo .....	13
1.    DIREITO DE VOTO.....	15
1.1    Aspectos gerais .....	15
1.2 <i>Ownership vs. control</i> .....	18
1.3 <i>One share-one vote</i> .....	21
2.    LIMITAÇÃO AO DIREITO DE VOTO.....	24
2.1    Aspectos gerais .....	24
2.2    Breve histórico no Brasil .....	27
2.3    Objetivos de sua adoção .....	37
3. <i>GOLDEN SHARE</i> .....	41
3.1    Aspectos gerais .....	41
3.2    Breve histórico no Brasil .....	50
4.    ESTUDO DE CASO .....	57
4.1    Aspectos gerais .....	57
4.2    Eletrobras.....	57
4.3    Copel.....	63
CONCLUSÃO.....	69
REFERÊNCIAS .....	70

## INTRODUÇÃO

### **Apresentação do tema e formulação do problema de pesquisa**

Com as recentes privatizações de companhias do ramo de energia, a tensão entre os acionistas e o ente desestatizante ocupou lugar de destaque. Como forma de mitigá-la e de garantir o sucesso dos processos de desestatização, foram estabelecidos, nos estatutos sociais, mecanismos de limitação da proporcionalidade, que são, em linhas gerais, instrumentos que divergem do paradigma de correspondência entre os direitos políticos e os direitos econômicos dos acionistas. Particularmente, empregaram-se *voting caps* e *golden shares*.

Contudo, sua utilização foi questionada no caso concreto, havendo sido propostas ações diretas de inconstitucionalidade contra os dispositivos das leis de regência das privatizações que estabeleceram a instituição de tais mecanismos de limitação da proporcionalidade nos respectivos estatutos sociais.

Ao longo deste trabalho, expõem-se conceitos fundamentais para se discutir a aplicação dos mecanismos de limitação da proporcionalidade, tais como poder de controle, conflito de agência, direito de voto, princípio do *one share-one vote* e elementos nucleares do tipo sociedade anônima. Em específico, evidenciam-se os *voting caps* e as *golden shares*, visto que as controvérsias jurídicas correntes envolvem, sobretudo, a aplicação prática desses institutos.

Diante disso, este trabalho se propõe a organizar os aspectos gerais e a evolução histórica desses mecanismos no Brasil, de modo a esclarecer suas origens e seus objetivos. Ainda, espera-se demonstrar sua versatilidade e sua utilidade fora do contexto de privatizações. Para isso, é necessária análise histórica da legislação societária brasileira, visto que os primeiros registros de estatutos sociais que aplicaram tais medidas remontam a 1849. Além disso, a doutrina estrangeira serve como suporte, apresentando outros pontos de vista sobre o assunto.

### **Justificativa**

O presente tema demonstra-se relevante na medida em que os mecanismos de limitação da proporcionalidade são ferramenta útil na mitigação dos conflitos de agência que ocorrem no interior das companhias, inclusive em circunstâncias alheias à privatização. Além disso, é um

tema atual, pois foram empregados no estatuto social de companhias recém-desestatizadas e, em seguida, tiveram sua constitucionalidade questionada no caso concreto.

Considerando o interesse dos acionistas que subscreveram ações durante as ofertas públicas que culminaram na privatização dessas companhias, bem como o interesse do mercado financeiro como um todo, que conta com a segurança jurídica e com o comprometimento do Estado aos termos fixados nas legislações desestatizantes para realizar seus investimentos, a discussão envolvendo as tensões entre os acionistas e o ente desestatizante, a defesa dos direitos dos acionistas minoritários e a aplicação de mecanismos de limitação da proporcionalidade adquirem destaque. Nesse sentido, a escolha deste tema justifica-se por sua relação com o desenvolvimento de um cenário propício ao investimento no Brasil.

## **Objetivos**

Este trabalho tem por objetivo desenvolver uma análise acerca dos mecanismos de limitação da proporcionalidade, utilizados como forma de mitigar os conflitos de agência que ocorrem no interior das companhias. Para isso, abordam-se as suas origens, o seu histórico no Brasil e a sua aplicabilidade, bem como se examinam dois casos de companhias brasileiras recém-privatizadas que adotaram tais instrumentos.

Com vistas a contextualizar o tema, aborda-se, inicialmente, o direito de voto, discorrendo, principalmente, sobre as limitações ao seu exercício. Além disso, são apresentados conceitos fundamentais para a compreensão do tema, como tipos e classes de ação, poder de controle e seus tipos, conflitos de agência e direitos políticos e econômicos do acionista.

Em seguida, examinam-se o princípio da proporcionalidade e seus mecanismos de limitação, destacando-se os *voting caps*, a legislação societária relevante sobre esse tema e os objetivos de sua adoção. Posteriormente, evidencia-se a *golden share* e a legislação que a disciplina, justificando-se a sua licitude e a sua compatibilidade com as normas de direito societário, bem como abordando seu uso no contexto de privatizações.

Finalmente, com vistas a examinar sua utilização prática, analisam-se casos de companhias brasileiras recém-desestatizadas que adotaram mecanismos de limitação da proporcionalidade e as controvérsias jurídicas que as envolvem.

## **Metodologia**

A elaboração deste trabalho deu-se a partir do método de pesquisa bibliográfica, consistindo em um estudo sistematizado de conteúdo pertinente ao tema, publicado em teses, artigos, livros, revistas, publicações e sites especializados.

Além disso, realizou-se pesquisa documental em legislação, bem como um estudo de direito comparado, visando a avaliar as origens dos mecanismos de limitação da proporcionalidade e a verificar como se deram a sua disciplina e o seu desenvolvimento no direito brasileiro.

Analisaram-se, ainda, casos emblemáticos acerca da aplicação de tais instrumentos, em especial as privatizações da Centrais Elétricas Brasileiras S.A. – Eletrobras (“Eletrobras”) e da Companhia Paranaense de Energia – Copel (“Copel”).

## **Roteiro por capítulo**

Tendo em vista seus objetivos, este trabalho organiza-se conforme exposto a seguir. Em seu primeiro capítulo, estrutura-se a base para o desenvolvimento do tema. Com esse propósito, discutem-se os aspectos gerais do direito de voto, contrastando-o com os direitos essenciais dos acionistas. Nesse contexto, abordam-se suas hipóteses de limitação, restrição e suspensão, bem como os tipos e classes de ações. Em seguida, trata-se dos direitos políticos e econômicos dos acionistas, do princípio da proporcionalidade e das exceções admitidas a essa regra geral.

Após apresentar os conceitos fundamentais, no segundo capítulo, abordam-se os aspectos gerais dos mecanismos de limitação da proporcionalidade, introduzindo o gênero do qual os *voting caps* e as *golden shares* são espécie. Nesse tópico, trata-se especificamente dos *voting caps*, discorrendo-se sobre seu histórico no Brasil. Destaca-se, também, a legislação pertinente e os principais objetivos de sua adoção, que se relacionam com o próprio surgimento do instituto. Enfatiza-se sua importância na proteção dos acionistas minoritários, embora não seja consenso na doutrina.

No terceiro capítulo, o realce é feito às *golden shares*. Trata-se de seus aspectos gerais e de suas origens, bem como se justifica a sua licitude à luz das normas de direito societário. Ainda, introduz-se o contexto das privatizações, que se conecta com o desenvolvimento do instituto. Comenta-se, também, a legislação pertinente ao tema.

Por fim, no quarto capítulo, realiza-se estudo de caso das companhias abertas recém-privatizadas selecionadas – Eletrobras e Copel –, concentrando-se em debater a aplicação dos mecanismos de limitação da proporcionalidade. Além disso, apresentam-se as controvérsias jurídicas que envolvem as companhias, especialmente as ADIs nº 7.385 e 7.408.

# 1. DIREITO DE VOTO

## 1.1 Aspectos gerais

O direito de voto enquadra-se no conceito de direitos políticos, ou extrapatrimoniais, dos acionistas, que “são todos aqueles que não revestem [...] incidência patrimonial direta”<sup>1</sup>. Complementarmente, têm-se os direitos patrimoniais, ou econômicos, que se referem “a uma pretensão do sócio perante a sociedade com uma incidência patrimonial direta, ou seja, a uma pretensão do sócio perante a sociedade com natureza pecuniária ou que se reflita numa prestação em espécie”<sup>2</sup>. Tendo em vista essa definição, embora o direito de voto não tenha uma incidência patrimonial direta, o seu exercício visa a otimizar as vantagens patrimoniais que resultam da posição de acionista.<sup>3</sup>

Os incisos do artigo 109 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (“Lei das Sociedades por Ações”)<sup>4</sup>, estabelecem rol taxativo de direitos essenciais do acionista, isto é, aqueles dos quais o acionista não pode ser privado nem pelo estatuto social, nem pela assembleia geral. Tendo em vista que o direito de voto não está incluído nesse rol, trata-se de um direito não essencial<sup>5-6</sup>, sendo possível, pois, instituírem-se limitações e restrições ao seu exercício.

Distingue-se o direito de voto do direito de participar da assembleia geral e de discutir a matéria em pauta, que é garantido a todos os acionistas – inclusive àqueles que não detenham

---

<sup>1</sup> PEREIRA, Jorge Brito. *Voting caps e OPA obrigatória*. In: CASTRO, Carlos Osório de (coord.). **Estudos em Honra de João Soares da Silva**. Coimbra: Almedina, 2021. p. 647.

<sup>2</sup> *Ibid.*, p. 647.

<sup>3</sup> *Ibid.*, *loc. cit.*

<sup>4</sup> Lê-se o dispositivo: “Art. 109. Nem o estatuto social nem a assembléia-geral poderão privar o acionista dos direitos de: I - participar dos lucros sociais; II - participar do acervo da companhia, em caso de liquidação; III - fiscalizar, na forma prevista nesta Lei, 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, observado o disposto nos artigos 171 e 172; V - retirar-se da sociedade nos casos previstos nesta Lei.” BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Diário Oficial da União**: Brasília, DF, p. 1, 17 dez. 1976. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6404consol.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm). Acesso em: 23 abr. 2024.

<sup>5</sup> FABIÃO, Paulo Sérgio de Araújo e Silva. O Direito de Voto nas Sociedades por Ações. **Revista de Direito da Procuradoria Geral**, Rio de Janeiro, v. 20, 1969. p. 71. Disponível em: <https://pge.rj.gov.br/comum/code/MostrarArquivo.php?C=NDYxNQ%2C%2C>. Acesso em: 23 abr. 2024.

<sup>6</sup> FARAH, Fátima Regina França. Direito de voto nas sociedades anônimas. **Revista de Informação Legislativa**: Brasília, v. 23, n. 92, 1986. p. 400. Disponível em: <https://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/181688/000423289.pdf?sequence=3&isAllowed=y>. Acesso em: 11 maio 2024.

ações com direito de voto, conforme preceitua o artigo 125, parágrafo único, da Lei das Sociedades por Ações<sup>7</sup>.

Conforme esquematiza Fátima Regina França Farah, “[a]s ações do capital social de uma companhia podem ser divididas em espécies diferentes, estabelecendo direitos não uniformes, em face das vantagens políticas ou econômicas”<sup>8</sup> que concederem. Quanto à espécie, o artigo 15, *caput*, da Lei das Sociedades por Ações<sup>9</sup>, determina que as ações podem ser: (i) ordinárias – ações comuns, que “não possuem preferências ou condições”<sup>10</sup>; (ii) preferenciais – que “conferem, aos seus titulares, vantagens e preferências especiais”<sup>11</sup>; ou (iii) de fruição – que “resultam, se assim dispuser o estatuto ou determinar a assembleia geral extraordinária, da amortização das ações comuns ou preferenciais”<sup>12</sup>.

O artigo 15, § 1º, da Lei das Sociedades por Ações<sup>13</sup>, possibilita o estabelecimento de classes de ações preferenciais e de ações ordinárias, sendo que as ações de cada classe devem conferir direitos iguais aos acionistas, por força do artigo 109, § 1º, da Lei das Sociedades por Ações<sup>14</sup>. No que se refere às ações ordinárias de companhias abertas, só é permitida a manutenção de mais de uma classe de ações na hipótese de atribuição de voto plural, nos termos do artigo 16-A c/c 110-A, II, da Lei das Sociedades por Ações<sup>15-16</sup>.

---

<sup>7</sup> Lê-se o dispositivo: “Art. 125. [...] Parágrafo único. Os acionistas sem direito de voto podem comparecer à assembleia-geral e discutir a matéria submetida à deliberação.” BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Diário Oficial da União**: Brasília, DF, p. 1, 17 dez. 1976. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/16404consol.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/16404consol.htm). Acesso em: 23 abr. 2024.

<sup>8</sup> FARAH, Fátima Regina França. Direito de voto nas sociedades anônimas. **Revista de Informação Legislativa**: Brasília, v. 23, n. 92, 1986. p. 400. Disponível em: <https://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/181688/000423289.pdf?sequence=3&isAllowed=y>. Acesso em: 11 maio 2024.

<sup>9</sup> Lê-se o dispositivo: “Art. 15. As ações, conforme a natureza dos direitos ou vantagens que conferem a seus titulares, são ordinárias, preferenciais, ou de fruição.” BRASIL, *op. cit., loc. cit.*

<sup>10</sup> REQUIÃO, Rubens. **Curso de Direito Comercial**. 32. ed. São Paulo: Saraiva, 2015. v. 2, p. 121.

<sup>11</sup> *Ibid.*, p. 122.

<sup>12</sup> *Ibid.*, p. 127.

<sup>13</sup> Lê-se o dispositivo: “Art. 15. [...] § 1º As ações ordinárias e preferenciais poderão ser de uma ou mais classes, observado, no caso das ordinárias, o disposto nos arts. 16, 16-A e 110-A desta Lei.” BRASIL, *op. cit., loc. cit.*

<sup>14</sup> “Lê-se o dispositivo: Art. 109. [...] § 1º As ações de cada classe conferirão iguais direitos aos seus titulares.” *Ibid., loc. cit.*

<sup>15</sup> Lê-se o dispositivo: “Art. 16-A. Na companhia aberta, é vedada a manutenção de mais de uma classe de ações ordinárias, ressalvada a adoção do voto plural nos termos e nas condições dispostos no art. 110-A desta Lei.” *Ibid., loc. cit.*

<sup>16</sup> Lê-se o dispositivo: “Art. 110-A. É admitida a criação de uma ou mais classes de ações ordinárias com atribuição de voto plural, não superior a 10 (dez) votos por ação ordinária: [...] II - na companhia aberta, desde que a criação da classe ocorra previamente à negociação de quaisquer ações ou valores mobiliários conversíveis em ações de sua emissão em mercados organizados de valores mobiliários.” *Ibid., loc. cit.*

Consoante regra geral do artigo 110, *caput*, da Lei das Sociedades por Ações<sup>17-18</sup>, a cada ação ordinária corresponde um voto nas deliberações da assembleia geral. O estatuto social pode, todavia, estipular as seguintes exceções<sup>19</sup>: (i) limitação ao número de votos de cada acionista – artigo 110, § 1º, da Lei das Sociedades por Ações<sup>20</sup>; (ii) deixar de conferir às ações preferenciais algum ou alguns dos direitos reconhecidos às ações ordinárias, inclusive o de voto – artigo 111, primeira parte, da Lei das Sociedades por Ações<sup>21</sup>; e (iii) observados os direitos essenciais previstos nos incisos do artigo 109 da Lei das Sociedades por Ações, conferir às ações preferenciais direito de voto com restrições – artigo 111, segunda parte, da Lei das Sociedades por Ações<sup>22</sup>. No que se refere aos itens (ii) e (iii), destaca-se que o artigo 15, § 2º, da Lei das Sociedades por Ações<sup>23</sup>, prevê que as ações preferenciais sem direito a voto, ou sujeitas a restrição em seu exercício, não podem ultrapassar 50% do total das ações emitidas.

Nesse sentido, possui o acionista direito de voto quando for titular de ação ordinária ou de ação preferencial com direito de voto<sup>24</sup>, ainda que restrito. Esse direito surge como consequência da regra de direito objetivo do artigo 110, *caput*, da Lei das Sociedades por Ações<sup>25</sup>, da qual decorre o direito subjetivo do acionista ao exercício do voto, desde que seja titular de uma ação que o confira.<sup>26</sup> Ainda, pode o acionista exercer, ou não, o seu direito de

---

<sup>17</sup> “Art. 110. A cada ação ordinária corresponde 1 (um) voto nas deliberações da assembléia-geral.” BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Diário Oficial da União**: Brasília, DF, p. 1, 17 dez. 1976. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6404consol.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm). Acesso em: 23 abr. 2024.

<sup>18</sup> Cf. também o artigo 45, § 4º, o artigo 87, § 2º, primeira parte, e o artigo 298, I, todos da Lei das Sociedades por Ações. *Ibid.*, *loc. cit.*

<sup>19</sup> FABIÃO, Paulo Sérgio de Araújo e Silva. O Direito de Voto nas Sociedades por Ações. **Revista de Direito da Procuradoria Geral**, Rio de Janeiro, v. 20, 1969. p. 71. Disponível em: <https://pge.rj.gov.br/comum/code/MostrarArquivo.php?C=NDYxNQ%2C%2C>. Acesso em: 23 abr. 2024.

<sup>20</sup> Lê-se o dispositivo: “§ 1º O estatuto pode estabelecer limitação ao número de votos de cada acionista.” BRASIL, *op. cit.*, *loc. cit.*

<sup>21</sup> Lê-se o dispositivo: “Art. 111. O estatuto poderá deixar de conferir às ações preferenciais algum ou alguns dos direitos reconhecidos às ações ordinárias, inclusive o de voto, ou conferi-lo com restrições, observado o disposto no artigo 109.” *Ibid.*, *loc. cit.*

<sup>22</sup> Lê-se o dispositivo: “Art. 111. O estatuto poderá deixar de conferir às ações preferenciais algum ou alguns dos direitos reconhecidos às ações ordinárias, inclusive o de voto, ou conferi-lo com restrições, observado o disposto no artigo 109.” *Ibid.*, *loc. cit.*

<sup>23</sup> Lê-se o dispositivo: “Art. 15. [...] § 2º O número de ações preferenciais sem direito a voto, ou sujeitas a restrição no exercício desse direito, não pode ultrapassar 50% (cinquenta por cento) do total das ações emitidas.” *Ibid.*, *loc. cit.*

<sup>24</sup> FABIÃO, *op. cit.*, *loc. cit.*

<sup>25</sup> Lê-se o dispositivo: “Art. 110. A cada ação ordinária corresponde 1 (um) voto nas deliberações da assembléia-geral.” BRASIL, *op. cit.*, *loc. cit.*

<sup>26</sup> FABIÃO, *op. cit.*, *loc. cit.*

voto – mas sempre pessoalmente, ou por seu representante, observado o disposto no artigo 126, § 1º, da Lei das Sociedades por Ações<sup>27</sup>.

Por outro lado, por força do artigo 120, primeira parte, c/c artigo 122, V, ambos da Lei das Sociedades por Ações<sup>28</sup>, pode a assembleia geral suspender o exercício do direito de voto do acionista que deixar de cumprir obrigação imposta pela lei ou pelo estatuto.

## 1.2 *Ownership vs. control*

Como exposto em subtópico anterior, o direito de voto relaciona-se à propriedade de ações: em regra, na proporção de um voto a cada ação, mas admitindo-se determinadas exceções – introduzidas pelos mecanismos de limitação da proporcionalidade. A discussão acerca desses mecanismos remonta-se à pesquisa de Adolf Berle e Gardiner Means<sup>29</sup>, publicada em 1932, a respeito da extensão com que, na companhia moderna, o poder de controle (*control*) separou-se da propriedade acionária (*ownership*).

Os autores definem controle como o poder de indicar os membros do conselho de administração<sup>30-31</sup>, classificando o controle interno – isto é, aquele cujo titular atua no interior da própria sociedade (*ab intus*)<sup>32</sup> – em cinco espécies<sup>33</sup>, quais sejam, do menor para o maior grau de separação entre controle e propriedade: controle com quase completa propriedade acionária; controle majoritário; controle obtido mediante expedientes legais (*through a legal device*); controle minoritário; e controle administrativo ou gerencial (*management control*).<sup>34</sup>

---

<sup>27</sup> Lê-se o dispositivo: “Art. 126. [...] § 1º O acionista pode ser representado na assembléia-geral por procurador constituído há menos de 1 (um) ano, que seja acionista, administrador da companhia ou advogado; na companhia aberta, o procurador pode, ainda, ser instituição financeira, cabendo ao administrador de fundos de investimento representar os condôminos.” BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Diário Oficial da União**: Brasília, DF, p. 1, 17 dez. 1976. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6404consol.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm). Acesso em: 23 abr. 2024.

<sup>28</sup> Leem-se os dispositivos: “Art. 120. A assembléia-geral poderá suspender o exercício dos direitos do acionista que deixar de cumprir obrigação imposta pela lei ou pelo estatuto, cessando a suspensão logo que cumprida a obrigação”; e “Art. 122. Compete privativamente à assembleia geral: [...] V - suspender o exercício dos direitos do acionista (art. 120);”. *Ibid.*, *loc. cit.*

<sup>29</sup> BERLE, Adolf A.; MEANS, Gardiner C. **The Modern Corporation and Private Property**. 2. ed. Abingdon: Routledge, 1991. 434 p.

<sup>30</sup> “In most cases, however, if one can determine who does actually have the power to select the directors, one has located the group of individuals who for practical purposes may be regarded as “the control”.” *Ibid.*, p. 67.

<sup>31</sup> Cf. também o artigo 116 da Lei das Sociedades por Ações. BRASIL, *op. cit.*, *loc. cit.*

<sup>32</sup> COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. 6. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014. *E-book*, pt. 1, cap. 1, item 8.

<sup>33</sup> BERLE; MEANS, *op. cit.*, p. 67.

<sup>34</sup> COMPARATO; SALOMÃO FILHO, *op. cit.*, pt. 1, cap. 2, item 10.

A Lei das Sociedades por Ações, por sua vez, define acionista controlador em seu artigo 116, *caput* e a) e b), c/c art. 243, § 2º, da seguinte forma:

Art. 116. Entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que:  
a) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembléia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e  
b) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.

[...]

Art. 243. [...]

§ 2º Considera-se controlada a sociedade na qual a controladora, diretamente ou através de outras controladas, é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, preponderância nas deliberações sociais e o poder de eleger a maioria dos administradores.

Analisando companhias americanas no início do século XX, Adolf Berle e Gardiner Means observaram o fenômeno de dispersão do capital<sup>35</sup>, e indicaram que, nessas companhias, o controle poderia ser classificado como administrativo ou gerencial (*management control*) – ou seja, havia grande separação entre poder de controle e propriedade acionária, bem como um conflito de agência entre os acionistas e os administradores<sup>36</sup>.

Em outras palavras, a propriedade acionária estava distribuída de forma tão dispersa a ponto de nenhum acionista ou grupo de acionistas deter participação suficiente para controlar a companhia.<sup>37</sup> Nessas circunstâncias, verificou-se que muitos acionistas transferiam seu poder de voto, por meio de procuração, a certos indivíduos selecionados pelo conselho de administração da companhia – o chamado *proxy committee* (comitê de procuradores).<sup>38</sup> Desse modo, a tendência era a de que o controle permanecesse nas mãos daqueles que selecionassem o *proxy committee*, visto que estes, por sua vez, elegeriam os membros do conselho de administração.<sup>39</sup>

---

<sup>35</sup> BERLE, Adolf A.; MEANS, Gardiner C. **The Modern Corporation and Private Property**. 2. ed. Abingdon: Routledge, 1991. p. 66.

<sup>36</sup> LIMA, Liana Issa. **Governança Corporativa em Empresas Desestatizadas e Voting Caps: O Caso da Eletrobras**. Informação Técnica: Consultoria Legislativa da Câmara dos Deputados, Brasília, 2023. p. 6. Disponível em: <https://redir.stf.jus.br/paginadorpub/paginador.jsp?docTP=TP&docID=772026998&prcID=6774194#>. Acesso em: 02 abr. 2024.

<sup>37</sup> BERLE; MEANS, *op. cit.*, p. 78.

<sup>38</sup> *Ibid.*, p. 80.

<sup>39</sup> *Ibid.*, p. 82.

Diante dessas considerações iniciais, cabe elucidar, brevemente, o conceito de conflito de agência, que se insere no contexto da Teoria da Agência, ou Teoria do Agente-Principal, desenvolvida por Michael Jensen e William H. Meckling.<sup>40</sup> Conforme organiza Romeu Eugênio de Lima, “[e]ssa teoria tem como premissa básica a existência de um mercado regido por contratos firmados entre os agentes econômicos”, que “poderiam ser firmados ou rompidos a qualquer momento por qualquer uma das partes”<sup>41</sup>.

Seu ponto central é o relacionamento de agência, que é definido como um contrato entre o principal e o agente, em que o primeiro contrata o último para realizar um serviço em seu nome, delegando certa autoridade para que o agente tome decisões pelo principal.<sup>42</sup> Essa teoria parte do pressuposto de que ambas as partes buscam a maximização da utilidade, o que indicaria que o agente nem sempre atuaria conforme os interesses do principal.<sup>43</sup> Nesse sentido, o agente disporia de informações privilegiadas, que acarretariam uma assimetria de informações entre o agente o principal, beneficiando aquele em detrimento deste.<sup>44</sup> Essa divergência de interesses entre o agente e o principal é o que se denomina de conflito de agência.

Já o mercado de capitais brasileiro, em contrapartida ao panorama apresentado por Adolf Berle e Gardiner Means, é composto majoritariamente de companhias com um acionista controlador bem definido, e o conflito de agência ocorre, na verdade, entre acionistas controladores e minoritários.<sup>45</sup> Isso significa, segundo Liana Issa Lima, que

[o] principal risco nessas [...] companhias se consubstancia na possibilidade de o acionista controlador induzir os administradores da companhia a adotar atitudes que sejam maximizadoras da riqueza não dos acionistas como um todo, mas exclusivamente dos interesses do acionista controlador.<sup>46</sup>

---

<sup>40</sup> LIMA, Romeu Eugênio de; ARAÚJO, Marcelo Bicalho Viturino de; AMARAL, Hudson Fernandes. Conflitos de Agência: um Estudo Comparativo dos Aspectos Inerentes a Empresas Tradicionais e Cooperativas de Crédito. **Revista de Contabilidade e Organizações – FEARP/USP**, São Paulo, v. 2, n. 4, 2008. p. 149. Disponível em: <https://revistas.usp.br/rco/article/view/34726/37464>. Acesso em: 17 jun. 2024.

<sup>41</sup> *Ibid.*, *loc. cit.*

<sup>42</sup> JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the Firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, Rochester, v. 3, n. 4, 1976. p. 308. Disponível em: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X). Acesso em: 17 jun. 2024.

<sup>43</sup> *Ibid.*, *loc. cit.*

<sup>44</sup> LIMA; ARAÚJO; AMARAL, *op. cit.*, *loc. cit.*

<sup>45</sup> LIMA, Liana Issa. **Governança Corporativa em Empresas Desestatizadas e Voting Caps: O Caso da Eletrobras**. Informação Técnica: Consultoria Legislativa da Câmara dos Deputados, Brasília, 2023. p. 6. Disponível em: <https://redir.stf.jus.br/paginadorpub/paginador.jsp?docTP=TP&docID=772026998&prcID=6774194#>. Acesso em: 02 abr. 2024.

<sup>46</sup> *Ibid.*, *loc. cit.*

No Brasil, portanto, a discussão acerca da distribuição dos direitos de voto em função da participação acionária – relação entre propriedade e controle – está inserida no contexto de proteção aos direitos dos acionistas minoritários em face dos conflitos de agência que comprometem seus interesses.

Ao lado de mecanismos como adoção do voto múltiplo para eleição de conselheiros de administração, *tag along*, reserva de assento no conselho de administração para representante dos acionistas minoritários e segmentos especiais de listagem<sup>47</sup>, os *voting caps* são utilizados como forma de mitigar a tensão entre os acionistas controladores e os minoritários.

À vista disso, a existência de um cenário de descasamento entre direitos políticos e econômicos sugere a presença, também, de um em que há proporcionalidade entre esses institutos. É o que se passa a discutir.

### 1.3 *One share-one vote*

Conforme define o Grupo Diretor de Governança Corporativa da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (“OCDE”), a proporcionalidade entre participação acionária e poder de controle implica que cada acionista detém a mesma fração de direitos econômicos que a de direitos políticos na companhia<sup>48</sup> – denominado princípio da proporcionalidade<sup>49</sup>, ou princípio do *one share-one vote* (uma ação-um voto).

O direito brasileiro consagra, no artigo 110, *caput*, da Lei das Sociedades por Ações, o princípio do *one share-one vote*, segundo o qual há uma correspondência entre os direitos de voto e os direitos patrimoniais dos acionistas. Consoante explicação de Jorge Brito Pereira, “[t]rata-se, no fim de contas, de uma proporção direta entre, por um lado, o investimento realizado e o risco assumido e, por outro, o controle proporcionado e os direitos patrimoniais em que o titular é investido”<sup>50</sup>. Ainda, acrescenta que

---

<sup>47</sup> LIMA, Liana Issa. **Governança Corporativa em Empresas Desestatizadas e *Voting Caps***: O Caso da Eletrobras. Informação Técnica: Consultoria Legislativa da Câmara dos Deputados, Brasília, 2023. p. 6, nota 4. Disponível em: <https://redir.stf.jus.br/paginadorpub/paginador.jsp?docTP=TP&docID=772026998&prcID=6774194#>. Acesso em: 02 abr. 2024.

<sup>48</sup> ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT (OECD). **Lack of Proportionality between Ownership and Control**: Overview and Issues for Discussion. Steering Group on Corporate Governance, Paris, 2007. p. 4. Disponível em: <https://www.oecd.org/daf/ca/40038351.pdf>. Acesso em: 01 abr. 2024.

<sup>49</sup> *Ibid.*, p. 6.

<sup>50</sup> PEREIRA, Jorge Brito. *Voting caps* e OPA obrigatória. In: CASTRO, Carlos Osório de (coord.). **Estudos em Honra de João Soares da Silva**. Coimbra: Almedina, 2021. p. 639.

[o] princípio “uma ação – um voto” não significa necessariamente que seja atribuído um voto a cada ação [...], mas antes que exista proporcionalidade entre o capital social – e os direitos patrimoniais que lhe são inerentes, especialmente o direito ao dividendo – e os direitos de voto, ou seja, que todas as ações emitidas pela sociedade tenham idênticos direitos de voto e que haja proporcionalidade entre esses direitos e os direitos ao dividendo.<sup>51</sup>

Nessa toada, de acordo com Luca Enriques, a atribuição de direitos de voto em proporção direta à propriedade acionária tem o benefício de harmonizar a exposição econômica do acionista e o seu poder de controle, mas apresenta a desvantagem de tornar os acionistas minoritários vulneráveis ao comportamento oportunista dos controladores.<sup>52</sup> Outro aspecto negativo da proporcionalidade entre direitos econômicos e políticos é o possível comprometimento da capacidade da empresa de obter financiamento e de garantir oportunidades de investimento lucrativas.<sup>53</sup>

O desvio do princípio do *one share-one vote* – e, conseqüentemente, a não aplicação da proporcionalidade – pode ocorrer tanto por meio de mecanismos que importam na redução dos direitos políticos das ações ordinárias quanto pelo uso daqueles que provocam o oposto.<sup>54</sup> Exemplos do primeiro cenário são os *voting caps*, as *golden shares* e os dispositivos legais ou estatutários que preveem a necessidade de maioria qualificada para aprovação de certas matérias<sup>55</sup>. Quanto ao segundo, citam-se as estruturas de controle piramidais, o voto plural e a emissão de ações preferenciais sem direito de voto ou com direito de voto restrito.<sup>56</sup>

No Brasil, segundo Liana Issa Lima, os instrumentos mais utilizados são as ações preferenciais sem direito de voto e os *voting caps*.<sup>57</sup>

---

<sup>51</sup> PEREIRA, Jorge Brito. *Voting caps* e OPA obrigatória. In: CASTRO, Carlos Osório de (coord.). **Estudos em Honra de João Soares da Silva**. Coimbra: Almedina, 2021. p. 639-40, nota 1.

<sup>52</sup> ENRIQUES, Luca; HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier; PARGENDLER, Marina. The Basic Governance Structure: Minority Shareholders and Non-Shareholder Constituencies. In: KRAAKMAN, Reinier *et al.* **The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach**. 3. ed. Oxônia: Oxford University Press, 2017. p. 81.

<sup>53</sup> *Ibid.*, *loc. cit.*

<sup>54</sup> ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT (OECD). **Lack of Proportionality between Ownership and Control: Overview and Issues for Discussion**. Steering Group on Corporate Governance, Paris, 2007. p. 12. Disponível em: <https://www.oecd.org/daf/ca/40038351.pdf>. Acesso em: 01 abr. 2024.

<sup>55</sup> *Ibid.*, p. 13.

<sup>56</sup> LIMA, Liana Issa. **Governança Corporativa em Empresas Desestatizadas e Voting Caps: O Caso da Eletrobras**. Informação Técnica: Consultoria Legislativa da Câmara dos Deputados, Brasília, 2023. p. 10. Disponível em: <https://redir.stf.jus.br/paginadorpub/paginador.jsp?docTP=TP&docID=772026998&prcID=6774194#>. Acesso em: 02 abr. 2024.

<sup>57</sup> *Ibid.*, p. 6.

Adiante, em tópico pertinente, abordam-se com mais detalhes o afastamento do princípio do *one share-one vote* e os mecanismos de limitação da proporcionalidade.

## 2. LIMITAÇÃO AO DIREITO DE VOTO

### 2.1 Aspectos gerais

Como esquematiza o Grupo Diretor de Governança Corporativa da OCDE, a dissociação dos direitos políticos e econômicos dos acionistas geralmente ocorre por meio da alavancagem do poder de voto e de mecanismos para “travar” o controle.<sup>58</sup>

Dentre as medidas que limitam a proporcionalidade reforçando o poder de voto, destacam-se: a emissão de ações com direitos de voto distintos, como ações preferenciais sem direito de voto ou com direito de voto restrito, e ações com direito de voto plural – potencializando o poder de voto das ações ordinárias; e o estabelecimento de participação acionária em cascata ou de uma estrutura de controle piramidal – em que um acionista, por meio de uma estrutura de grupo societário, em que sociedades em posições hierárquicas superiores na pirâmide detêm participação naquelas em posições inferiores, desfruta de poder de controle proporcionalmente superior a sua participação na distribuição de dividendos<sup>59,60</sup>. Em ambos os casos, a participação acionária possibilita participação política de forma desproporcional, superior se comparada com o cenário de proporcionalidade entre direitos políticos e econômicos.

No que se refere à segunda categoria, os principais instrumentos de limitação da proporcionalidade são: os *voting caps*, ou *voting ceilings*, que estipulam um número máximo de votos para os acionistas, inobstante a quantidade de ações que detenham; a emissão de ações preferenciais (*priority shares*) que garantam aos seus detentores enorme poder decisório sobre determinadas matérias – quando na posse do Estado, geralmente, denominam-se *golden shares*; e a instituição de dispositivos legais ou estatutários que prevejam a necessidade de maioria qualificada para aprovar certas matérias.<sup>61</sup> Nessas hipóteses, o poder de voto das ações ordinárias é tolhido.

---

<sup>58</sup> ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT (OECD). **Lack of Proportionality between Ownership and Control**: Overview and Issues for Discussion. Steering Group on Corporate Governance, Paris, 2007. p. 12. Disponível em: <https://www.oecd.org/daf/ca/40038351.pdf>. Acesso em: 01 abr. 2024.

<sup>59</sup> PEREIRA, Jorge Brito. *Voting caps* e OPA obrigatória. In: CASTRO, Carlos Osório de (coord.). **Estudos em Honra de João Soares da Silva**. Coimbra: Almedina, 2021. p. 640.

<sup>60</sup> ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT (OECD), *op. cit.*, p. 12.

<sup>61</sup> *Ibid.*, p. 12-3.

Além disso, existem instrumentos complementares, que podem produzir efeitos parecidos com aqueles dos mecanismos de limitação da proporcionalidade já mencionados. Exemplo disso é o uso de *cross-shareholding* – em que uma companhia detém participação acionária significativa em outra – e a criação de acordos de acionistas.<sup>62</sup>

Neste trabalho, dedicar-se-á atenção especial aos *voting caps* e às *golden shares*, tendo em vista o objetivo de analisar a proteção dispensada aos acionistas minoritários no contexto das recentes privatizações no Brasil, em contraste com a manutenção dos interesses públicos do ente desestatizante.

O *voting cap*, *voting ceiling* ou, simplesmente, limite ao exercício do direito de voto é um exemplo de instrumento de diluição do poder de voto de acionistas com grande participação, com o fim de beneficiar os acionistas minoritários, que, por sua vez, veem o seu poder ampliado.<sup>63</sup> Trata-se de um mecanismo de descasamento entre poder político e econômico, desvirtuando do princípio *one share-one vote*. Os *voting caps* caracterizam-se como um limite ao número máximo de votos cabíveis a cada acionista, independentemente da quantidade de ações que detenham.<sup>64</sup>

Quanto ao escopo, Jorge Brito Pereira esclarece que essas limitações podem operar tanto em face da totalidade dos votos correspondentes ao capital social da companhia ou em face do universo dos votos apurados em assembleia geral.<sup>65</sup> Acrescenta o autor, ainda, que as limitações podem incidir sobre uma base simples e unificada – ou seja, aplicando-se a todo e qualquer acionista indistintamente –, como quando fixado um número máximo absoluto de votos que podem ser exercidos pelos acionistas, ou sobre uma base definida em cascata ou por escalões – isto é, que afetam diferentemente os acionistas, a depender de sua participação no capital social –, como ao estabelecerem-se múltiplos termos de limitação (*scaled voting provisions*), a depender do intervalo de participação em que o acionista estiver inserido – por exemplo, os acionistas que detenham participação de 10% a 20% exercerão somente 10% dos

---

<sup>62</sup> ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT (OECD). **Lack of Proportionality between Ownership and Control**: Overview and Issues for Discussion. Steering Group on Corporate Governance, Paris, 2007. p. 12-3. Disponível em: <https://www.oecd.org/daf/ca/40038351.pdf>. Acesso em: 01 abr. 2024.

<sup>63</sup> ENRIQUES, Luca; HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier; PARGENDLER, Marina. The Basic Governance Structure: Minority Shareholders and Non-Shareholder Constituencies. In: KRAAKMAN, Reinier *et al.* **The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach**. 3. ed. Oxônia: Oxford University Press, 2017. p. 83.

<sup>64</sup> ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT (OECD), *op. cit.*, p. 12-3.

<sup>65</sup> PEREIRA, Jorge Brito. *Voting caps* e OPA obrigatória. In: CASTRO, Carlos Osório de (coord.). **Estudos em Honra de João Soares da Silva**. Coimbra: Almedina, 2021. p. 655.

votos, os que detenham mais de 20% até 30% exercerão 15% dos votos, e assim sucessivamente.<sup>66</sup>

Relevante pontuar que o instituto do *voting cap* não se confunde com o *ownership cap*. Como explica Liana Issa Lima,

[d]iferentemente do mecanismo de *ownership cap*, o *voting cap* não proíbe a compra ou a propriedade de ações em montante superior ao limite legal ou estatutário, mas cria um desincentivo para tanto. O acionista continua a usufruir os direitos econômicos correspondentes a sua participação no capital social, em especial o recebimento de dividendos, mas não os direitos políticos.<sup>67</sup>

O artigo 110 da Lei das Sociedades por Ações<sup>68</sup> consagrou em seu *caput*, como regra geral, o princípio do *one share-one vote* e, em seu § 1º, a exceção, o *voting cap*. Veja-se:

Art. 110. A cada ação ordinária corresponde 1 (um) voto nas deliberações da assembleia-geral.

§ 1º O estatuto pode estabelecer limitação ao número de votos de cada acionista.

Destaca-se distinção, observada em autores como Paulo Sérgio de Araújo e Silva Fabião<sup>69</sup>, entre os institutos da limitação, da suspensão e da restrição do direito de voto.

No que se refere à limitação, o acionista possui o direito de voto nas deliberações da assembleia geral, no entanto ele somente poderá ser exercido até determinado patamar estabelecido no estatuto social. A limitação ao exercício do direito de voto está prevista no artigo 110, § 1º, da Lei das Sociedades por Ações.

Na suspensão, o acionista também possui o direito de voto, mas esse não pode ser exercido até que cessem as circunstâncias que lhe deram causa. As hipóteses de suspensão do

---

<sup>66</sup> PEREIRA, Jorge Brito. *Voting caps* e OPA obrigatória. In: CASTRO, Carlos Osório de (coord.). **Estudos em Honra de João Soares da Silva**. Coimbra: Almedina, 2021. p. 655-6.

<sup>67</sup> LIMA, Liana Issa. **Governança Corporativa em Empresas Desestatizadas e Voting Caps**: O Caso da Eletrobras. Informação Técnica: Consultoria Legislativa da Câmara dos Deputados, Brasília, 2023. p. 10. Disponível em: <https://redir.stf.jus.br/paginadorpub/paginador.jsp?docTP=TP&docID=772026998&prcID=6774194#>. Acesso em: 02 abr. 2024.

<sup>68</sup> BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Diário Oficial da União**: Brasília, DF, p. 1, 17 dez. 1976. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/16404consol.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/16404consol.htm). Acesso em: 23 abr. 2024.

<sup>69</sup> FABIÃO, Paulo Sérgio de Araújo e Silva. O Direito de Voto nas Sociedades por Ações. **Revista de Direito da Procuradoria Geral**, Rio de Janeiro, v. 20, p. 60-82, 1969. Disponível em: <https://pge.rj.gov.br/comum/code/MostrarArquivo.php?C=NDYxNQ%2C%2C>. Acesso em: 23 abr. 2024.

direito de voto estão previstas no artigo 120, primeira parte, e no artigo 122, V, da Lei das Sociedades por Ações.

Quando se trata da restrição, por sua vez, o acionista tem direito de voto somente quanto a determinadas matérias e quando for titular de ações nominativas endossáveis e escriturais. Exemplo clássico são as *golden shares*, abordadas em tópico próprio, bem como as ações preferenciais de companhias listadas no Nível 2 de Governança Corporativa, segmento especial de listagem da Bolsa de Valores B3 – Brasil, Bolsa e Balcão, conforme artigo 4.1, (vi), do Regulamento de Listagem e de Aplicação de Sanções Pecuniárias do Nível 2<sup>70</sup>. As restrições ao direito de voto estão previstas no artigo 111, *caput*, artigo 112, *caput*, artigo 113, *caput*, artigo 114, *caput*, e artigo 115, *caput* e § 1º, da Lei das Sociedades por Ações.

Apesar de, por vezes, serem utilizados como sinônimos, a limitação e a restrição do exercício do direito de voto diferenciam-se na medida em que, no primeiro caso, o direito de voto é reduzido em função de um número máximo de votos que podem ser exercidos, enquanto no segundo, o direito de voto é cerceado com base na matéria em pauta na assembleia geral.

## 2.2 Breve histórico no Brasil

Aldo Musacchio<sup>71</sup>, ao analisar o desenvolvimento do mercado de ações brasileiro, indica como fator central a inclusão, nos estatutos sociais das companhias, de mecanismos de proteção aos acionistas, sobretudo aos minoritários, haja vista que o amparo concedido pela legislação à época era escasso.<sup>72</sup> Nesse sentido, afirma que, na ausência de normas protegendo

---

<sup>70</sup> Lê-se o dispositivo: “4.1 As Companhias listadas no Nível 2 de Governança Corporativa devem observar as seguintes exigências: [...] (vi) que as ações preferenciais emitidas deverão conferir direito de voto, no mínimo, nas seguintes matérias: (a) transformação, incorporação, fusão ou cisão da Companhia; (b) aprovação de contratos entre a Companhia e o Acionista Controlador, diretamente ou por meio de terceiros, assim como de outras sociedades nas quais o Acionista Controlador tenha interesse, sempre que, por força de disposição legal ou estatutária, sejam deliberados em Assembleia Geral; (c) avaliação de bens destinados à integralização de aumento de capital da Companhia; (d) escolha de instituição ou empresa especializada para determinação do Valor Econômico da Companhia, conforme item 10.1.1; e (e) alteração ou revogação de dispositivos estatutários que alterem ou modifiquem quaisquer das exigências previstas neste item 4.1, ressalvado que esse direito a voto prevalecerá enquanto estiver em vigor o Contrato de Participação no Nível 2 de Governança Corporativa.” B3. **Regulamento de Listagem e de Aplicação de Sanções Pecuniárias do Nível 2**. Disponível em: [https://www.b3.com.br/data/files/87/B3/C4/D6/9226E810D34843E8AC094EA8/Regulamento%20do%20Nivel%202%20\\_Sancoes%20pecuniarias%202024\\_.pdf](https://www.b3.com.br/data/files/87/B3/C4/D6/9226E810D34843E8AC094EA8/Regulamento%20do%20Nivel%202%20_Sancoes%20pecuniarias%202024_.pdf). Acesso em: 11 maio 2024.

<sup>71</sup> MUSACCHIO, Aldo. Laws versus Contracts: Shareholder Protections and Ownership Concentration in Brazil, 1890-1950. **Business History Review**, Cambridge, v. 82, n. 3, p. 445-473, 2008. Disponível em: <https://www.hbs.edu/businesshistory/Documents/musacchio-article-brazil.pdf>. Acesso em: 24 abr. 2024.

<sup>72</sup> *Ibid.*, p. 446, *passim*.

tais acionistas, as companhias atraíam-nos por meio da adoção desses instrumento <sup>73</sup>, destacando especialmente as disposições relacionadas ao direito de voto <sup>74</sup>.

No Brasil, o uso de mecanismos para limitar o direito de voto de acionistas remonta ao século XIX e ao início do século XX.<sup>75</sup> Henry Hansmann e Mariana Pargendler<sup>76</sup>, em estudo acerca da alocação do direito de voto em companhias do século XIX, explicam que – diferentemente das companhias modernas, que geralmente seguem o princípio do *one share-one vote* – aquelas companhias frequentemente limitavam o poder de voto dos acionistas com maior participação acionária, fosse instituindo um limite de votos propriamente dito – *voting cap* –, fosse estabelecendo que o número de votos de cada acionista não aumentaria proporcionalmente ao número de ações por ele adquiridas<sup>77</sup> – *graduated voting rights*<sup>78</sup>, ou esquemas regressivos de voto, por exemplo.

No entanto, os autores ressaltam que há indícios de que essas limitações seriam produto de imposição do governo imperial brasileiro<sup>79</sup>, ao invés de uma decisão orientada por uma concepção democrática arraigada nas companhias brasileiras à época ou por um apreço generalizado por princípios de governança corporativa por parte dos acionistas e dos administradores<sup>80</sup>. Acrescentam, ainda, que não é claro, a partir dos dados disponíveis, se era até mesmo possível, antes da Lei nº 3.150, de 04 de novembro de 1882 (“Lei das Sociedades Anônimas de 1882”)<sup>81</sup>, a adoção do princípio *one share-one vote* por companhias brasileiras.<sup>82</sup>

---

<sup>73</sup> MUSACCHIO, Aldo. Laws versus Contracts: Shareholder Protections and Ownership Concentration in Brazil, 1890-1950. **Business History Review**, Cambridge, v. 82, n. 3, 2008. p. 473. Disponível em: <https://www.hbs.edu/businesshistory/Documents/musacchio-article-brazil.pdf>. Acesso em: 24 abr. 2024.

<sup>74</sup> *Ibid.*, p. 449.

<sup>75</sup> PARGENDLER, Mariana; HANSMANN, Henry. A new view of shareholder voting in the nineteenth century: evidence from Brazil, England and France. **Business History**, Abingdon, v. 55, n. 4, 2013. p. 589. Disponível em: <https://law.stanford.edu/index.php?webauth-document=publication/701382/doc/slspublic/Pargendler%2055%20Business%20History%20585.pdf>. Acesso em: 02 abr. 2024.

<sup>76</sup> *Ibid.*, p. 585-600.

<sup>77</sup> *Ibid.*, p. 585.

<sup>78</sup> HILT, Eric. When did Ownership Separate from Control? Corporate Governance in the Early Nineteenth Century. **The Journal of Economic History**, Cambridge, v. 68, n. 3, 2008. p. 647. Disponível em: <http://www.jstor.org/stable/40056434>. Acesso em: 05 maio 2024.

<sup>79</sup> PARGENDLER; HANSMANN, *op. cit.*, p. 589.

<sup>80</sup> *Ibid.*, p. 590.

<sup>81</sup> BRASIL. Lei nº 3.150, de 04 de novembro de 1882. Regula o estabelecimento de companhias e sociedades anônimas. **Collecção das Leis do Imperio do Brazil de 1882**. Rio de Janeiro: Typographia Nacional, 1883. v. 1, p. 139-149. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/lim/LIM3150.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lim/LIM3150.htm). Acesso em: 06 maio 2024.

<sup>82</sup> PARGENDLER; HANSMANN, *op. cit.*, p. 590-1.

Cabe mencionar, todavia, que o estatuto do Banco Nacional, instituído pelo Decreto nº 4.819, de 18 de novembro de 1871 (“Decreto nº 4.819/1871”)<sup>83</sup>, previa, inicialmente, em seu artigo 14, que a cada ação correspondia um voto – o que indica, *a priori*, ser possível a adoção do princípio *one share-one vote* por companhias brasileiras constituídas antes do advento da Lei das Sociedades Anônimas de 1882.

Antes de 1849, não havia, no Brasil, estatutos sociais de companhias.<sup>84</sup> Nos anos entre a promulgação da Lei nº 556, de 25 de junho de 1850 (“Código Comercial de 1850”)<sup>85</sup>, e da Lei das Sociedades Anônimas de 1882 – por força do artigo 1º do Decreto nº 575, de 10 de janeiro de 1849<sup>86</sup>, e do artigo 295, *caput*, do Código Comercial de 1850<sup>87</sup> –, a aprovação de estatutos sociais estava condicionada à autorização discricionária do governo<sup>88</sup>. Para Fátima Regina França Farah, isso decorre de que “[a] organização de empresas sob aquela forma era um privilégio, uma exceção aos princípios e às regras jurídicas que orientavam e disciplinavam as sociedades em geral”<sup>89</sup>.

---

<sup>83</sup> BRASIL. Decreto nº 4.819, de 18 de novembro de 1871. Autoriza a incorporação do Banco Nacional, e aprova como modificações, os respectivos estatutos. **Collecção das Leis do Imperio do Brasil de 1871**. Rio de Janeiro: Typographia Nacional, 1871. t. 34., pt. 2, p. 642-648. Disponível em: <https://www2.camara.leg.br/legin/fed/decret/1824-1899/decreto-4819-18-novembro-1871-552249-norma-pe.html>. Acesso em: 09 maio 2024.

<sup>84</sup> PARGENDLER, Mariana; HANSMANN, Henry. A new view of shareholder voting in the nineteenth century: evidence from Brazil, England and France. **Business History**, Abingdon, v. 55, n. 4, 2013. p. 591. Disponível em: <https://law.stanford.edu/index.php?webauth-document=publication/701382/doc/slspublic/Pargendler%2055%20Business%20History%20585.pdf>. Acesso em: 02 abr. 2024.

<sup>85</sup> BRASIL. Lei nº 556, de 25 de junho de 1850. Código Comercial. **Collecção das Leis do Imperio do Brasil de 1850**. Rio de Janeiro: Typographia Nacional, 1850. t. 11, pt. 1, seq. 21, p. 57-239. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/lim/lim556.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lim/lim556.htm). Acesso em: 06 maio 2024.

<sup>86</sup> Lê-se o dispositivo: “Art. 1º Nenhuma Sociedade anonyma poderá ser incorporada sem autorização do Governo, e sem que seja por elle approvado o Contracto, que a constituir.” BRASIL. Decreto nº 575, de 10 de janeiro de 1849. Estabelece regras para a incorporação de quaesquer Sociedades anonymas. **Collecção das Leis do Imperio do Brasil de 1849**. Rio de Janeiro: Typographia Nacional, 1849. t. 12, pt. 2, seq. 2, p. 10-12. Disponível em: <https://www2.camara.leg.br/legin/fed/decret/1824-1899/decreto-575-10-janeiro-1849-559714-publicacaooriginal-82062-pe.html>. Acesso: 12 maio 2024.

<sup>87</sup> Lê-se o dispositivo: “Art. 295 - As companhias ou sociedades anônimas, designadas pelo objeto ou empresa a que se destinam, sem firma social, e administradas por mandatários revogáveis, sócios ou não sócios, só podem estabelecer-se por tempo determinado, e com autorização do Governo, dependente da aprovação do Corpo Legislativo quando hajam de gozar de algum privilégio: e devem provar-se por escritura pública, ou pelos seus estatutos, e pelo ato do Poder que as houver autorizado.” BRASIL. Lei nº 556, de 25 de junho de 1850. Código Comercial. **Collecção das Leis do Imperio do Brasil de 1850**. Rio de Janeiro: Typographia Nacional, 1850. t. 11, pt. 1, seq. 21, p. 57-239. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/lim/lim556.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lim/lim556.htm). Acesso em: 06 maio 2024.

<sup>88</sup> PARGENDLER; HANSMANN, *op. cit.*, p. 591.

<sup>89</sup> FARAH, Fátima Regina França. Direito de voto nas sociedades anônimas. **Revista de Informação Legislativa**: Brasília, v. 23, n. 92, 1986. p. 398. Disponível em: <https://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/181688/000423289.pdf?sequence=3&isAllowed=y>. Acesso em: 11 maio 2024.

Segundo Henry Hansmann e Mariana Pargendler, embora o Código Comercial de 1850 não dispusesse sobre a limitação ao exercício do direito de voto, o governo imperial, ao avaliar os pedidos de constituição de companhias, frequentemente modificava os termos das minutas dos estatutos sociais submetidos, incluindo limitações ao número de votos dos acionistas ou tornando mais rígidas limitações já existentes.<sup>90</sup>

Nesse sentido, menciona-se a Resolução de 31 de janeiro de 1872<sup>91</sup>, sobre o requerimento dos representantes da companhia anônima Banco Nacional, pedindo que fossem modificadas algumas disposições do Decreto nº 4.819/1871<sup>92</sup>, que autorizou sua incorporação. O § 6º do Decreto nº 4.819/1871 altera o artigo 14 do estatuto do Banco Nacional, que estabelecia que “cada acção se contará por um voto; nenhum accionista, porém, terá mais de duzentos votos, qualquer que seja o numero de suas acções”<sup>93</sup> [sic], para prever que “[n]o art. 14, onde prescreve que nenhum accionista terá mais de 200 votos, etc, diga-se: « Nenhum accionista, porém, terá mais de 15 votos, qualquer que seja o numero de suas acções, etc. »”<sup>94</sup> [sic]. Note-se, portanto, que ao autorizar a constituição do Banco Nacional, tornou-se mais rígida a já existente limitação ao exercício do direito de voto.

Diante disso, os representantes do Banco Nacional requereram o acréscimo, ao referido artigo 14 do estatuto, do trecho “que cada vinte acções darão direito a um voto”<sup>95</sup> [sic], de

---

<sup>90</sup> PARGENDLER, Mariana; HANSMANN, Henry. A new view of shareholder voting in the nineteenth century: evidence from Brazil, England and France. **Business History**, Abingdon, v. 55, n. 4, 2013. p. 591. Disponível em: <https://law.stanford.edu/index.php?webauth-document=publication/701382/doc/slspublic/Pargendler%2055%20Business%20History%20585.pdf>. Acesso em: 02 abr. 2024.

<sup>91</sup> BRASIL. **Consultas da Secção de Fazenda do Conselho de Estado**: colligidas por ordem do governo. Anos de 1871 a 1873. Rio de Janeiro: Typographia Nacional, 1874. v. 7, p. 69-74. Disponível em: [https://www.google.com.br/books/edition/\\_/YVArQAAMAAJ?hl=pt-BR&sa=X&ved=2ahUKEwjLu\\_DJ8P6FAxXOq5UCHYfxCMQQ7\\_IDegQIFRAF](https://www.google.com.br/books/edition/_/YVArQAAMAAJ?hl=pt-BR&sa=X&ved=2ahUKEwjLu_DJ8P6FAxXOq5UCHYfxCMQQ7_IDegQIFRAF). Acesso em: 08 maio 2024.

<sup>92</sup> BRASIL. Decreto nº 4.819, de 18 de novembro de 1871. Autoriza a incorporação do Banco Nacional, e approva como modificações, os respectivos estatutos. **Collecção das Leis do Imperio do Brasil de 1871**. Rio de Janeiro: Typographia Nacional, 1871. t. 34., pt. 2, p. 642-648. Disponível em: <https://www2.camara.leg.br/legin/fed/decret/1824-1899/decreto-4819-18-novembro-1871-552249-norma-pe.html>. Acesso em: 09 maio 2024.

<sup>93</sup> BRASIL. **Consultas da Secção de Fazenda do Conselho de Estado**: colligidas por ordem do governo. Anos de 1871 a 1873. Rio de Janeiro: Typographia Nacional, 1874. v. 7, p. 73. Disponível em: [https://www.google.com.br/books/edition/\\_/YVArQAAMAAJ?hl=pt-BR&sa=X&ved=2ahUKEwjLu\\_DJ8P6FAxXOq5UCHYfxCMQQ7\\_IDegQIFRAF](https://www.google.com.br/books/edition/_/YVArQAAMAAJ?hl=pt-BR&sa=X&ved=2ahUKEwjLu_DJ8P6FAxXOq5UCHYfxCMQQ7_IDegQIFRAF). Acesso em: 08 maio 2024.

<sup>94</sup> BRASIL. Decreto nº 4.819, de 18 de novembro de 1871. Autoriza a incorporação do Banco Nacional, e approva como modificações, os respectivos estatutos. **Collecção das Leis do Imperio do Brasil de 1871**. Rio de Janeiro: Typographia Nacional, 1871. t. 34., pt. 2, p. 643. Disponível em: <https://www2.camara.leg.br/legin/fed/decret/1824-1899/decreto-4819-18-novembro-1871-552249-norma-pe.html>. Acesso em: 09 maio 2024.

<sup>95</sup> BRASIL. **Consultas da Secção de Fazenda do Conselho de Estado**: colligidas por ordem do governo. Anos de 1871 a 1873. Rio de Janeiro: Typographia Nacional, 1874. v. 7, p. 73. Disponível em:

modo a replicar o disposto no artigo 33 do estatuto do Banco do Brasil, instituído pelo Decreto nº 1.223, de 31 de agosto de 1853<sup>96</sup>. A Seção de Fazenda julgou que se deveria manter a modificação contida no § 6º do Decreto nº 4.819/1871, embora o emendando com a passagem acima, sob a justificativa “de prevenir os abusos frequentes, e graves que se têm dado nas eleições e decisões das assembléas de accionistas”<sup>97</sup> [*sic*].

Nesse diapasão, alude-se, também, à Resolução de 30 de novembro de 1878<sup>98</sup>, sobre a reforma de algumas disposições dos estatutos do Banco Commercial do Rio de Janeiro, em que o conselho diretor tencionou alterar, dentre outros, o artigo 20 de seu estatuto para determinar que, a cada vinte e cinco, e não mais cinquenta, ações corresponde um voto e para ampliar o *voting cap* de vinte para quarenta votos por acionista. Veja-se:

Dos papeis juntos consta, que taes alterações foram aprovadas pela assembléa geral dos accionistas, reunidos em numero sufficiente.

São ellas as seguintes:

[...]

4.<sup>a</sup> Ao art. 20 substitua-se na primeira parte 50 por 25, e 20 por 40, conservando-se o resto. Supprima-se a segunda parte deste artigo que principia por – Si fizer parte, etc. – e termina – em um voto.

[...]

Os artigos, cuja reforma se requer, contem as seguintes disposições:

[...]

« Art. 20. A votação na assembléa geral será assim regulada. »

« Cada 50 acções dá direito a um voto, mas nenhum accionista terá mais de 20 votos, qualquer que seja o numero de acções que possua ou represente. »

« Si fizer parte da assembléa geral algum accionista que tenha menos de 50 acções terá comtudo um voto. »<sup>99</sup> [*sic*]

---

[https://www.google.com.br/books/edition/\\_/YVArQAAMAAJ?hl=pt-](https://www.google.com.br/books/edition/_/YVArQAAMAAJ?hl=pt-BR&sa=X&ved=2ahUKEwjLu_DJ8P6FAxXOq5UCHYfxCMQQ7_IDegQIFRAF)

BR&sa=X&ved=2ahUKEwjLu\_DJ8P6FAxXOq5UCHYfxCMQQ7\_IDegQIFRAF. Acesso em: 08 maio 2024.

<sup>96</sup> BRASIL. Decreto nº 1.223, de 31 de agosto de 1853. Concede a incorporação de hum Banco de depositos, descontos e emissão, estabelecido nesta Côrte. **Collecção das Leis do Imperio do Brasil de 1853**. Rio de Janeiro: Typographia Nacional, 1853. t. 16., pt. 2, seq. 46, p. 304-318. Disponível em: <https://www2.camara.leg.br/legin/fed/decret/1824-1899/decreto-1223-31-agosto-1853-559106-publicacaoriginal-81019-pe.html#:~:text=Concede%20a%20incorpora%C3%A7%C3%A3o%20de%20hum,e%20emiss%C3%A3o%2C%20estabelecido%20nesta%20C%C3%B4rte>. Acesso em: 09 maio 2024.

<sup>97</sup> BRASIL. **Consultas da Secção de Fazenda do Conselho de Estado**: colligidas por ordem do governo. Annos de 1871 a 1873. Rio de Janeiro: Typographia Nacional, 1874. v. 7, p. 74. Disponível em: [https://www.google.com.br/books/edition/\\_/YVArQAAMAAJ?hl=pt-](https://www.google.com.br/books/edition/_/YVArQAAMAAJ?hl=pt-BR&sa=X&ved=2ahUKEwjLu_DJ8P6FAxXOq5UCHYfxCMQQ7_IDegQIFRAF)

BR&sa=X&ved=2ahUKEwjLu\_DJ8P6FAxXOq5UCHYfxCMQQ7\_IDegQIFRAF. Acesso em: 08 maio 2024.

<sup>98</sup> BRASIL. **Consultas da Secção de Fazenda do Conselho de Estado**: colligidas por ordem do governo. Annos de 1877 a 1879. Rio de Janeiro: Typographia Nacional, 1879. v. 9, p. 231-6. Disponível em: [https://www.google.com.br/books/edition/Imperiaes\\_resolu%C3%A7%C3%B5es\\_do\\_Conselho\\_de\\_esta/dlArAQAAMAAJ?hl=pt-BR&gbpv=0](https://www.google.com.br/books/edition/Imperiaes_resolu%C3%A7%C3%B5es_do_Conselho_de_esta/dlArAQAAMAAJ?hl=pt-BR&gbpv=0). Acesso em: 08 maio 2024.

<sup>99</sup> *Ibid.*, p. 232-3.

A Seção de Fazenda julgou, nesse caso, excessivo o máximo proposto pelo conselho diretor do Banco Commercial do Rio de Janeiro para o *voting cap* do artigo 20 de seu estatuto, bem como afirmou que estaria desconforme ao disposto nos demais estatutos da mesma natureza.<sup>100</sup> As razões da Seção de Fazenda são

[...] fundadas nos inconvenientes que podem provir da grande preponderancia nas eleições, e decisões muitas vezes da maior importancia em favor de pequeno numero de accionistas, e detrimento da maioria dos interessados, só porque estes individualmente considerados, dispõe de menor quantidade de acções.<sup>101</sup> [*sic*]

Logo, nota-se que a Seção de Fazenda frequentemente opinava pela adoção de instrumentos de limitação ao direito de voto dos acionistas com a finalidade declarada de evitar a prevalência do interesse de um número pequeno de acionistas sobre os demais.<sup>102</sup>

Com o advento da Lei das Sociedades Anônimas de 1882, e por força de seu artigo 1º, *caput*, primeira parte<sup>103</sup>, a maioria dos estatutos sociais não estava mais sujeita à aprovação prévia pelo governo, o que acarretou, de acordo com Henry Hansmann e Mariana Pargendler, um declínio no número de companhias incorporadas que previam *voting caps* ou *ownership caps* e uma ascensão no uso de esquemas proporcionais de voto.<sup>104</sup> Aldo Musacchio, em direção contrária, sustenta que, entre 1890 e 1910, as companhias brasileiras atraíam investidores externos e mantinham a concentração de propriedade acionária e controle a níveis relativamente baixos a partir da inclusão, em seus estatutos, de dispositivos limitando o poder de acionistas maiores.<sup>105</sup>

---

<sup>100</sup> BRASIL. **Consultas da Secção de Fazenda do Conselho de Estado**: colligidas por ordem do governo. Annos de 1877 a 1879. Rio de Janeiro: Typographia Nacional, 1879. v. 9, p. 235. Disponível em: [https://www.google.com.br/books/edition/Imperiaes\\_resolu%C3%A7%C3%B5es\\_do\\_Conselho\\_de\\_esta/dlArAQAAMAAJ?hl=pt-BR&gbpv=0](https://www.google.com.br/books/edition/Imperiaes_resolu%C3%A7%C3%B5es_do_Conselho_de_esta/dlArAQAAMAAJ?hl=pt-BR&gbpv=0). Acesso em: 08 maio 2024.

<sup>101</sup> *Ibid.*, p. 236.

<sup>102</sup> *Ibid.*, p. 235.

<sup>103</sup> Lê-se o dispositivo: “Art. 1º As companhias ou sociedades anonymas, quer o seu objecto seja commercial quer civil, se podem estabelecer sem autorização do Governo.” BRASIL. Lei nº 3.150, de 04 de novembro de 1882. Regula o estabelecimento de companhias e sociedades anonymas. **Collecção das Leis do Imperio do Brazil de 1882**. Rio de Janeiro: Typographia Nacional, 1883. v. 1, p. 139-149. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/lim/LIM3150.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lim/LIM3150.htm). Acesso em: 06 maio 2024.

<sup>104</sup> PARGENDLER, Mariana; HANSMANN, Henry. A new view of shareholder voting in the nineteenth century: evidence from Brazil, England and France. **Business History**, Abingdon, v. 55, n. 4, 2013. p. 592. Disponível em: <https://law.stanford.edu/index.php?webauth-document=publication/701382/doc/slspublic/Pargendler%2055%20Business%20History%20585.pdf>. Acesso em: 02 abr. 2024.

<sup>105</sup> MUSACCHIO, Aldo. Laws versus Contracts: Shareholder Protections and Ownership Concentration in Brazil, 1890-1950. **Business History Review**, Cambridge, v. 82, n. 3, 2008. p. 448. Disponível em: <https://www.hbs.edu/businesshistory/Documents/musacchio-article-brazil.pdf>. Acesso em: 24 abr. 2024.

O artigo 4º do Decreto nº 434, de 04 de julho de 1891<sup>106</sup> (“Decreto nº 434/1891”), reforçou a dispensa de autorização governamental para constituição de sociedade anônima. Além disso, seu artigo 141, *caput*, parte final<sup>107</sup>, reproduz o artigo 15, § 6º, parte final, da Lei das Sociedades Anônimas de 1882<sup>108</sup>, que possibilita o afastamento do princípio *one share-one vote*.<sup>109</sup> Esses dispositivos facultavam aos estatutos sociais determinar o número mínimo de ações necessárias aos acionistas para que fossem admitidos a votar em assembleia geral e o número de votos atribuídos a cada acionista em razão do número de ações que detinha.

Não obstante, o acionista com pequena participação acionária tinha o direito de comparecer à reunião e de discutir a matéria em deliberação, por força do artigo 141, § 1º, do Decreto nº 434/1891<sup>110</sup>, que reproduz o artigo 15, § 7º, da Lei das Sociedades Anônimas de 1882<sup>111</sup>. No entanto, “ele podia ser considerado inabilitado para o voto, partindo-se do

---

<sup>106</sup> Lê-se o dispositivo: “Art. 4º As sociedades anonymas se podem constituir sem autorização do Governo. (Lei n. 3150 de 4 de novembro de 1882, art. 1º; Decr. n. 8821 de 30 de dezembro do mesmo anno, art. 3º; Decr. n. 164 de 17 de janeiro de 1890, art. 1º)”. BRASIL. Decreto nº 434, de 04 de julho de 1891. Consolida as disposições legislativas e regulamentares sobre as sociedades anonymas. **Collecção das Leis da Republica dos Estados Unidos do Brazil de 1891**. Rio de Janeiro: Imprensa Nacional, 1892. v. 2, pt. 2, p. 34-68. Disponível em: <https://www2.camara.leg.br/legin/fed/decret/1824-1899/decreto-434-4-julho-1891-504758-publicacaooriginal-1-pe.html>. Acesso em: 10 maio 2024.

<sup>107</sup> Lê-se o dispositivo: “Art. 141. Nos estatutos se determinará a ordem, que se ha de guardar nas reuniões da assembléa geral, o numero minimo de acções que é necessario aos accionistas para serem admittidos a votar em assembléa geral, e o numero de votos que compete a cada um na razão do numero de acções que possuir.” *Ibid.*, *loc. cit.*

<sup>108</sup> Lê-se o dispositivo: “Art. 15. [...] § 6º Nos estatutos se determinará a ordem que se deve guardar nas reuniões da assembléa geral, o numero de acções que é necessario ter para ser admittido a votar em assembléa geral, o numero de votos que compete a cada accionista na razão do numero das acções que possuir.” BRASIL. Lei nº 3.150, de 04 de novembro de 1882. Regula o estabelecimento de companhias e sociedades anonymas. **Collecção das Leis do Imperio do Brazil de 1882**. Rio de Janeiro: Typographia Nacional, 1883. v. 1, p. 139-149. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/lim/LIM3150.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lim/LIM3150.htm). Acesso em: 06 maio 2024.

<sup>109</sup> LIMA, Liana Issa. **Governança Corporativa em Empresas Desestatizadas e Voting Caps**: O Caso da Eletrobras. Informação Técnica: Consultoria Legislativa da Câmara dos Deputados, Brasília, 2023. p. 17. Disponível em: <https://redir.stf.jus.br/paginadorpub/paginador.jsp?docTP=TP&docID=772026998&prcID=6774194#>. Acesso em: 02 abr. 2024.

<sup>110</sup> Lê-se o dispositivo: “Art. 141. [...] § 1º Ainda que sem direito de votar, por não possuir o numero de acções exigido pelos estatutos, é permitido a todo o accionista comparecer á reunião da assembléa geral e discutir o objecto sujeito á deliberação.” BRASIL. Decreto nº 434, de 04 de julho de 1891. Consolida as disposições legislativas e regulamentares sobre as sociedades anonymas. **Collecção das Leis da Republica dos Estados Unidos do Brazil de 1891**. Rio de Janeiro: Imprensa Nacional, 1892. v. 2, pt. 2, p. 34-68. Disponível em: <https://www2.camara.leg.br/legin/fed/decret/1824-1899/decreto-434-4-julho-1891-504758-publicacaooriginal-1-pe.html>. Acesso em: 10 maio 2024.

<sup>111</sup> Lê-se o dispositivo: “Art. 15. [...] § 7º Ainda que sem direito de votar, por não possuir o numero de acções exigido pelos estatutos, é permitido a todo accionista comparecer á reunião da assembléa geral e discutir o objecto sujeito á deliberação.” BRASIL. Lei nº 3.150, de 04 de novembro de 1882. Regula o estabelecimento de companhias e sociedades anonymas. **Collecção das Leis do Imperio do Brazil de 1882**. Rio de Janeiro: Typographia Nacional, 1883. v. 1, p. 139-149. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/lim/LIM3150.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lim/LIM3150.htm). Acesso em: 06 maio 2024.

pressuposto da sua falta de interesse patrimonial”<sup>112</sup>. Esse sistema somente foi extinto com o Decreto-Lei nº 2.627, de 26 de setembro de 1940<sup>113</sup> (“Decreto nº 2.627/1940”).<sup>114</sup>

Com o Decreto nº 21.536, de 15 de junho de 1932<sup>115</sup> (“Decreto nº 21.536/1932”), foi disciplinada, logo em seu artigo 1º, *caput*<sup>116</sup>, a possibilidade de constituir, em parte, o capital das sociedades anônimas por ações preferenciais – sem, contudo, estipular um limite para tal. Nos termos do disposto no § 3º, primeira parte, do mesmo artigo<sup>117</sup>, os estatutos poderiam deixar de conferir a essas ações, ou conferir com restrições, “algum ou alguns dos direitos reconhecidos às ações comuns, inclusive o de voto”. Note-se que redação similar foi adotada, posteriormente, no artigo 111, *caput*, da Lei das Sociedades por Ações<sup>118</sup>.

Desse modo, as ações sem direito de voto passaram a estar positivadas na legislação brasileira. Conforme narra Telma Virginia Lopes Cabral<sup>119</sup>, no entanto, a ação preferencial já integrava a prática comercial brasileira há anos da publicação do Decreto nº 21.536/1932:

Apenas para citar, em 1898, a Companhia dos Fazendeiros de São Paulo dirigiu consulta ao Visconde de Ouro Preto e a Rui Barbosa sobre a admissibilidade dessas

---

<sup>112</sup> COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. 6. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014. *E-book*, p. 2, cap. 2, item 54.

<sup>113</sup> BRASIL. Decreto-Lei nº 2.627, de 26 de setembro de 1940. Dispõe sobre as sociedades por ações. **Coleção das Leis da República dos Estados Unidos do Brasil de 1940**. Rio de Janeiro: Imprensa Nacional, 1944. v. 5, p. 353-388. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/decreto-lei/del2627.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/del2627.htm). Acesso em: 23 abr. 2024.

<sup>114</sup> COMPARATO; SALOMÃO FILHO, *op. cit.*, *loc. cit.*

<sup>115</sup> BRASIL. Decreto nº 21.536, de 15 de junho de 1932. Dispõe sobre o modo de constituição do capital das sociedades anônimas, permitindo que ele se constitua, em parte, por ações preferenciais de uma ou mais classes. **Diário Oficial da União**: seção 1, Rio de Janeiro, DF, p. 11.877, 21 jun. 1932. Disponível em: <https://www2.camara.leg.br/legin/fed/decret/1930-1939/decreto-21536-15-junho-1932-517361-publicacaooriginal-1-pe.html>. Acesso em: 11 maio 2024.

<sup>116</sup> Lê-se o dispositivo: “Art. 1º O capital das sociedades anônimas pode ser, em parte, constituído por ações preferenciais de uma ou mais classes, observadas as disposições do presente decreto.” *Ibid.*, *loc. cit.*

<sup>117</sup> Lê-se o dispositivo: “§ 3º Os estatutos poderão deixar de conferir às ações preferenciais algum ou alguns dos direitos reconhecidos às ações comuns, inclusive o de voto, ou de conferi-los com restrições, não podendo, porém, impedir a seus possuidores a fiscalização dos atos da administração, tal como é, por lei, facultada aos acionistas comuns, nem lhes vedar o direito de requerer a dissolução e a falência da sociedade, nos casos previstos em lei.” *Ibid.*, *loc. cit.*

<sup>118</sup> Lê-se o dispositivo: “Art. 111. O estatuto poderá deixar de conferir às ações preferenciais algum ou alguns dos direitos reconhecidos às ações ordinárias, inclusive o de voto, ou conferi-lo com restrições, observado o disposto no artigo 109.” BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Diário Oficial da União**: Brasília, DF, p. 1, 17 dez. 1976. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6404consol.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm). Acesso em: 23 abr. 2024.

<sup>119</sup> CABRAL, Telma Virginia Lopes. Conflitos entre a Legislação das S.A. e a Legislação de Incentivos Fiscais no que se refere aos Direitos Conferidos às Ações Preferenciais. **Revista de Ciência Política**, Rio de Janeiro, v. 33, n. 2, p. 49-63, 1990. Disponível em: <https://periodicos.fgv.br/rcp/article/view/59794/0>. Acesso em: 12 maio 2024.

ações (ainda sem lei expressa), havendo, mais tarde introduzido as mesmas em seus Estatutos Sociais.<sup>120</sup>

Conforme linha do tempo elaborada por Liana Issa Lima<sup>121</sup>, os *voting caps* são positivados pela primeira vez na legislação brasileira em 1940, com o Decreto-Lei nº 2.627/1940. Notáveis são o artigo 81, *caput*<sup>122</sup>, prevendo a possibilidade de emitir ações preferenciais sem direito de voto – limitadas pelo artigo 9º, parágrafo único<sup>123</sup>, à metade do capital social – ou com direito de voto restrito – sem limite indicado<sup>124</sup> –, e o artigo 80, *caput*, segunda parte<sup>125</sup>, permitindo a instituição de limitações ao número de votos de cada acionista.

Posteriormente, a Lei das Sociedades por Ações, reiterou esses dispositivos no artigo 111, *caput*, no artigo 15, § 2º<sup>126</sup> – alterando “capital” para “total de ações emitidas” –, e no artigo 110, § 1º<sup>127</sup>, respectivamente. Todavia, ressalta-se que a redação original do artigo 15, § 2º, da Lei das Sociedades por Ações<sup>128</sup>, previa que as ações preferenciais sem direito a voto

---

<sup>120</sup> CABRAL, Telma Virginia Lopes. Conflitos entre a Legislação das S.A. e a Legislação de Incentivos Fiscais no que se refere aos Direitos Conferidos às Ações Preferenciais. **Revista de Ciência Política**, Rio de Janeiro, v. 33, n. 2, p. 49, 1990. Disponível em: <https://periodicos.fgv.br/rcp/article/view/59794/0>. Acesso em: 12 maio 2024.

<sup>121</sup> LIMA, Liana Issa. **Governança Corporativa em Empresas Desestatizadas e Voting Caps**: O Caso da Eletrobras. Informação Técnica: Consultoria Legislativa da Câmara dos Deputados, Brasília, 2023. p. 16-8. Disponível em: <https://redir.stf.jus.br/paginadorpub/paginador.jsp?docTP=TP&docID=772026998&prcID=6774194#>. Acesso em: 02 abr. 2024.

<sup>122</sup> Lê-se o dispositivo: “Art. 81. Os estatutos poderão deixar de conferir às ações preferenciais algum ou alguns dos direitos reconhecidos às ações comuns, inclusive o de voto, ou conferi-los com restrições, observado o disposto no art. 78.” BRASIL. Decreto-Lei nº 2.627, de 26 de setembro de 1940. Dispõe sobre as sociedades por ações. **Coleção das Leis da República dos Estados Unidos do Brasil de 1940**. Rio de Janeiro: Imprensa Nacional, 1944. v. 5, p. 353-388. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/decreto-lei/del2627.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/del2627.htm). Acesso em: 23 abr. 2024.

<sup>123</sup> Lê-se o dispositivo: “Art. 9º [...] Parágrafo único. A emissão de ações preferenciais sem direito de voto não pode ultrapassar a metade do capital da companhia.” *Ibid.*, *loc. cit.*

<sup>124</sup> FARAH, Fátima Regina França. Direito de voto nas sociedades anônimas. **Revista de Informação Legislativa**: Brasília, v. 23, n. 92, 1986. p. 402. Disponível em: <https://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/181688/000423289.pdf?sequence=3&isAllowed=y>. Acesso em: 11 maio 2024.

<sup>125</sup> Lê-se o dispositivo: “Art. 80. A cada ação comum ou ordinária corresponde um voto nas deliberações da assembléia geral, podendo os estatutos, entretanto, estabelecer limitações ao número de votos de cada acionista.” BRASIL. Decreto-Lei nº 2.627, de 26 de setembro de 1940. Dispõe sobre as sociedades por ações. **Coleção das Leis da República dos Estados Unidos do Brasil de 1940**. Rio de Janeiro: Imprensa Nacional, 1944. v. 5, p. 353-388. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/decreto-lei/del2627.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/del2627.htm). Acesso em: 23 abr. 2024.

<sup>126</sup> Lê-se o dispositivo: “Art. 15. [...] § 2º O número de ações preferenciais sem direito a voto, ou sujeitas a restrição no exercício desse direito, não pode ultrapassar 50% (cinquenta por cento) do total das ações emitidas.” BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Diário Oficial da União**: Brasília, DF, p. 1, 17 dez. 1976. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/16404consol.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/16404consol.htm). Acesso em: 23 abr. 2024.

<sup>127</sup> Lê-se o dispositivo: “Art. 110. [...] § 1º O estatuto pode estabelecer limitação ao número de votos de cada acionista.” *Ibid.*, *loc. cit.*

<sup>128</sup> “Lê-se o dispositivo: “Art. 15. [...] § 2º O número de ações preferenciais sem direito a voto ou sujeitas a restrições no exercício desse direito, não pode ultrapassar 2/3 (dois terços) do total das ações emitidas.” BRASIL.

ou sujeitas à restrição no exercício desse direito deveriam observar o limite de dois terços do total de ações emitidas. Apenas com a Lei nº 10.303/2001 esse limite retornou a ser metade.<sup>129</sup>

No que se refere à autorregulação das companhias emissoras, também é permitido o uso de *voting caps*, inclusive nos segmentos especiais de listagem – isto é, aqueles que, com o objetivo de atrair investidores, “prezam por regras de governança corporativa diferenciadas”<sup>130</sup>, exigindo “das companhias um maior compromisso com a proteção dos direitos dos acionistas minoritários”<sup>131</sup>.

Na Bolsa de Valores B3 – Brasil, Bolsa e Balcão, o artigo 7º, I, do Regulamento do Novo Mercado<sup>132</sup>, e o artigo 3.1.1, do Regulamento do Nível 2 de Governança Corporativa<sup>133</sup> – ambos exemplos de segmentos especiais de listagem – vedam a previsão em estatuto social de limitação do número de votos de acionista, ou grupo de acionistas, em percentuais inferiores a 5% do total das ações com direito a voto, excetuados os casos de desestatização ou de limites exigidos em lei ou regulamentação aplicáveis à atividade desenvolvida pela companhia.

---

Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Diário Oficial da União:** Brasília, DF, p. 1, 17 dez. 1976. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6404consol.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm). Acesso em: 23 abr. 2024.

<sup>129</sup> COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. 6. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014. *E-book*, p. 2, cap. 2, item 50.

<sup>130</sup> B3. **Segmentos de listagem**. Disponível em: [https://www.b3.com.br/pt\\_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/](https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/). Acesso em: 11 maio 2024.

<sup>131</sup> LIMA, Liana Issa. **Governança Corporativa em Empresas Desestatizadas e Voting Caps: O Caso da Eletrobras**. Informação Técnica: Consultoria Legislativa da Câmara dos Deputados, Brasília, 2023. p. 17. Disponível em: <https://redir.stf.jus.br/paginadorpub/paginador.jsp?docTP=TP&docID=772026998&prcID=6774194#>. Acesso em: 02 abr. 2024.

<sup>132</sup> Lê-se o dispositivo: “Art. 7º 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; e”. B3. **Regulamento do Novo Mercado**. Disponível em: [https://www.b3.com.br/data/files/33/E3/EB/8E/3271F8100E866AE8AC094EA8/Regulamento%20do%20Novo%20Mercado%20\\_Sancoes%20pecuniarias%202024\\_.pdf](https://www.b3.com.br/data/files/33/E3/EB/8E/3271F8100E866AE8AC094EA8/Regulamento%20do%20Novo%20Mercado%20_Sancoes%20pecuniarias%202024_.pdf). Acesso em: 02 abr. 2024.

<sup>133</sup> Lê-se o dispositivo: “3.1.1 Limitação de Voto. A Companhia não poderá prever, em seu estatuto social, disposições que limitem o número de votos de acionista ou Grupo de Acionistas em percentuais inferiores a 5% (cinco por cento) do total das ações com direito a voto, exceto nos casos de desestatização ou de limites exigidos em lei ou regulamentação aplicável à atividade desenvolvida pela Companhia, que sejam devidamente fundamentados e submetidos para aprovação da B3.” B3. **Regulamento de Listagem e de Aplicação de Sanções Pecuniárias do Nível 2**. Disponível em: [https://www.b3.com.br/data/files/87/B3/C4/D6/9226E810D34843E8AC094EA8/Regulamento%20do%20Nivel%202%20\\_Sancoes%20pecuniarias%202024\\_.pdf](https://www.b3.com.br/data/files/87/B3/C4/D6/9226E810D34843E8AC094EA8/Regulamento%20do%20Nivel%202%20_Sancoes%20pecuniarias%202024_.pdf). Acesso em: 11 maio 2024.

## 2.3 Objetivos de sua adoção

Conforme explicitado no subtópico anterior, o governo imperial brasileiro, ao analisar os estatutos sociais submetidos a sua aprovação, frequentemente estabelecia limitações ao poder de voto dos acionistas – geralmente, por meio de *voting caps* ou de *graduated voting rights* – consagrando como regra, no Brasil do século XIX, o desvio do princípio *one share-one vote*<sup>134</sup>.

Na figura da Seção de Fazenda do Conselho de Estado, o governo imperial brasileiro declarava que a justificativa para a adoção de tais mecanismos era prevenir o cometimento de abusos pelos acionistas com maior participação acionária contra aqueles que dispunham de menor quantidade de ações – prejudicando uma maioria de interessados em favor de pequeno número de acionistas.<sup>135-136</sup>

Apesar disso, Henry Hansmann e Mariana Pargendler – indo de encontro ao que geralmente se entende na doutrina, conforme abordado no tópico anterior – pontuam ser anacrônico classificá-las como, primordial e originalmente, um mecanismo de proteção aos acionistas minoritários.<sup>137</sup> Os autores argumentam que, enquanto as preocupações econômicas atuais concernem ao conflito de agência, no passado essas concerniam ao monopólio.<sup>138</sup>

Além disso, afirmam que, à época – ou seja, no século XIX –, sobretudo em setores com tendência ao monopólio, os acionistas e os consumidores se concentravam em uma mesma figura, que preferia manter baixos os preços praticados, obtendo retorno sobre o investimento dessa forma, ao invés de recebê-lo por meio do pagamento de dividendos vultuosos<sup>139</sup>.

---

<sup>134</sup> PARGENDLER, Mariana; HANSMANN, Henry. A new view of shareholder voting in the nineteenth century: evidence from Brazil, England and France. **Business History**, Abingdon, v. 55, n. 4, 2013. p. 589. Disponível em: <https://law.stanford.edu/index.php?webauth-document=publication/701382/doc/slspublic/Pargendler%2055%20Business%20History%20585.pdf>. Acesso em: 02 abr. 2024.

<sup>135</sup> BRASIL. **Consultas da Seção de Fazenda do Conselho de Estado**: colligidas por ordem do governo. Anos de 1871 a 1873. Rio de Janeiro: Typographia Nacional, 1874. v. 7, p. 74. Disponível em: [https://www.google.com.br/books/edition/\\_/YVArQAAMAAJ?hl=pt-BR&sa=X&ved=2ahUKEwjLu\\_DJ8P6FAxXOq5UCHYfxCMQQ7\\_IDegQIFRAF](https://www.google.com.br/books/edition/_/YVArQAAMAAJ?hl=pt-BR&sa=X&ved=2ahUKEwjLu_DJ8P6FAxXOq5UCHYfxCMQQ7_IDegQIFRAF). Acesso em: 08 maio 2024.

<sup>136</sup> BRASIL. **Consultas da Seção de Fazenda do Conselho de Estado**: colligidas por ordem do governo. Anos de 1877 a 1879. Rio de Janeiro: Typographia Nacional, 1879. v. 9, p. 236. Disponível em: [https://www.google.com.br/books/edition/Imperiaes\\_resolu%C3%A7%C3%B5es\\_do\\_Conselho\\_de\\_esta/dlArAQAAMAAJ?hl=pt-BR&gbpv=0](https://www.google.com.br/books/edition/Imperiaes_resolu%C3%A7%C3%B5es_do_Conselho_de_esta/dlArAQAAMAAJ?hl=pt-BR&gbpv=0). Acesso em: 08 maio 2024.

<sup>137</sup> PARGENDLER; HANSMANN, *op. cit.*, p. 594.

<sup>138</sup> *Ibid.*, p. 586.

<sup>139</sup> No original: “Consequently, if the firm is controlled by shareholders who are also customers of the firm, the shareholders may well prefer to keep the firm’s prices low, and get the return on their investment in the form of low prices rather than high dividends.” *Ibid.*, p. 586.

Nesse cenário, a limitação ao exercício do direito de voto servia para evitar que o poder de controle passasse para as mãos de acionistas orientados pelo lucro, que praticariam preços monopolísticos, ou para as mãos de competidores, que poderiam discriminar contra os acionistas-consumidores em favor de seu próprio negócio.<sup>140</sup> Diante disso, o objetivo seria, na verdade, proteger os acionistas-consumidores da exploração causada por monopólios<sup>141</sup>.

Essa interpretação vai de encontro ao que geralmente se entende na doutrina acerca da limitação ao exercício do direito de voto. Eric Hilt<sup>142</sup>, por exemplo, examinando o descasamento entre propriedade e controle acionário no início do século XIX nos Estados Unidos, em especial em Nova Iorque, afirma que a adoção desses mecanismos buscava atrair a participação de investidores menores por meio da proteção contra o domínio daqueles com maior participação acionária. Nesse ponto, todavia, o autor diverge da análise de Adolf Berle e Gardiner Means, que defendem que, no início do século XIX – pelo menos até 1835<sup>143</sup> –, havia uma correspondência direta entre os poderes políticos e econômicos nas companhias americanas<sup>144</sup>.

Eric Hilt explica que, apesar de os dados por ele analisados indicarem a presença de vasto número de pequenos acionistas em muitas das companhias, em geral, essas eram claramente dominadas por aqueles com grande participação acionária – indicando concentração da propriedade de ações.<sup>145</sup> Diante disso, o conflito de agência entre os acionistas minoritários e os controladores era uma preocupação central na governança dessas companhias<sup>146</sup>, que passaram a adotar instrumentos para proteger os primeiros da opressão dos últimos.

---

<sup>140</sup> PARGENDLER, Mariana; HANSMANN, Henry. A new view of shareholder voting in the nineteenth century: evidence from Brazil, England and France. **Business History**, Abingdon, v. 55, n. 4, 2013. p. 586. Disponível em: <https://law.stanford.edu/index.php?webauth-document=publication/701382/doc/slspublic/Pargendler%2055%20Business%20History%20585.pdf>. Acesso em: 02 abr. 2024.

<sup>141</sup> *Ibid.*, *loc. cit.*

<sup>142</sup> HILT, Eric. When did Ownership Separate from Control? Corporate Governance in the Early Nineteenth Century. **The Journal of Economic History**, Cambridge, v. 68, n. 3, 2008. p. 660. Disponível em: <http://www.jstor.org/stable/40056434>. Acesso em: 05 maio 2024.

<sup>143</sup> “The picture probably was not unfair up to, say, 1835. The number of shareholders was few; they could and did attend meetings; they were business-men; their vote meant something.” BERLE, Adolf A.; MEANS, Gardiner C. **The Modern Corporation and Private Property**. 2. ed. Abingdon: Routledge, 1991. p. 125.

<sup>144</sup> HILT, *op. cit.*, p. 646.

<sup>145</sup> *Ibid.*, p. 648.

<sup>146</sup> *Ibid.*, *loc. cit.*

Sob outra perspectiva, há autores que apontam serem os *voting caps* mais comumente utilizados como estratégia para repelir aquisições.<sup>147</sup> Segundo Paul L. Davies<sup>148</sup>, a utilização de *voting caps* ocasiona o entrincheiramento do conselho de administração, protegendo-o de uma possível destituição em caso de tentativa de aquisição da companhia.<sup>149-150</sup> Em suas palavras:

*A voting cap may hinder an overbearing majority from inflicting its will on the minority; it may also protect inefficient or self-seeking management against removal. In particular, a voting cap is likely to have the effect of making the removal of management by a successful take-over bidder much more difficult.*<sup>151</sup>

Nesse mesmo sentido, é o entendimento de Luca Enriques<sup>152</sup>, que, ao tratar da proteção dos acionistas minoritários, argumenta que a motivação para o estabelecimento de *voting caps* se relaciona mais à dissuasão de aquisições do que à proteção dos minoritários.<sup>153-154</sup> Além disso, afirma que a instituição de *voting caps* é mais comum para evitar a formação de blocos de controle onde não há um do que para limitar o poder de voto de um controlador.<sup>155-156</sup>

Jorge Brito Pereira também discorre a esse respeito, argumentando que o uso de *voting caps* “torna, em termos práticos, inútil (para efeitos de controlo) a aquisição de ações para além daquelas que atribuem direitos de voto dentro do limite estipulado nos estatutos, o qual é, em

---

<sup>147</sup> LIMA, Liana Issa. **Governança Corporativa em Empresas Desestatizadas e Voting Caps**: O Caso da Eletrobras. Informação Técnica: Consultoria Legislativa da Câmara dos Deputados, Brasília, 2023. p. 20. Disponível em: <https://redir.stf.jus.br/paginadorpub/paginador.jsp?docTP=TP&docID=772026998&prcID=6774194#>. Acesso em: 02 abr. 2024.

<sup>148</sup> DAVIES, Paul L. **The Board of Directors**: Composition, Structure, Duties and Powers. Company Law Reform in OECD Countries – A Comparative Outlook of Current Trends: Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico, Estocolmo, p. 1-13, 2000. Disponível em: <https://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/1857291.pdf>. Acesso em: 28 abr. 2024.

<sup>149</sup> *Ibid.*, p. 13.

<sup>150</sup> LIMA, *op. cit.*, p. 11.

<sup>151</sup> Em tradução própria: “Um *voting cap* pode impedir que uma maioria autoritária imponha a sua vontade à minoria; também pode proteger um conselho de administração ineficiente ou egocêntrico contra a destituição. Em particular, é provável que um *voting cap* tenha o efeito de tornar muito mais difícil a destituição do conselho de administração por uma oferta pública de aquisição bem-sucedida”. DAVIES, *op. cit.*, p. 13.

<sup>152</sup> ENRIQUES, Luca; HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier; PARGENDLER, Marina. The Basic Governance Structure: Minority Shareholders and Non-Shareholder Constituencies. In: KRAAKMAN, Reinier *et al.* **The Anatomy of Corporate Law**: A Comparative and Functional Approach. 3. ed. Oxônia: Oxford University Press, 2017. p. 79-108.

<sup>153</sup> *Ibid.*, p. 83.

<sup>154</sup> LIMA, *op. cit.*, *loc. cit.*

<sup>155</sup> ENRIQUES; HANSMANN; KRAAKMAN; PARGENDLER, *op. cit.*, p. 83.

<sup>156</sup> LIMA, *op. cit.*, *loc. cit.*

praticamente todos os casos, inferior à percentagem que atribui o controlo da sociedade”.<sup>157</sup> Todavia, apresenta outro possível objetivo da utilização desse instrumento, qual seja, simplesmente, o desejo de estabelecer outro princípio como base das relações de poder entre os acionistas, que não o da proporcionalidade.

---

<sup>157</sup> PEREIRA, Jorge Brito. *Voting caps* e OPA obrigatória. In: CASTRO, Carlos Osório de (coord.). **Estudos em Honra de João Soares da Silva**. Coimbra: Almedina, 2021. p. 654.

### 3. GOLDEN SHARE

#### 3.1 Aspectos gerais

As *golden shares* surgiram na década de 1980 no Reino Unido, no contexto das privatizações das sociedades estatais britânicas, com a finalidade de, diante da transferência de controle acionário a particulares, reservar ao Estado certos poderes que pudessem ser utilizados para impedir que estrangeiros participassem de setores da economia considerados estratégicos.<sup>158</sup> Segundo Juliana Krueger Pela,

[c]uidava-se de título acionário representativo de uma unidade do capital social, que atribuía ao seu titular – o Estado – prerrogativas especiais, não proporcionais à sua participação no capital da sociedade, destinadas a resguardar interesses nacionais, como o direito de impedir o ingresso de acionistas estrangeiros no bloco de controle da companhia. Em sua origem, portanto, a *golden share* visava à satisfação de interesses públicos.<sup>159</sup>

Originalmente, portanto, as *golden shares* surgiram como uma forma de conciliar o investimento de recursos privados com a proteção dos interesses estratégicos do Estado em atividades essenciais<sup>160</sup>, neutralizando as vulnerabilidades das antigas sociedades estatais.<sup>161</sup>

Não obstante, esses títulos acionários também passaram a ser emitidos por sociedades anônimas fora desse contexto de privatizações.<sup>162</sup> Por ser uma medida de limitação da proporcionalidade – como abordado em subtópico anterior – que atribui poderes especiais ao seu titular, as *golden shares* podem ser empregadas com objetivos diversos, sobretudo para interferir na estrutura de capital e na organização interna de poder na companhia.<sup>163</sup> Diante disso, Juliana Krueger Pela define as *golden shares* da seguinte forma:

[...] a expressão “*golden share*” designa, genericamente, os mecanismos de direito societário criados a partir do modelo de privatizações britânico para permitir ingerência qualitativamente diferenciada nas deliberações e negócios sociais por pessoa que não figura como titular da maioria das ações do capital da companhia.<sup>164</sup>

---

<sup>158</sup> PELA, Juliana Krueger. **As Golden Shares no Direito Societário Brasileiro**. São Paulo: Quartier Latin, 2012. p. 15.

<sup>159</sup> *Ibid.*, p. 15-6.

<sup>160</sup> *Ibid.*, p. 22.

<sup>161</sup> *Ibid.*, p. 26.

<sup>162</sup> *Ibid.*, p. 15-6 e 78.

<sup>163</sup> *Ibid.*, p. 18.

<sup>164</sup> *Ibid.*, p. 81.

Essa espécie de ação, conforme expõem Stefan Grundmann e Florian Möslein em estudo acerca da relação entre as *golden shares* e o poder de controle estatal em companhias privatizadas, confere, essencialmente, dois tipos de direito.<sup>165</sup>

O primeiro concerne àqueles direitos especiais, relativos ao processo de tomada de decisão de um órgão social, principalmente da assembleia geral, cujas matérias podem dizer respeito à dissolução da companhia, à aprovação de alterações estatutárias, à venda de ativos da companhia dependente de aprovação assemblear, ao poder de veto em certas deliberações sociais, e à nomeação de administradores e de membros do conselho fiscal.<sup>166-167</sup>

O segundo refere-se a direitos de interferir na estrutura acionária da companhia, como em casos de a participação acionária de uma pessoa, ou grupo de pessoas, exceder ou ficar aquém de determinado patamar – traduzindo-se, por exemplo, na primeira situação, no poder de veto.<sup>168-169</sup>

Defendendo a licitude desse instrumento frente a razões comumente arguidas pela doutrina de países de tradição romano-germânica<sup>170</sup>, Juliana Krueger Pela esquematiza, e enfrenta, os principais argumentos contrários às *golden shares*.

Argumenta-se que as *golden shares* violariam regras e princípios centrais de direito societário, como (i) a proporcionalidade entre direitos e participação acionária (princípio enunciado como “*one share one vote*”), (ii) a impessoalidade da participação acionária, (iii) a igualdade entre acionistas, (iv) a deliberação por maioria, (v) a livre circulação dos títulos acionários, e (vi) a tipicidade das espécies e classes de ações. Por contrariar essas regras e princípios, tidos como essenciais ao regime das sociedades anônimas, há quem defenda, inclusive, que as *golden shares* descaracterizariam esse tipo societário.<sup>171</sup>

Diante da organização proposta pela autora, passa-se a analisar cada um dos argumentos pela ilicitude desse instrumento. Para fins didáticos, tratar-se-á dos postulados (v) e (vi) em conjunto, pois se referem à descaracterização do tipo sociedade anônima. Além disso,

---

<sup>165</sup> GRUNDMANN, Stefan; MÖSLEIN, Florian. *Golden Shares: State Control in Privatised Companies – Comparative Law, European Law and Policy Aspects*. [S.n.], [s.l.], 2003. p. 3. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=410580>. Acesso em: 22 maio 2024.

<sup>166</sup> *Ibid.*, *loc. cit.*

<sup>167</sup> PELA, Juliana Krueger. *As Golden Shares no Direito Societário Brasileiro*. São Paulo: Quartier Latin, 2012. p. 82.

<sup>168</sup> GRUNDMANN; MÖSLEIN, *op. cit.*, *loc. cit.*

<sup>169</sup> PELA, Juliana Krueger. *As Golden Shares no Direito Societário Brasileiro*. São Paulo: Quartier Latin, 2012. p. 82.

<sup>170</sup> *Ibid.*, p. 18.

<sup>171</sup> PELA, Juliana Krueger. Origem e Desenvolvimento das Golden Shares. *Revista da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo*, São Paulo, v. 103, 2008. p. 233. Disponível em: <https://www.revistas.usp.br/rfdusp/article/view/67803>. Acesso em: 03 abr. 2024.

agrupam-se os enunciados (i), (ii), (iii) e (iv), que tratam da suposta violação de outras normas de direito societário.

Quanto aos argumentos no sentido de que as *golden shares* descaracterizariam o tipo sociedade anônima, Juliana Krueger Pela principia por definir os elementos nucleares que compõem esse tipo societário, de modo a demonstrar que as *golden shares* não o desnaturam.<sup>172</sup> Alega que a importância dessa tarefa reside no fato de que os tipos, ao lado das normas cogentes – isto é, aquelas que não podem ser derogadas pelas partes no exercício da autonomia privada, ou do “auto-regramento da vontade”<sup>173</sup> –, atuam como limite ao princípio da autonomia privada.<sup>174</sup>

Consoante o disposto no artigo 1.088 da Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002<sup>175</sup>, c/c o artigo 1º da Lei das Sociedades por Ações<sup>176</sup>, tais elementos são: “(i) a responsabilidade limitada dos sócios em relação às dívidas sociais; e (ii) a divisão do capital social em ações passíveis de transferência, de modo a permitir a constante alteração da composição acionária”<sup>177</sup>. Visto que o regime de responsabilidade se mantém inalterado diante da emissão de *golden shares*, resta-se analisar o elemento da divisão do capital social em ações transferíveis.

As *golden shares* classificam-se, no Brasil, conforme demonstrado em subtópico seguinte, como uma classe de ação preferencial. Em razão disso, a qualidade de acionista é requisito para o exercício das prerrogativas atribuídas pelas *golden shares*.<sup>178</sup> Portanto, não há o que se falar em violação da divisão do capital social em ações – nem de violação à tipicidade das espécies e classes de ação.

No que se refere a sua transferibilidade, é necessário verificar se a ingerência do titular da *golden share* sobre a estrutura acionária da companhia por meio do exercício do “poder de

---

<sup>172</sup> PELA, Juliana Krueger. **As Golden Shares no Direito Societário Brasileiro**. São Paulo: Quartier Latin, 2012. p. 98.

<sup>173</sup> MIRANDA, Francisco Cavalcanti Pontes de. **Tratado de Direito Privado**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2012. t. 3, p. 109.

<sup>174</sup> PELA, *op. cit.*, p. 105.

<sup>175</sup> Lê-se o dispositivo: “Art. 1.088. Na sociedade anônima ou companhia, o capital divide-se em ações, obrigando-se cada sócio ou acionista somente pelo preço de emissão das ações que subscrever ou adquirir.” BRASIL. Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Institui o Código Civil. **Diário Oficial da União**: Brasília, DF, p. 1, 11 jan. 2002. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/2002/110406.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406.htm). Acesso em: 22 maio 2024.

<sup>176</sup> Lê-se o dispositivo: “Art. 1º A companhia ou sociedade anônima terá o capital dividido em ações, e a responsabilidade dos sócios ou acionistas será limitada ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas.” BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Diário Oficial da União**: Brasília, DF, p. 1, 17 dez. 1976. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/16404consol.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/16404consol.htm). Acesso em: 23 abr. 2024.

<sup>177</sup> PELA, *op. cit.*, p. 114.

<sup>178</sup> *Ibid.*, p. 116.

aprovar a aquisição, por pessoa ou grupo organizado de pessoas, de certo número de ações”<sup>179</sup>, violaria o requisito da livre circulação dos títulos acionários. Além disso, deve-se examinar, também, se a impossibilidade de negociação da própria *golden share* configuraria um desrespeito a esse mesmo princípio.

Em relação ao primeiro caso, é necessário destacar, conforme preceitua John Armour – ao examinar o elemento da transferibilidade de ações enquanto característica compartilhada pelas companhias em diferentes jurisdições, inclusive a brasileira –, que ações livremente transferíveis não significam ações livremente negociáveis.<sup>180</sup> Admite, assim, que podem existir restrições na negociação de títulos acionários, como transferência limitada a indivíduos pertencentes a certo grupo ou condicionada à aprovação em assembleia.<sup>181</sup>

No entanto, tendo em vista que a livre negociação apresenta benefícios como a maximização da liquidez do título acionário, a possibilidade de diversificação dos investimentos pelos acionistas e uma maior flexibilidade na captação de recursos, as jurisdições analisadas por John Armour, incluindo a brasileira, preveem pelo menos um subtipo de companhia que a garante.<sup>182</sup>

Igualmente, Fábio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho defendem que a possibilidade de transferência das ações é um direito essencial do acionista, a despeito de não constar do rol dos incisos do artigo 109 da Lei das Sociedades por Ações.<sup>183</sup> Todavia, afirmam que é plenamente possível que estatutos sociais – visando à manutenção do controle acionário – estabeleçam cláusulas restritivas da circulação de ações, “desde que [...] não acarretem a intransferibilidade prática da posição acionária”<sup>184</sup>. Propõem, diante disso, a seguinte classificação:

Essas cláusulas restritivas podem ser classificadas, em geral, em quatro tipos: as que submetem a transferência de ações ao consentimento de um órgão determinado da sociedade, como a assembleia-geral ou a diretoria (*placet*); as que estabelecem certos impedimentos à participação na sociedade, em razão da nacionalidade ou da

---

<sup>179</sup> PELA, Juliana Krueger. **As Golden Shares no Direito Societário Brasileiro**. São Paulo: Quartier Latin, 2012. p. 116.

<sup>180</sup> No original: “Fully transferable shares do not necessarily mean freely tradable shares.” ARMOUR, John; HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier; PARGENDLER, Marina. What is Corporate Law?. In: KRAAKMAN, Reinier *et al.* **The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach**. 3. ed. Oxônia: Oxford University Press, 2017. p. 10.

<sup>181</sup> *Ibid.*, *loc. cit.*

<sup>182</sup> No original: “Fully transferable shares do not necessarily mean freely tradable shares.” *Ibid.*, *loc. cit.*

<sup>183</sup> COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. 6. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014. *E-book*, p. 2, cap. 2, item 46.

<sup>184</sup> *Ibid.*, *loc. cit.*

profissão, por exemplo; as cláusulas de opção; e as de preferência ou prelação na venda de ações.<sup>185</sup>

Adotando a classificação indicada, a hipótese de o estatuto social atribuir ao titular da *golden share* o poder de aprovar a aquisição de ações por terceiros subsume ao que os autores denominam cláusula de *placet*.

Do mesmo modo, Juliana Krueger Pela afirma que a regra da transferibilidade de ações não é absoluta e que se podem prever restrições à circulação de ações emitidas pela sociedade anônima, sem que se violem elementos essenciais do tipo societário.<sup>186</sup> No Brasil, as sociedades anônimas dividem-se em dois subtipos, nos termos do disposto no artigo 4º, *caput*, da Lei das Sociedades por Ações<sup>187</sup>, quais sejam, as sociedades anônimas abertas, cujas ações são negociadas no mercado de valores mobiliários, e as fechadas, cujas ações não o são.

O artigo 36, *caput*, da Lei das Sociedades por Ações<sup>188</sup> dispõe que o estatuto social das companhias fechadas pode impor limitações à circulação das ações, desde que elas sejam minuciosamente reguladas e que não impeçam nem sujeitem o acionista ao arbítrio dos órgãos de administração da companhia ou da maioria de seus acionistas. Não há, todavia, previsão de igual faculdade para as companhias abertas.

Fábio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho argumentam que esse dispositivo

parece excluir a cláusula de *placet*, pois a especificidade desta consiste, exatamente, na atribuição de um poder arbitrário de decisão ao órgão administrativo ou à assembleia-geral, que, por definição, não pode ser regulado “minuciosamente” nos estatutos.

[...]

De outra parte, porém, essa disposição da lei brasileira não exclui a possibilidade de cláusulas de opção, de preferência ou de impedimentos pessoais na aquisição de ações, desde que respeitados os limites impostos pela própria norma.<sup>189</sup>

---

<sup>185</sup> COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. 6. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014. *E-book*, p. 2, cap. 2, item 46.

<sup>186</sup> PELA, Juliana Krueger. **As Golden Shares no Direito Societário Brasileiro**. São Paulo: Quartier Latin, 2012. p. 117.

<sup>187</sup> Lê-se o dispositivo: “Art. 4º Para os efeitos desta Lei, a companhia é aberta ou fechada conforme os valores mobiliários de sua emissão estejam ou não admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários.” BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Diário Oficial da União**: Brasília, DF, p. 1, 17 dez. 1976. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6404consol.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm). Acesso em: 23 abr. 2024.

<sup>188</sup> Lê-se o dispositivo: “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.” *Ibid.*, *loc. cit.*

<sup>189</sup> COMPARATO; SALOMÃO FILHO, *op. cit.*, p. 2, cap. 2, item 48.

Logo, para esses autores não seria lícita a atribuição às *golden shares* do poder de aprovar a aquisição de ações por terceiros, por força do artigo 36, *caput*, da Lei das Sociedades por Ações.

Por outro lado, Juliana Krueger Pela aduz que as *golden shares* munidas da cláusula de *placet* seriam admitidas nas companhias fechadas, pois entende que, ainda assim, seria possível cumprir os requisitos do referido artigo.<sup>190</sup> Quanto às sociedades anônimas abertas, afirma que não só a possibilidade de transferência das ações, mas também sua livre circulação se configura elemento essencial desse subtipo, não sendo possível falar, genericamente, em quaisquer limitações a sua circulação nem, especificamente, da atribuição à *golden share* do poder da cláusula de *placet*. Isso posto, a cláusula de *placet* não violaria o tipo sociedade anônima, mas tão somente o subtipo companhia aberta.

No que diz respeito à negociação da própria *golden share*, a autora sugere que “a impossibilidade de negociação seria inerente à sua disciplina”<sup>191</sup>, mas ressalta que nem todas as formas dessa ação têm a sua transferência limitada. À vista disso, o interesse em que a *golden share* seja inalienável corresponde ao fundamento de sua criação, que pode se tratar, a depender do contexto: do interesse público em geral ou do interesse nacional, em companhias objeto de privatização; e de interesses como recuperação e continuidade das atividades sociais, ou eficiência na prestação de um serviço, em companhias integrantes do setor privado.<sup>192</sup>

O argumento no sentido de que haveria violação do princípio da transferibilidade das ações se sustenta no fato de que uma cláusula impedindo a alienação da *golden share* por seu titular tornaria o acionista “prisioneiro” da ação, indo de encontro ao seu direito essencial previsto no artigo 109, V, da Lei das Sociedades por Ações<sup>193</sup>, de retirar-se da sociedade.<sup>194</sup> Nessa lógica, a transferibilidade permite que a companhia conduza sua empresa ininterruptamente à medida em que se alteram os acionistas.<sup>195</sup>

---

<sup>190</sup> PELA, Juliana Krueger. **As Golden Shares no Direito Societário Brasileiro**. São Paulo: Quartier Latin, 2012. p. 119.

<sup>191</sup> *Ibid.*, p. 121.

<sup>192</sup> *Ibid.*, p. 124.

<sup>193</sup> Lê-se o dispositivo: “Art. 109. Nem o estatuto social nem a assembléia-geral poderão privar o acionista dos direitos de: [...] V - retirar-se da sociedade nos casos previstos nesta Lei.” BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Diário Oficial da União**: Brasília, DF, p. 1, 17 dez. 1976. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/16404consol.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/16404consol.htm). Acesso em: 23 abr. 2024.

<sup>194</sup> PELA, *op. cit.*, p. 121.

<sup>195</sup> ARMOUR, John; HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier; PARGENDLER, Marina. What is Corporate Law?. In: KRAAKMAN, Reinier *et al.* **The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach**. 3. ed. Oxônia: Oxford University Press, 2017. p. 10.

Em contrapartida, Juliana Krueger Pela contesta que existe relação íntima entre os atributos do titular da ação e os poderes a ela conferidos, de modo que a participação acionária representada pela *golden share* exprime uma natureza pessoal, que é incompatível com a noção de que o acionista se veria prejudicado pela impossibilidade de negociar seu título.

Conclui que a previsão da cláusula de inalienabilidade da *golden share* “não importa, *per se*, ofensa ao tipo”<sup>196</sup> da sociedade anônima, e que sua validade é aferida conforme houver interesses legítimos que a justifiquem.<sup>197</sup> Diante disso, o instituto das *golden shares* não implica descaracterização do tipo societário.<sup>198</sup>

Em seguida, examina-se o segundo grupo de argumentos, referentes à suposta violação de regras e princípios gerais do direito societário, iniciando-se pelo princípio da proporcionalidade.

As *golden shares* conferem ao seu titular poderes desproporcionais a sua participação, configurando-se um exemplo de exceção ao princípio da proporcionalidade. “[C]aracterizam-se justamente pela concentração, em uma única ação, de diversas prerrogativas especiais, não atribuídas aos outros títulos de emissão da companhia”<sup>199</sup>.

Embora a regra geral do direito brasileiro seja a proporcionalidade entre a participação acionária e os direitos conferidos pelas ações, esse princípio não é absoluto. A legislação societária prevê diversas circunstâncias em que se admite a mitigação do princípio da proporcionalidade – o que já foi amplamente discutido em tópico próprio. Assim, não se sustenta o argumento pela ilicitude das *golden shares* apenas por promover a dissociação entre direitos políticos e econômicos.

A igualdade entre acionistas, por sua vez, trata, na verdade, da igualdade entre as ações de emissão da companhia.<sup>200</sup> Nos termos do disposto no artigo 109, § 1º, da Lei das Sociedades por Ações<sup>201</sup>, a aplicação desse princípio não é irrestrita, mas dependente de cada classe de ação.<sup>202</sup> Diante disso, não assiste razão à conclusão de que as *golden shares* o violariam, pois

---

<sup>196</sup> PELA, Juliana Krueger. **As Golden Shares no Direito Societário Brasileiro**. São Paulo: Quartier Latin, 2012. p. 123.

<sup>197</sup> *Ibid.*, p. 125.

<sup>198</sup> *Ibid.*, *loc. cit.*

<sup>199</sup> *Ibid.*, p. 18.

<sup>200</sup> *Ibid.*, p. 132.

<sup>201</sup> Lê-se o dispositivo: “Art. 109. [...] § 1º As ações de cada classe conferirão iguais direitos aos seus titulares.” BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Diário Oficial da União**: Brasília, DF, p. 1, 17 dez. 1976. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6404consol.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm). Acesso em: 23 abr. 2024.

<sup>202</sup> PELA, *op. cit.*, p. 133.

se trata de ação preferencial de classe especial, ou seja, subsume-se à espécie e à classe específicas.

Similarmente, o princípio da igualdade entre acionistas relaciona-se ao princípio da impessoalidade da participação acionária, que impede distinções entre acionistas com base em aspectos subjetivos.<sup>203</sup> Apesar de a *golden share* ser conferida ao seu titular em razão de seus atributos particulares, não se pode falar em violação do princípio da impessoalidade. A partir da divisão das ações em espécies e classes distintas, possibilita-se a incorporação de elementos *intuitu personae* fundados nessa separação, sem que se atribuam direitos e deveres a um acionista por suas características pessoais.<sup>204</sup>

O princípio da deliberação por maioria, consagrado no artigo 129, *caput*, da Lei das Sociedades por Ações<sup>205</sup>, determina que, em regra, as deliberações serão tomadas pela maioria absoluta de votos – vinculando, inclusive, aqueles que se abstenham ou que se manifestem em sentido contrário. Contudo, sua aplicação não é restrita, admitindo-se exceções a esse princípio.<sup>206</sup> O artigo 129, § 1º, da Lei das Sociedades por Ações<sup>207</sup>, autoriza o estabelecimento, pelo estatuto social, de quórum superior em companhias fechadas para aprovação de determinadas matérias.

Além disso, há artigos que preveem a necessidade de consentimento unânime, como: o artigo 72, do Decreto nº 2.627/1940<sup>208</sup>, sobre a mudança de nacionalidade de sociedade anônima ou de companhia brasileira; o artigo 16, parágrafo único, da Lei das Sociedades por Ações<sup>209</sup>, acerca da alteração do estatuto social relativa à diversidade de classes de ação

---

<sup>203</sup> PELA, *op. cit.*, p. 133-4.

<sup>204</sup> PELA, *op. cit.*, p. 134.

<sup>205</sup> Lê-se o dispositivo: “Art. 129. As deliberações da assembléia-geral, ressalvadas as exceções previstas em lei, serão tomadas por maioria absoluta de votos, não se computando os votos em branco.” BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Diário Oficial da União**: Brasília, DF, p. 1, 17 dez. 1976. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6404consol.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm). Acesso em: 23 abr. 2024.

<sup>206</sup> PELA, *op. cit.*, p. 137.

<sup>207</sup> Lê-se o dispositivo: “Art. 129. [...] § 1º O estatuto da companhia fechada pode aumentar o quorum exigido para certas deliberações, desde que especifique as matérias.” BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Diário Oficial da União**: Brasília, DF, p. 1, 17 dez. 1976. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6404consol.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm). Acesso em: 23 abr. 2024.

<sup>208</sup> Lê-se o dispositivo: “Art. 72. A sociedade anônima ou companhia brasileira somente poderá mudar de nacionalidade mediante o consentimento unânime dos acionistas.” BRASIL. Decreto-Lei nº 2.627, de 26 de setembro de 1940. Dispõe sobre as sociedades por ações. **Coleção das Leis da República dos Estados Unidos do Brasil de 1940**. Rio de Janeiro: Imprensa Nacional, 1944. v. 5, p. 353-388. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/decreto-lei/del2627.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/del2627.htm). Acesso em: 23 abr. 2024.

<sup>209</sup> Lê-se o dispositivo: “Art. 16. [...] Parágrafo único. A alteração do estatuto na parte em que regula a diversidade de classes, se não for expressamente prevista e regulada, requererá a concordância de todos os titulares das ações atingidas.” BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Diário Oficial da União**: Brasília, DF, p. 1, 17 dez. 1976. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6404consol.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm). Acesso em: 23 abr. 2024.

ordinária de companhia fechada; o artigo 87, § 2º, segunda parte, da Lei das Sociedades por Ações<sup>210</sup>, quanto à alteração do projeto de estatuto social na assembleia de constituição; e o artigo 221, *caput*, da Lei das Sociedades por Ações<sup>211</sup>, sobre a transformação da companhia.<sup>212</sup>

Ainda, o princípio majoritário pode deixar de ser aplicado em virtude do exercício do poder de veto. Consoante esquematização de Juliana Krueger Pela<sup>213</sup>, a atribuição do poder de veto pode ocorrer: diretamente, por aplicação às ações preferenciais do disposto no artigo 18, parágrafo único, da Lei das Sociedades por Ações<sup>214</sup>; indiretamente, por meio da aplicação do artigo 129, § 1º, da Lei das Sociedades por Ações<sup>215</sup>, elevando o quórum de deliberação em companhias fechadas; ou pode provir de acordo de acionistas sobre o exercício do direito de voto, conforme inteligência do artigo 118, *caput*, da Lei das Sociedades por Ações<sup>216</sup>.

Haja vista que as *golden shares* conferem direitos similares aos expostos, não há, propriamente, violação ao princípio da deliberação por maioria, mas tão somente sua aplicação mitigada.<sup>217</sup>

Logo, enfrentados os argumentos pela ilicitude das *golden shares*, demonstrando sua compatibilidade com o tipo sociedade anônima, com normas de direito societário em geral e, em específico, com a legislação societária brasileira, passa-se a discutir, brevemente, o histórico desse instituto no Brasil.

---

<sup>210</sup> Lê-se o dispositivo: “Art. 87. [...] § 2º Cada ação, independentemente de sua espécie ou classe, dá direito a um voto; a maioria não tem poder para alterar o projeto de estatuto.” BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Diário Oficial da União**: Brasília, DF, p. 1, 17 dez. 1976. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/16404consol.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/16404consol.htm). Acesso em: 23 abr. 2024.

<sup>211</sup> Lê-se o dispositivo: “Art. 221. A transformação exige o consentimento unânime dos sócios ou acionistas, salvo se prevista no estatuto ou no contrato social, caso em que o sócio dissidente terá o direito de retirar-se da sociedade.” *Ibid.*, *loc. cit.*

<sup>212</sup> PELA, Juliana Krueger. **As Golden Shares no Direito Societário Brasileiro**. São Paulo: Quartier Latin, 2012. p. 137.

<sup>213</sup> *Ibid.*, *loc. cit.*

<sup>214</sup> Lê-se o dispositivo: “Art. 18. [...] Parágrafo único. O estatuto pode subordinar as alterações estatutárias que especificar à aprovação, em assembléia especial, dos titulares de uma ou mais classes de ações preferenciais.” BRASIL, *op. cit.*, *loc. cit.*

<sup>215</sup> Lê-se o dispositivo: “Art. 129. [...] § 1º O estatuto da companhia fechada pode aumentar o quorum exigido para certas deliberações, desde que especifique as matérias.” *Ibid.*, *loc. cit.*

<sup>216</sup> Lê-se o dispositivo: “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.” *Ibid.*, *loc. cit.*

<sup>217</sup> PELA, *op. cit.*, p. 138.

### 3.2 Breve histórico no Brasil

Ao positivar as *golden shares* no direito brasileiro, a Lei nº 8.031, de 12 de abril de 1990<sup>218</sup> (“Lei nº 8.031/1990”), denominou-as de “ação de classe especial”.<sup>219</sup> Assim como no Reino Unido, o advento das ações de classe especial, no Brasil, relaciona-se a um processo de privatização de companhias estatais, ocorrido, aqui, durante a década de 1990 no âmbito do Programa Nacional de Desestatização (“PND”).

Com vistas a alcançar os objetivos do PND, dispostos no artigo 1º da Lei nº 8.031/1990<sup>220</sup>, seu artigo 2º, I e II<sup>221</sup>, autorizava a privatização das sociedades controladas direta ou indiretamente pela União. Além disso, definia privatização como “a alienação, pela União, de direitos que lhe assegurem, diretamente ou através de outras controladas, preponderância nas deliberações sociais e o poder de eleger a maioria dos administradores da sociedade”, refletindo a redação do artigo 116, a)<sup>222</sup>, c/c artigo 243, § 2º<sup>223</sup>, ambos da Lei das Sociedades por Ações.<sup>224</sup>

---

<sup>218</sup> BRASIL. Lei nº 8.031, de 12 de abril de 1990. Cria o Programa Nacional de Desestatização, e dá outras providências. **Diário Oficial da União**: Brasília, DF, p. 7.103, 13 abr. 1990. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/18031.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/18031.htm). Acesso em: 20 maio 2024.

<sup>219</sup> PELA, Juliana Krueger. **As Golden Shares no Direito Societário Brasileiro**. São Paulo: Quartier Latin, 2012. p. 62.

<sup>220</sup> Lê-se o dispositivo: “Art. 1º É instituído o Programa Nacional de Desestatização, com os seguintes objetivos fundamentais: I - reordenar a posição estratégica do Estado na economia, transferindo à iniciativa privada atividades indevidamente exploradas pelo setor público; II - contribuir para a redução da dívida pública, concorrendo para o saneamento das finanças do setor público; III - permitir a retomada de investimentos nas empresas e atividades que vierem a ser transferidas à iniciativa privada; IV - contribuir para modernização do parque industrial do País, ampliando sua competitividade e reforçando a capacidade empresarial nos diversos setores da economia; V - permitir que a administração pública concentre seus esforços nas atividades em que a presença do Estado seja fundamental para a consecução das prioridades nacionais; VI - contribuir para o fortalecimento do mercado de capitais, através do acréscimo da oferta de valores mobiliários e da democratização da propriedade do capital das empresas que integrarem o Programa.” BRASIL. Lei nº 8.031, de 12 de abril de 1990. Cria o Programa Nacional de Desestatização, e dá outras providências. **Diário Oficial da União**: Brasília, DF, p. 7.103, 13 abr. 1990. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/18031.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/18031.htm). Acesso em: 20 maio 2024.

<sup>221</sup> Lê-se o dispositivo: “Art. 2º Poderão ser privatizadas, nos termos desta lei, as empresas: I - controladas, direta ou indiretamente, pela União e instituídas por lei ou ato do Poder Executivo; ou II - criadas pelo setor privado e que, por qualquer motivo, passaram ao controle, direto ou indireto, da União.” *Ibid.*, *loc. cit.*

<sup>222</sup> Lê-se o dispositivo: “Art. 116. Entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que: a) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembléia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e”. BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Diário Oficial da União**: Brasília, DF, p. 1, 17 dez. 1976. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/16404consol.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/16404consol.htm). Acesso em: 23 abr. 2024.

<sup>223</sup> Lê-se o dispositivo: “Art. 243. [...] § 2º Considera-se controlada a sociedade na qual a controladora, diretamente ou através de outras controladas, é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, preponderância nas deliberações sociais e o poder de eleger a maioria dos administradores.” *Ibid.*, *loc. cit.*

<sup>224</sup> PELA, *op. cit.*, p. 63.

Em seu artigo 6º, XIII<sup>225</sup>, a Lei nº 8.031/1990 previa que à Comissão Diretora do PND competia sugerir a criação de ações de classe especial e definir as matérias que disciplinariam. Originalmente, o § 1º desse artigo previa os direitos inerentes a esse tipo de ação, mas sofreu veto presidencial sob o fundamento de que os poderes atribuídos pela ação de classe especial deveriam depender das especificidades de cada sociedade.<sup>226</sup> Seu § 2º<sup>227</sup>, por sua vez, determinava que tais ações somente poderiam ser atribuídas à União.

Conforme expõe Juliana Krueger Pela, “a Lei nº 8.031/90 não disciplinou, em detalhes, as hipóteses que justificariam a emissão da ação de classe especial, nem mesmo os direitos a ela inerentes”<sup>228</sup>. Seu artigo 8º<sup>229</sup> dispunha apenas que a atribuição de ação de classe especial à União dependeria de razões que a justificassem, devendo delimitar-se no estatuto social as matérias sujeitas a veto. Essa redação foi reproduzida pelas normas que regulamentaram a Lei nº 8.031/1990, que foram consolidadas no Decreto nº 1.204, de 29 de julho de 1994<sup>230</sup>.<sup>231</sup>

Em 1997, a Lei nº 8.031/1990 foi revogada pela Lei nº 9.491, de 09 de setembro de 1997<sup>232</sup> (“Lei Geral de Desestatização”). Havendo sido criadas, durante sua curta vigência,

---

<sup>225</sup> Lê-se o dispositivo: “Art. 6º Compete à Comissão Diretora do Programa Nacional de Desestatização: [...] XIII - sugerir a criação de ações de classe especial e as matérias que elas disciplinarão, nas condições fixadas nos §§ 1º e 2º deste artigo”. BRASIL. Lei nº 8.031, de 12 de abril de 1990. Cria o Programa Nacional de Desestatização, e dá outras providências. **Diário Oficial da União**: Brasília, DF, p. 7.103, 13 abr. 1990. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/18031.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/18031.htm). Acesso em: 20 maio 2024.

<sup>226</sup> PELA, Juliana Krueger. **As Golden Shares no Direito Societário Brasileiro**. São Paulo: Quartier Latin, 2012. p. 63, nota 125.

<sup>227</sup> Lê-se o dispositivo: “Art. 6º [...] § 2º A ação de classe especial somente poderá ser subscrita pela União.” BRASIL. Lei nº 8.031, de 12 de abril de 1990. Cria o Programa Nacional de Desestatização, e dá outras providências. **Diário Oficial da União**: Brasília, DF, p. 7.103, 13 abr. 1990. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/18031.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/18031.htm). Acesso em: 20 maio 2024.

<sup>228</sup> PELA, *op. cit.*, p. 64.

<sup>229</sup> Lê-se o dispositivo: “Art. 8º Sempre que houver razões que o justifiquem, a União deterá, direta ou indiretamente, ações de classe especial do capital social de empresas privatizadas, que lhe confirmam poder de veto em determinadas matérias, as quais deverão ser caracterizadas nos estatutos sociais das empresas, de acordo com o estabelecido no art. 6º, inciso XIII e §§ 1º e 2º desta lei.” BRASIL. Lei nº 8.031, de 12 de abril de 1990. Cria o Programa Nacional de Desestatização, e dá outras providências. **Diário Oficial da União**: Brasília, DF, p. 7.103, 13 abr. 1990. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/18031.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/18031.htm). Acesso em: 20 maio 2024.

<sup>230</sup> BRASIL. Decreto nº 1.204, de 29 de julho de 1994. Altera e consolida a regulamentação da Lei nº 8.031, de 12 de abril de 1990, que cria o Programa de Desestatização, com as alterações posteriores. **Diário Oficial da União**: Brasília, DF, p. 11.445, 01 ago. 1994. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/decreto/d1204.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto/d1204.htm). Acesso em: 21 maio 2024.

<sup>231</sup> PELA, *op. cit.*, p. 64.

<sup>232</sup> BRASIL. Lei nº 9.491, de 09 de setembro de 1997. Altera procedimentos relativos ao Programa Nacional de Desestatização, revoga a Lei nº 8.031, de 12 de abril de 1990, e dá outras providências. **Diário Oficial da União**: Brasília, DF, p. 19.941, 10 set. 1997. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/19491.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/19491.htm). Acesso em: 21 maio 2024.

ações de classe especial em três companhias privatizadas: Companhia Eletromecânica Celma; Empresa Brasileira de Aeronáutica S.A. – Embraer; e Companhia Vale do Rio Doce.<sup>233</sup>

A Lei Geral de Desestatização prevê redação similar à da Lei nº 8.031/1990 quanto às ações de classe especial. Em seu artigo 6º, II, d)<sup>234</sup>, dispõe que ao Conselho Nacional de Desestatização compete a criação de ação de classe especial, a ser subscrita pela União – de modo similar à leitura conjunta do artigo 6º, XIII e § 2º, da Lei nº 8.031/1990.

Quanto ao seu artigo 8º<sup>235</sup>, mantém vagos os possíveis fundamentos para atribuição de ação de classe especial à União; contudo, é mais genérica ao referir-se aos poderes conferidos por tal ação, prevendo “poderes especiais” ao invés de “poder de veto em determinadas matérias”, como determinava o artigo 8º da legislação revogada. Assim, há uma ampliação dos poderes conferidos à União, que passam a ser aqueles caracterizados no estatuto social. O Decreto nº 2.594, de 15 de maio de 1998<sup>236</sup>, que regulamenta a Lei Geral de Desestatização, reproduz essa disposição.

Segundo Juliana Krueger Pela, “[n]a prática, essa alteração legislativa teve por objetivo incluir, dentre as prerrogativas da ação de classe especial, a de indicar membros do Conselho de Administração das companhias privatizadas”.<sup>237</sup>

Visando a adequar a legislação societária às normas do PND, a Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001 (“Lei nº 10.303/2001”)<sup>238</sup>, introduziu o § 7º no artigo 17 da Lei das Sociedades

---

<sup>233</sup> PELA, Juliana Krueger. **As Golden Shares no Direito Societário Brasileiro**. São Paulo: Quartier Latin, 2012. p. 64.

<sup>234</sup> Lê-se o dispositivo: “Art. 6º Compete ao Conselho Nacional de Desestatização: [...] II - aprovar, exceto quando se tratar de instituições financeiras: [...] d) a criação de ação de classe especial, a ser subscrita pela União;”. BRASIL. Lei nº 9.491, de 09 de setembro de 1997. Altera procedimentos relativos ao Programa Nacional de Desestatização, revoga a Lei nº 8.031, de 12 de abril de 1990, e dá outras providências. **Diário Oficial da União**: Brasília, DF, p. 19.941, 10 set. 1997. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/19491.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/19491.htm). Acesso em: 21 maio 2024.

<sup>235</sup> Lê-se o dispositivo: “Art. 8º Sempre que houver razões que justifiquem, a União deterá, direta ou indiretamente, ação de classe especial do capital social da empresa ou instituição financeira objeto da desestatização, que lhe confira poderes especiais em determinadas matérias, as quais deverão ser caracterizadas nos seus estatutos sociais.” BRASIL. Lei nº 9.491, de 09 de setembro de 1997. Altera procedimentos relativos ao Programa Nacional de Desestatização, revoga a Lei nº 8.031, de 12 de abril de 1990, e dá outras providências. **Diário Oficial da União**: Brasília, DF, p. 19.941, 10 set. 1997. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/19491.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/19491.htm). Acesso em: 21 maio 2024.

<sup>236</sup> BRASIL. Decreto nº 2.594, de 15 de maio de 1998. Regulamenta a Lei nº 9.491, de 9 de setembro de 1997, que dispõe sobre o Programa Nacional de Desestatização e dá outras providências. **Diário Oficial da União**: Brasília, DF, p. 14, 18 maio 1998. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/decreto/d2594.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto/d2594.htm). Acesso em: 21 maio 2024.

<sup>237</sup> PELA, *op. cit.*, p. 71.

<sup>238</sup> BRASIL. Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001. Altera e acrescenta dispositivos na Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. **Diário Oficial da União**: Brasília, DF, p. 4, 01 nov. 2001. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/leis\\_2001/110303.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/leis_2001/110303.htm). Acesso em: 21 maio 2024.

por Ações<sup>239</sup>, que inova ao estabelecer que a ação de classe especial se configura uma classe de ação preferencial.<sup>240</sup> Ademais, passou a ser beneficiado qualquer ente público, controlador da companhia, e não mais somente a União.<sup>241</sup> Diante disso, consoante análise de Fernando de Albuquerque Rocco,

[t]al inclusão assentou na legislação pátria o conceito de Golden Share como classe de ação preferencial, ressaltando sua intransferibilidade, bem como eliminando a necessidade de que o ente desestatizante fosse a União Federal, abrindo, portanto, a possibilidade de emissão de Golden Shares em privatizações realizadas por Estados e Municípios.<sup>242</sup>

No que se refere à Lei das Sociedades por Ações, Fábio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho esclarecem que há duas formas possíveis de *golden share*.<sup>243</sup> A primeira é aquela prevista no artigo 17, § 7º, da Lei das Sociedades por Ações<sup>244</sup>, “que permite o controle externo de direito pelo ente desestatizante”<sup>245</sup>, internalizando o interesse público. Trata-se de controle externo – isto é, aquele exercido de fora da sociedade (*ab extra*) por quem não compõe qualquer órgão social<sup>246</sup> –, pois são introduzidos na companhia interesses externos, ou seja, interesses além daqueles representados pelos acionistas<sup>247</sup>. Segundo os autores,

[n]os casos das ações preferenciais de classe especial emitidas quando de processos de privatização, o interesse é o público em setor estratégico desestatizado. A ação de classe especial é nesse momento um útil mecanismo regulatório-societário.

---

<sup>239</sup> Lê-se o dispositivo: “Art. 17. [...] § 7º Nas companhias objeto de desestatização poderá ser criada ação preferencial de classe especial, de propriedade exclusiva do ente desestatizante, à qual o estatuto social poderá conferir os poderes que especificar, inclusive o poder de veto às deliberações da assembléia-geral nas matérias que especificar.” BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Diário Oficial da União**: Brasília, DF, p. 1, 17 dez. 1976. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6404consol.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm). Acesso em: 23 abr. 2024.

<sup>240</sup> PELA, Juliana Krueger. **As Golden Shares no Direito Societário Brasileiro**. São Paulo: Quartier Latin, 2012. p. 72.

<sup>241</sup> REQUIÃO, Rubens. **Curso de Direito Comercial**. 32. ed. São Paulo: Saraiva, 2015. v. 2, p. 120, nota 7.

<sup>242</sup> ROCCO, Fernando de Albuquerque. **Golden Shares e a Privatização de Sociedades de Economia Mista**. 2017. Monografia – LL.M. em Direito Societário, Insper – Instituto de Ensino e Pesquisa, São Paulo, 2017. p. 20. Disponível em: <https://repositorio-api.insper.edu.br/server/api/core/bitstreams/4ee0952c-2142-44a5-8958-cf43e8f684df/content>. Acesso em: 02 abr. 2024.

<sup>243</sup> COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. 6. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014. *E-book*, pt. 2, cap. 2, nota de texto 37.

<sup>244</sup> Lê-se o dispositivo: “Art. 17. [...] § 7º Nas companhias objeto de desestatização poderá ser criada ação preferencial de classe especial, de propriedade exclusiva do ente desestatizante, à qual o estatuto social poderá conferir os poderes que especificar, inclusive o poder de veto às deliberações da assembléia-geral nas matérias que especificar.” BRASIL, *op. cit., loc. cit.*

<sup>245</sup> COMPARATO; SALOMÃO FILHO, *op. cit., loc. cit.*

<sup>246</sup> *Ibid.*, pt. 1, cap. 1, item 8.

<sup>247</sup> *Ibid.*, pt. 1, cap. 3, nota de texto 18.

Acrescenta instrumento societário à disciplina regulatória, permitindo uma coparticipação do interesse público na definição dos rumos da empresa [...].<sup>248</sup>

A segunda origina-se do artigo 18 da Lei das Sociedades por Ações<sup>249</sup>, e visa ao estabelecimento de nova forma de controle, além das identificadas por Adolf Berle e Gardiner Means, a saber, o controle gerencial de direito – que, frise-se, não guarda relação com o controle gerencial, decorrente de diluição acionária.<sup>250</sup> Nesse caso, prevê-se em estatuto a composição da diretoria e do conselho de administração, bem como as matérias relevantes para os negócios sociais, cujo poder de direção é conferido aos órgãos de administração.<sup>251</sup> Além disso, é emitida ação preferencial de classe especial de titularidade dos administradores, à qual são atribuídos os poderes de veto das alterações estatutárias e de eleger a maioria dos membros do conselho de administração.<sup>252</sup> Com isso, a *golden share* torna-se instrumento de garantia do controle, protegendo a administração.<sup>253</sup>

Essa segunda forma de *golden share*, diferentemente da primeira, não está associada ao contexto de privatizações. Seu uso mais comum, de acordo com Fábio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho, é como meio de recuperação de companhias em crise, em que a reputação do controlador está desgastada, sendo necessária não só uma mudança de administração, mas também de controle.<sup>254</sup> Nessa hipótese, a *golden share* do artigo 18 da Lei das Sociedades por Ações é um meio menos oneroso de garantir que o controlador não influa na administração da companhia, sem que haja diluição de sua participação acionária<sup>255</sup> – ou seja, reduzem-se seus direitos políticos, mantendo seus direitos econômicos.

Por conseguinte, os autores defendem que somente na primeira forma de *golden share* é admitida a atribuição de poder de veto. Afirmam que é “faculdade exclusiva do ente

---

<sup>248</sup> COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. 6. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014. *E-book*, pt. 1, cap. 3, nota de texto 18.

<sup>249</sup> Lê-se o dispositivo: “Art. 18. O estatuto pode assegurar a uma ou mais classes de ações preferenciais o direito de eleger, em votação em separado, um ou mais membros dos órgãos de administração. Parágrafo único. O estatuto pode subordinar as alterações estatutárias que especificar à aprovação, em assembléia especial, dos titulares de uma ou mais classes de ações preferenciais.” BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Diário Oficial da União**: Brasília, DF, p. 1, 17 dez. 1976. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/16404consol.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/16404consol.htm). Acesso em: 23 abr. 2024.

<sup>250</sup> COMPARATO; SALOMÃO FILHO, *op. cit.*, pt. 1, cap. 2, nota de texto 11.

<sup>251</sup> *Ibid.*, *loc. cit.*

<sup>252</sup> *Ibid.*, *loc. cit.*

<sup>253</sup> *Ibid.*, *loc. cit.*

<sup>254</sup> *Ibid.*, *loc. cit.*

<sup>255</sup> *Ibid.*, *loc. cit.*

desestatizante”, não podendo “ser incluído [...] entre os direitos políticos atribuídos às ações preferenciais pelo art. 18”.<sup>256</sup>

No que tange à autorregulação das companhias emissoras, os segmentos especiais de listagem também mencionam a ação preferencial de classe especial.<sup>257</sup> O regulamento de cada um dos segmentos – Novo Mercado<sup>258</sup>, Nível 1<sup>259</sup>, Nível 2<sup>260</sup>, Bovespa Mais<sup>261</sup> e Bovespa Mais Nível 2<sup>262</sup> –, ao definir as ações em circulação, exclui as ações preferenciais de classe especial.<sup>263</sup>

O Regulamento de Listagem do Bovespa Mais acrescenta, ainda, no artigo 3.1, item (vi)<sup>264</sup>, que a emissão de ação preferencial de classe especial por companhias desestatizadas não configura quebra do requisito de divisão do capital social, exclusivamente, em ações

---

<sup>256</sup> COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. 6. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014. *E-book*, pt. 2, cap. 2, nota de texto 37.

<sup>257</sup> PELA, Juliana Krueger. **As Golden Shares no Direito Societário Brasileiro**. São Paulo: Quartier Latin, 2012. p. 72.

<sup>258</sup> B3. **Regulamento do Novo Mercado**. Disponível em: [https://www.b3.com.br/data/files/33/E3/EB/8E/3271F8100E866AE8AC094EA8/Regulamento%20do%20Novo%20Mercado%20\\_Sancoes%20pecuniarias%202024\\_.pdf](https://www.b3.com.br/data/files/33/E3/EB/8E/3271F8100E866AE8AC094EA8/Regulamento%20do%20Novo%20Mercado%20_Sancoes%20pecuniarias%202024_.pdf). Acesso em: 02 abr. 2024.

<sup>259</sup> B3. **Regulamento do Nível 1 de Governança Corporativa**. Disponível em: [https://www.b3.com.br/data/files/0C/80/66/1A/B326E810D34843E8AC094EA8/Regulamento%20do%20Nivel%201%20\\_Sancoes%20pecuniarias%202024\\_.pdf](https://www.b3.com.br/data/files/0C/80/66/1A/B326E810D34843E8AC094EA8/Regulamento%20do%20Nivel%201%20_Sancoes%20pecuniarias%202024_.pdf). Acesso em: 21 maio 2024.

<sup>260</sup> B3. **Regulamento de Listagem e de Aplicação de Sanções Pecuniárias do Nível 2**. Disponível em: [https://www.b3.com.br/data/files/87/B3/C4/D6/9226E810D34843E8AC094EA8/Regulamento%20do%20Nivel%202%20\\_Sancoes%20pecuniarias%202024\\_.pdf](https://www.b3.com.br/data/files/87/B3/C4/D6/9226E810D34843E8AC094EA8/Regulamento%20do%20Nivel%202%20_Sancoes%20pecuniarias%202024_.pdf). Acesso em: 11 maio 2024.

<sup>261</sup> B3. **Regulamento de Listagem do Bovespa Mais**. Disponível em: [https://www.b3.com.br/data/files/93/B0/6E/52/C326E810D34843E8AC094EA8/Regulamento%20de%20Listagem%20do%20Bovespa%20Mais%20-%202020fase%20\\_Sancoes%202024\\_.pdf](https://www.b3.com.br/data/files/93/B0/6E/52/C326E810D34843E8AC094EA8/Regulamento%20de%20Listagem%20do%20Bovespa%20Mais%20-%202020fase%20_Sancoes%202024_.pdf). Acesso em: 21 maio 2024.

<sup>262</sup> B3. **Regulamento de Listagem do Bovespa Mais – Nível 2**. Disponível em: [https://www.b3.com.br/data/files/9D/A0/33/3F/B326E810D34843E8AC094EA8/Regulamento%20de%20Listagem%20do%20Bovespa%20Mais%20-%20Nivel%202%20\\_Sancoes%202024\\_.pdf](https://www.b3.com.br/data/files/9D/A0/33/3F/B326E810D34843E8AC094EA8/Regulamento%20de%20Listagem%20do%20Bovespa%20Mais%20-%20Nivel%202%20_Sancoes%202024_.pdf). Acesso em: 21 maio 2024.

<sup>263</sup> Lê-se o dispositivo: “Art. 9º Para fins deste regulamento, ações em circulação significam todas as ações emitidas pela companhia, excetuadas as ações detidas pelo acionista controlador, por pessoas a ele vinculadas, por administradores da companhia e aquelas em tesouraria. Parágrafo único. São também excetuadas as ações preferenciais de classe especial que tenham por fim garantir direitos políticos diferenciados, que sejam intransferíveis e de propriedade exclusiva do ente desestatizante e suas controladas.” [grifou-se]. B3. **Regulamento do Novo Mercado**. Disponível em: [https://www.b3.com.br/data/files/33/E3/EB/8E/3271F8100E866AE8AC094EA8/Regulamento%20do%20Novo%20Mercado%20\\_Sancoes%20pecuniarias%202024\\_.pdf](https://www.b3.com.br/data/files/33/E3/EB/8E/3271F8100E866AE8AC094EA8/Regulamento%20do%20Novo%20Mercado%20_Sancoes%20pecuniarias%202024_.pdf). Acesso em: 02 abr. 2024.

<sup>264</sup> Lê-se o dispositivo: “3.1 Admissão à Negociação de Valores Mobiliários no BOVESPA MAIS. A BM&FBOVESPA poderá admitir à negociação no BOVESPA MAIS os valores mobiliários de emissão da Companhia que preencha as seguintes condições mínimas: [...] (vi) tenha seu capital social dividido exclusivamente em ações ordinárias, exceto em casos de desestatização, quando se tratar de ações preferenciais de classe especial que tenham por fim garantir direitos políticos diferenciados, sejam intransferíveis e de propriedade do ente desestatizante, devendo referidos direitos ter sido objeto de análise prévia pela BM&FBOVESPA;”. [grifou-se]. B3. **Regulamento de Listagem do Bovespa Mais**. Disponível em: [https://www.b3.com.br/data/files/93/B0/6E/52/C326E810D34843E8AC094EA8/Regulamento%20de%20Listagem%20do%20Bovespa%20Mais%20-%202020fase%20\\_Sancoes%202024\\_.pdf](https://www.b3.com.br/data/files/93/B0/6E/52/C326E810D34843E8AC094EA8/Regulamento%20de%20Listagem%20do%20Bovespa%20Mais%20-%202020fase%20_Sancoes%202024_.pdf). Acesso em: 21 maio 2024.

ordinárias para admissão à negociação de valores no segmento Bovespa Mais. O Regulamento do Novo Mercado tem disposição equivalente no parágrafo único de seu artigo 8º <sup>265</sup>.

---

<sup>265</sup> Lê-se o dispositivo: “Art. 8º A companhia deve ter seu capital social dividido exclusivamente em ações ordinárias. Parágrafo único. A regra constante deste artigo não se aplica aos casos de desestatização, quando se tratar de ações preferenciais de classe especial que tenham por fim garantir direitos políticos diferenciados, sejam intransferíveis e de propriedade do ente desestatizante ou suas controladas, devendo os referidos direitos terem sido objeto de análise prévia pela B3.” [grifou-se]. B3. **Regulamento do Novo Mercado**. Disponível em: [https://www.b3.com.br/data/files/33/E3/EB/8E/3271F8100E866AE8AC094EA8/Regulamento%20do%20Novo%20Mercado%20\\_Sancoes%20pecuniarias%202024\\_.pdf](https://www.b3.com.br/data/files/33/E3/EB/8E/3271F8100E866AE8AC094EA8/Regulamento%20do%20Novo%20Mercado%20_Sancoes%20pecuniarias%202024_.pdf). Acesso em: 02 abr. 2024.

## 4. ESTUDO DE CASO

### 4.1 Aspectos gerais

Neste tópico, trata-se da aplicação prática do *voting cap* e da *golden share* no contexto de privatização, examinando-se, em específico, os estatutos sociais da Eletrobras e da Copel. Ambas se configuravam sociedades de economia mista – isto é, nos termos do disposto no artigo 4º, *caput*, da Lei nº 13.303, de 30 de junho de 2016<sup>266</sup>, sociedade anônima cujo acionista majoritário é a União, os Estados, o Distrito Federal, os Municípios ou a entidade da administração indireta – e foram recém-desestatizadas sob a vigência da Lei Geral de Desestatização.

Como exposto a seguir, seus estatutos sociais são ricos em exemplos de instrumentos para mitigar a tensão entre o ente desestatizante e os demais acionistas, tais como *voting caps*, *ownership caps* e *golden shares*, além de mecanismos de defesa contra tentativa de tomada hostil de controle, como o dever de realizar oferta pública de aquisição de ações caso a participação acionária ultrapasse patamar determinado no estatuto social.

Além disso, aspectos da privatização de ambas as companhias foram objeto de Ação Direta de Inconstitucionalidade (“ADI”), particularmente o *voting cap* estabelecido pelas respectivas leis que regeram o processo de desestatização. Portanto, resta justificada a escolha dessas duas companhias para o presente estudo de caso.

Feitas essas breves considerações, parte-se para a análise.

### 4.2 Eletrobras

A constituição da Eletrobras foi aprovada pela Lei nº 3.890-A, de 25 de abril de 1961<sup>267</sup>. Tratava-se de sociedade de economia mista, cujo controle acionário era detido pela União. Sua

---

<sup>266</sup> Lê-se o dispositivo: “Art. 4º Sociedade de economia mista é a entidade dotada de personalidade jurídica de direito privado, com criação autorizada por lei, sob a forma de sociedade anônima, cujas ações com direito a voto pertençam em sua maioria à União, aos Estados, ao Distrito Federal, aos Municípios ou a entidade da administração indireta.” BRASIL. Lei nº 13.303, de 30 de junho de 2016. Dispõe sobre o estatuto jurídico da empresa pública, da sociedade de economia mista e de suas subsidiárias, no âmbito da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios. **Diário Oficial da União**: Brasília, DF, p. 1, 01 jul. 2016. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2015-2018/2016/lei/113303.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2016/lei/113303.htm). Acesso em: 28 maio 2024.

<sup>267</sup> BRASIL. Lei nº 3.890-A, de 25 de abril de 1961. Autoriza a União a constituir a empresa Centrais Elétricas Brasileiras S.A. – ELETROBRÁS, e dá outras providências. **Diário Oficial da União**: Brasília, DF, p. 3.945, 25 abr. 1961. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/13890acons.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/13890acons.htm). Acesso em: 28 maio 2024.

privatização ocorreu sob a vigência da Lei Geral de Desestatização, sendo regida pela Lei nº 14.182, de 12 de julho de 2021 (“Lei nº 14.182/2021”)<sup>268</sup>.

Consoante seu artigo 1º, § 1º, primeira parte<sup>269</sup>, a desestatização ocorreu via aumento de capital social, por meio da oferta pública de ações ordinárias, com renúncia, pela União, ao direito de subscrição. Em outras palavras, houve diluição de sua participação acionária, de cerca de 72,2%<sup>270</sup> das ações ordinárias para 46,6%<sup>271</sup> – considerando o controle direto e indireto. Assim, a União deixou de ser acionista majoritária, mas continua a ser a acionista com maior participação na companhia.

Dentre as condições para a desestatização da Eletrobras, listadas no artigo 3º da Lei nº 14.182/2021, destacam-se seu inciso III e suas alíneas, que tratam da necessidade de aprovação, em assembleia geral, de determinadas alterações no estatuto social da Eletrobras. Veja-se:

Art. 3º A desestatização da Eletrobras fica condicionada à aprovação, por sua assembleia geral de acionistas, das seguintes condições:

[...]

III - alteração do estatuto social da Eletrobras para:

a) vedar que qualquer acionista ou grupo de acionistas exerça votos em número superior a 10% (dez por cento) da quantidade de ações em que se dividir o capital votante da Eletrobras;

b) vedar a realização de acordos de acionistas para o exercício de direito de voto, exceto para a formação de blocos com número de votos inferior ao limite de que trata a alínea *a* deste inciso; e

c) criar ação preferencial de classe especial, de propriedade exclusiva da União, nos termos do § 7º do art. 17 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dará o poder de veto nas deliberações sociais relacionadas às matérias de que trata este inciso;<sup>272</sup>

Essas mudanças foram aprovadas, e tornaram-se, respectivamente, os artigos 6º, 7º e 4º, § 1º, III, do estatuto social da Eletrobras.

<sup>268</sup> BRASIL. Lei nº 14.182, de 12 de julho de 2021. Dispõe sobre a desestatização da empresa Centrais Elétricas Brasileiras S.A. (Eletrobras); altera as Leis nºs 5.899, de 5 de julho de 1973, 9.991, de 24 de julho de 2000, 10.438, de 26 de abril de 2002, 10.848, de 15 de março de 2004, 13.182, de 3 de novembro de 2015, 13.203, de 8 de dezembro de 2015, 14.118, de 13 de janeiro de 2021, 9.648, de 27 de maio de 1998, e 9.074, de 7 de julho de 1995; e revoga dispositivos da Lei nº 3.890-A, de 25 de abril de 1961. **Diário Oficial da União**: Brasília, DF, p. 1, 13 jul. 2021. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2019-2022/2021/Lei/L14182.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2021/Lei/L14182.htm). Acesso em: 28 maio 2024.

<sup>269</sup> Lê-se o dispositivo: “§ 1º A desestatização da Eletrobras será executada na modalidade de aumento do capital social, por meio da subscrição pública de ações ordinárias com renúncia do direito de subscrição pela União [...]”. *Ibid.*, *loc. cit.*

<sup>270</sup> INFOMONEY. **Privatização da Eletrobras (ELET3 ELET6)**: como começou e o que acontece após a capitalização. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/mercados/privatizacao-da-eletrobras-elet3-elet6-como-comecou-e-o-que-acontece-apos-a-capitalizacao/>. Acesso em: 29 maio 2024.

<sup>271</sup> ELETROBRAS. **Capital Social**. Disponível em: <https://ri.eletrobras.com/capital-social/>. Acesso em: 29 maio 2024.

<sup>272</sup> BRASIL, *op. cit.*, *loc. cit.*

O artigo 4º, § 1º, III<sup>273</sup>, estabelece que, além das ações ordinárias, com direito a um voto por ação, e das preferenciais de classes A e B, sem direito de voto, o capital social da companhia é dividido, também, em uma ação preferencial de classe especial, de titularidade da União. O estatuto social não confere à *golden share* o direito de voto nas assembleias gerais, mas a atribui o direito de veto, previsto no artigo 11, § 3º, do estatuto<sup>274</sup>, nas deliberações que visem à modificação do estatuto social a fim de remover ou de modificar a limitação ao exercício do direito de voto e de celebração de acordo de acionistas, estabelecidas em seus artigos 6º e 7º.

O artigo 6º, *caput*<sup>275</sup>, prevê que o exercício do direito de voto em assembleia geral está limitado a 10% da quantidade de ações em que se dividir o capital votante da companhia. O artigo 7º, *caput*<sup>276</sup>, veda a celebração de acordos de acionistas que regulem o exercício do direito de voto em número superior ao *voting cap* estabelecido, e seu § 1º<sup>277</sup> dispõe, ainda, que tal acordo de acionistas não será arquivado pela companhia.

Desse modo, ainda que a União seja a acionista com maior participação, não possui direitos políticos compatíveis com sua posição acionária. Trata-se, conforme amplamente discutido neste trabalho, de uma exceção ao princípio da proporcionalidade. Diante disso, verifica-se dispersão acionária na Eletrobras, na medida em que existe grande dissociação entre direitos políticos e econômicos e que não há um controlador bem definido.

Liana Issa Lima esclarece que,

---

<sup>273</sup> Lê-se o dispositivo: “Artigo 4º [...] Parágrafo 1º - As ações da Eletrobras serão: [...] III - 1 (uma) preferencial de classe especial, titularizada exclusivamente pela União, sem direito de voto nas Assembleias Gerais, à exceção do direito de veto estabelecido no parágrafo 3º do Artigo 11 deste Estatuto.” CENTRAIS ELÉTRICAS BRASILEIRAS S.A. – ELETROBRAS. **Estatuto Social**. Aprovado na 186ª Assembleia Geral Extraordinária, de 17 de abril de 2023. Disponível em: <https://www.gov.br/mme/pt-br/acao-a-informacao/entidades/eletrobras-holding/institucional/Estatutosocial.pdf>. Acesso em: 28 maio 2024.

<sup>274</sup> Lê-se o dispositivo: “Artigo 11 [...] Parágrafo 3º - A ação preferencial de classe especial, de propriedade exclusiva da União, criada com base no Artigo 3º, inciso III, alínea 'c', da Lei nº 14.182, de 2021, c/c Artigo 17, §7º, da Lei nº. 6.404, de 1976, dá à União o poder de veto nas deliberações sociais que visem à modificação do Estatuto Social com a finalidade de remoção ou modificação da limitação ao exercício do direito de voto e de celebração de acordo de acionistas, estabelecidas nos arts. 6º e 7º deste Estatuto.” *Ibid., loc. cit.*

<sup>275</sup> Lê-se o dispositivo: “Artigo 6º - É vedado a qualquer acionista ou grupo de acionistas, brasileiro ou estrangeiro, público ou privado, o exercício do direito de voto em número superior ao equivalente ao percentual de 10% (dez por cento) da quantidade total de ações em que se dividir o capital votante da Eletrobras, independentemente de sua participação no capital social.” *Ibid., loc. cit.*

<sup>276</sup> Lê-se o dispositivo: “Artigo 7º - É vedada a celebração de acordos de acionistas visando a regular o exercício do direito de voto em número superior ao correspondente ao percentual de 10% (dez por cento) da quantidade total de ações em que se dividir o capital votante da Eletrobras, inclusive na hipótese descrita no Artigo 6º, parágrafo único.” *Ibid., loc. cit.*

<sup>277</sup> Lê-se o dispositivo: “Artigo 7º [...] Parágrafo 1º - Não será arquivado pela Companhia acordo de acionistas sobre exercício do direito de voto que conflite com as disposições deste Estatuto Social.” *Ibid., loc. cit.*

[n]o caso da Eletrobras, os objetivos declarados pelo ente desestatizante para o *voting cap* na companhia foram os de i) garantir a dispersão acionária; ii) evitar a aquisição de participação acionária na companhia por investidor competidor; e, iii) beneficiar a União, a despeito do teto do direito de voto, com o recebimento de dividendos proporcionais a sua participação acionária.<sup>278</sup>

A Exposição de Motivos nº 00003/2021<sup>279</sup>, de autoria do Ministro de Minas e Energia e do Ministro da Economia, que acompanhou a Medida Provisória nº 1.031, de 23 de fevereiro de 2021<sup>280</sup> – convertida na Lei nº 14.182/2021 –, discorre que:<sup>281</sup>

14. O modelo de desestatização por meio da capitalização da Eletrobras garante à União a sua permanência na Eletrobras desestatizada e diante da real perspectiva futura de aumento do valor da Companhia, a União será beneficiada pelo recebimento de dividendos proporcionais a sua participação acionária.

[...]

20. Essas exigências visam a transformar a empresa em uma corporação, a exemplo de outras empresas mundiais do setor elétrico e de grandes empresas brasileiras. O percentual de dez por cento, além de alinhado com os outros exemplos de corporações do mercado de capitais brasileiro, é condizente com o atual nível de governança da Eletrobras. A importância desse modelo de corporação é evitar que a Eletrobras seja negociada a um agente já estabelecido no setor elétrico, concentrando mercado e inibindo a competição.<sup>282</sup>

No que tange à relação entre a *golden share* e o *voting cap*, o artigo 18, § 2º, do estatuto social da Eletrobras<sup>283</sup> consagra o princípio majoritário nas deliberações assembleares, sendo

---

<sup>278</sup> LIMA, Liana Issa. **Governança Corporativa em Empresas Desestatizadas e *Voting Caps***: O Caso da Eletrobras. Informação Técnica: Consultoria Legislativa da Câmara dos Deputados, Brasília, 2023. p. 6. Disponível em: <https://redir.stf.jus.br/paginadorpub/paginador.jsp?docTP=TP&docID=772026998&prcID=6774194#>. Acesso em: 02 abr. 2024.

<sup>279</sup> BRASIL. Exposição de Motivos da Medida Provisória nº 1.031, de 23 de fevereiro de 2021. Dispõe sobre a desestatização da empresa Centrais Elétricas Brasileiras S.A. - Eletrobras e altera a Lei nº 5.899, de 5 de julho de 1973, a Lei nº 9.991, de 24 de julho de 2000, e a Lei nº 10.438, de 26 de abril de 2002. **Diário Oficial da União**: Brasília, DF, p. 1, 23 fev. 2021. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2019-2022/2021/Exm/Exm-MP-1031-21.pdf](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2021/Exm/Exm-MP-1031-21.pdf). Acesso em: 29 maio 2024.

<sup>280</sup> BRASIL. Medida Provisória nº 1.031, de 23 de fevereiro de 2021. Dispõe sobre a desestatização da empresa Centrais Elétricas Brasileiras S.A. - Eletrobras e altera a Lei nº 5.899, de 5 de julho de 1973, a Lei nº 9.991, de 24 de julho de 2000, e a Lei nº 10.438, de 26 de abril de 2002. **Diário Oficial da União**: Brasília, DF, p. 1, 23 fev. 2021. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2019-2022/2021/mpv/mpv1031.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2021/mpv/mpv1031.htm). Acesso em: 29 maio 2024.

<sup>281</sup> LIMA, *op. cit.*, p. 21.

<sup>282</sup> BRASIL. Exposição de Motivos da Medida Provisória nº 1.031, de 23 de fevereiro de 2021. Dispõe sobre a desestatização da empresa Centrais Elétricas Brasileiras S.A. - Eletrobras e altera a Lei nº 5.899, de 5 de julho de 1973, a Lei nº 9.991, de 24 de julho de 2000, e a Lei nº 10.438, de 26 de abril de 2002. **Diário Oficial da União**: Brasília, DF, p. 1, 23 fev. 2021. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2019-2022/2021/Exm/Exm-MP-1031-21.pdf](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2021/Exm/Exm-MP-1031-21.pdf). Acesso em: 29 maio 2024.

<sup>283</sup> Lê-se o dispositivo: “Artigo 18 [...] Parágrafo 2º - As deliberações da Assembleia serão tomadas por maioria de votos, salvo aquelas que exijam quórum qualificado, sendo o voto de cada acionista proporcional à sua participação acionária no capital da Companhia, respeitado o limite correspondente a 10% (dez por cento) do capital social votante para o voto de cada acionista e grupo de acionistas, nos termos dos arts. 6º e 7º deste Estatuto.” CENTRAIS ELÉTRICAS BRASILEIRAS S.A. – ELETROBRAS. **Estatuto Social**. Aprovado na 186ª

o poder de veto da *golden share* uma exceção à regra geral. Liana Issa Lima destaca que, por meio da *golden share*, a União tornou-se guardiã do *voting cap* e garantidora do respeito à diluição do capital votante.<sup>284</sup>

Além disso, o estatuto social prevê, em seus artigos 9º e 10<sup>285</sup>, uma espécie de *ownership cap*, caracterizada pela obrigação de realizar oferta pública de aquisição caso se ultrapasse o limite de participação acionária estabelecido. No primeiro caso, o *ownership cap* é de 30%, ensejando oferta pelas demais ações ordinárias por valor, no mínimo, 100% superior à maior cotação das respectivas ações nos últimos 504 pregões; e, no segundo caso, é de 50%, acarretando oferta por valor, no mínimo, 200% superior.

Salienta-se que essa determinação se aplica somente às ações adquiridas após a sua entrada em vigor, ou seja, a participação da União não aciona esse gatilho, apesar de ser superior ao primeiro limite determinado. Desse modo, torna-se extremamente oneroso adquirir ações acima desse patamar, motivo pelo qual se podem associar seus efeitos ao de um *ownership cap*.

---

Assembleia Geral Extraordinária, de 17 de abril de 2023. Disponível em: <https://www.gov.br/mme/pt-br/aceso-a-informacao/entidades/eletrobras-holding/institucional/Estatutosocial.pdf>. Acesso em: 28 maio 2024.

<sup>284</sup> LIMA, Liana Issa. **Governança Corporativa em Empresas Desestatizadas e Voting Caps**: O Caso da Eletrobras. Informação Técnica: Consultoria Legislativa da Câmara dos Deputados, Brasília, 2023. p. 24. Disponível em: <https://redir.stf.jus.br/paginadorpub/paginador.jsp?docTP=TP&docID=772026998&prcID=6774194#>. Acesso em: 02 abr. 2024.

<sup>285</sup> Leem-se os dispositivos: “Artigo 9º - O acionista ou grupo de acionistas que, direta ou indiretamente, vier a se tornar titular de ações ordinárias que, em conjunto, ultrapassem 30% (trinta por cento) do capital votante da Eletrobras e que não retorne a patamar inferior a tal percentual em até 120 (cento e vinte) dias deverá realizar uma oferta pública para a aquisição da totalidade das demais ações ordinárias, por valor, no mínimo, 100% (cem por cento) superior à maior cotação das respectivas ações nos últimos 504 (quinhentos e quatro) pregões, atualizada pela taxa do Sistema Especial de Liquidação e Custódia — SELIC. Parágrafo único - A obrigação de realizar oferta pública de aquisição, nos termos do caput, não se aplicará à participação efetiva, direta ou indireta, da União no capital votante da Companhia na data da entrada em vigor do dispositivo, mas será aplicável caso futuramente, após redução, a sua participação venha a aumentar e ultrapassar o percentual de 30% (trinta por cento) do capital votante da Companhia.” e “Artigo 10 - O acionista ou grupo de acionistas que, direta ou indiretamente, vier a se tornar titular de ações ordinárias que, em conjunto, ultrapassem 50% (cinquenta por cento) do capital votante da Eletrobras e que não retorne a patamar inferior a tal percentual em até 120 (cento e vinte) dias deverá realizar uma oferta pública para a aquisição da totalidade das demais ações ordinárias, por valor, no mínimo, 200% (duzentos por cento) superior à maior cotação das respectivas ações nos últimos 504 (quinhentos e quatro) pregões, atualizada pela taxa do Sistema Especial de Liquidação e Custódia — SELIC.

Parágrafo único - A obrigação de realizar oferta pública de aquisição, nos termos do caput, não se aplicará à participação efetiva, direta ou indireta, da União no capital votante da Companhia na data da entrada em vigor do dispositivo, mas será aplicável caso futuramente, após a Oferta, a sua participação venha a aumentar e ultrapassar o percentual de 50% (cinquenta por cento) do capital votante da Companhia.” CENTRAIS ELÉTRICAS BRASILEIRAS S.A. – ELETROBRAS. **Estatuto Social**. Aprovado na 186ª Assembleia Geral Extraordinária, de 17 de abril de 2023. Disponível em: <https://www.gov.br/mme/pt-br/aceso-a-informacao/entidades/eletrobras-holding/institucional/Estatutosocial.pdf>. Acesso em: 28 maio 2024.

Quanto à controvérsia jurídica envolvendo a Eletrobras, em 05 de maio de 2023, o Presidente da República Luiz Inácio Lula da Silva, representado pelo Advogado Geral da União, ingressou com ação direta de inconstitucionalidade em face, justamente, das alíneas que se tornaram os artigos 6º e 7º do estatuto social da Eletrobras. Em linhas gerais, a ADI nº 7.385 destina-se à declaração parcial de inconstitucionalidade, sem redução de texto, do artigo 3º, III, a) e b), da Lei nº 14.182/2021, de modo que essa norma seja aplicada somente ao direito de voto referente às ações adquiridas após a desestatização da Eletrobras.

Segundo a petição inicial, os fundamentos da ADI nº 7.385 são a suposta violação dos princípios constitucionais da proporcionalidade, da impessoalidade, da moralidade e da eficiência da Administração Pública, bem como do direito de propriedade.

Frise-se que a privatização ocorreu por oferta pública de ações ordinárias, com renúncia, pela União, ao direito de subscrição. Em outras palavras, sua participação acionária deriva, integralmente, de ações adquiridas antes do processo de desestatização. Ademais, por força do disposto nos artigos 9º e 10, a não ser que se desfaça de grande parte de suas ações, a União não poderia aumentar sua participação acionária sem que fosse obrigada a realizar oferta pública de aquisição das demais ações ordinárias.

Diante disso, o efeito prático da declaração de inconstitucionalidade daqueles dispositivos seria revogar o *voting cap* para a União, que deteria participação acionária suficiente para exercer o controle sobre a companhia, visto que as demais ações estão pulverizadas.

Considerando-se que, nos termos do previsto pelo artigo 125, *caput*, da Lei das Sociedades por Ações<sup>286</sup>, o quórum de instalação da assembleia geral depende da presença de acionistas que representem um quarto de votos conferidos pelas ações com direito a voto; nesse cenário, não é absurdo supor que, embora a União não detivesse a maioria dos votos em face da totalidade de votos possível, seria titular da maioria dos votos em face do universo dos votos apurados em assembleia geral – desde que acionistas representantes de pelo menos cerca de 7,5% dos votos se ausentassem. Portanto, com a declaração de inconstitucionalidade do artigo

---

<sup>286</sup> Lê-se o dispositivo: “Art. 125. Ressalvadas as exceções previstas em lei, a assembleia geral instalar-se-á, em primeira convocação, com a presença de acionistas que representem, no mínimo, 1/4 (um quarto) do total de votos conferidos pelas ações com direito a voto e, em segunda convocação, instalar-se-á com qualquer número.” BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Diário Oficial da União**: Brasília, DF, p. 1, 17 dez. 1976. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6404consol.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm). Acesso em: 23 abr. 2024.

3º, III, a) e b), da Lei nº 14.182/2021, ter-se-ia, na prática o poder de controle, novamente, nas mãos da União.

Para Liana Issa Lima, a dissociação entre poderes políticos e econômicos estabelecida no estatuto social da Eletrobras seria fruto de uma decisão de Estado, e destaca que, apesar de os efeitos serem mais evidentes no que concerne à participação da União, afeta todos os acionistas da companhia.<sup>287</sup> Acrescenta, ainda, que caberia à União realizar análise de custo-benefício da manutenção de participação superior ao seu direito de voto, isto é, verificar se os dividendos auferidos em razão de seus direitos econômicos compensam a desproporcionalidade de seus direitos políticos.<sup>288</sup>

Em suma, as conclusões da autora dividem-se em três proposições. Em primeiro lugar, a privatização da Eletrobras e a instituição de uma limitação ao exercício do direito de voto constituem mais do que uma política pública de governo, mas uma decisão de Estado.<sup>289</sup> Em segundo lugar, o *voting cap* é considerado o mecanismo central de proteção aos acionistas que subscreveram novas ações no processo de capitalização.<sup>290</sup> Em último lugar, existe uma presunção legítima de que o Estado respeitaria os termos estabelecidos na desestatização da Eletrobras, sobretudo os instrumentos de mitigação da tensão entre os interesses dos acionistas e o ente desestatizante, consubstanciados no *voting cap* e protegidos pela *golden share*.<sup>291</sup>

Atualmente, a ação encontra-se em trâmite no Supremo Tribunal Federal, tendo sido encaminhados os autos em 19 de dezembro de 2023 à Câmara de Conciliação e Arbitragem da Administração Federal para tentativa de solução amigável entre as partes por noventa dias, tendo sido prorrogados por mais noventa dias em 04 de abril de 2024.

### 4.3 Copel

As considerações feitas quando da análise do estatuto social da Eletrobras aplicam-se, *mutatis mutandis*, à Copel. Passa-se ao seu exame.

---

<sup>287</sup> LIMA, Liana Issa. **Governança Corporativa em Empresas Desestatizadas e Voting Caps**: O Caso da Eletrobras. Informação Técnica: Consultoria Legislativa da Câmara dos Deputados, Brasília, 2023. p. 9. Disponível em: <https://redir.stf.jus.br/paginadorpub/paginador.jsp?docTP=TP&docID=772026998&prcID=6774194#>. Acesso em: 02 abr. 2024.

<sup>288</sup> *Ibid.*, p. 21.

<sup>289</sup> *Ibid.*, p. 28.

<sup>290</sup> *Ibid.*, *loc. cit.*

<sup>291</sup> *Ibid.*, *loc. cit.*

A constituição da Copel foi aprovada pelo Decreto Estadual nº 14.947, de 26 de outubro de 1954<sup>292</sup>. Tratava-se de sociedade de economia mista, cujo controle acionário era detido pelo estado do Paraná. Sua privatização ocorreu sob a vigência da Lei Geral de Desestatização, sendo regida pela Lei Estadual nº 21.272, de 24 de novembro de 2022 (“Lei Estadual nº 21.272/2022”)<sup>293</sup>.

Consoante seu artigo 2º, primeira parte <sup>294</sup>, a desestatização ocorreu via aumento de capital social, por meio da oferta pública de ações ordinárias, bem como pela oferta secundária de ações ordinárias de titularidade do estado do Paraná. Sua participação acionária reduziu de cerca de 31% <sup>295</sup> para 15,9% <sup>296</sup>, considerando as ações ordinárias e as ações preferenciais classe B, e de 69,66% <sup>297</sup> para 27,6% <sup>298</sup>, considerando apenas as ações ordinárias. Assim, o estado do Paraná deixou de ser acionista majoritário, mas continua a ser o acionista com maior número de ações ordinárias. Por outro lado, a União, via BNDESPAR, passou a ser a acionista com maior participação na companhia, com 22%, considerando as ações ordinárias e as ações preferenciais classe B.

Dentre as condições para a desestatização da Copel, listadas no artigo 3º da Lei Estadual nº 21.272/2022, destacam-se seu § 1º, inciso I e suas alíneas, e inciso III, que tratam da necessidade de aprovação, em assembleia geral, de determinadas alterações no estatuto social da Copel. Veja-se:

Art. 3º A operação de que trata o art. 2º desta Lei fica condicionada à aprovação, pela assembleia geral de acionistas da COPEL, das seguintes condições:

§ 1º Alteração do estatuto social da COPEL para:

I - vedar:

---

<sup>292</sup> PARANÁ. Decreto Estadual nº 14.947, de 26 de outubro de 1954. Dispõe sobre a organização de sociedade de economia mista sob a denominação de Companhia Paranaense de Energia Elétrica – COPEL e dá outras providências. **Diário Oficial do Estado do Paraná**: Curitiba, PR, p. 1, 27 out. 1954.

<sup>293</sup> PARANÁ. Lei Estadual nº 21.272, de 24 de novembro de 2022. Autoriza a transformação da Companhia Paranaense de Energia em Corporação através da alienação parcial das ações, e dá outras providências. **Diário Oficial do Estado do Paraná**: Curitiba, PR, p.1, 24 nov. 2022.

<sup>294</sup> Lê-se o dispositivo: “Art. 2º A operação de que trata o art. 1º desta Lei será executada na modalidade de oferta pública de distribuição de ações ordinárias e/ou certificados de depósito de ações (units).” *Ibid.*, *loc. cit.*

<sup>295</sup> JOTA. **Paraná sanciona lei que permite privatização da Copel**. Disponível em: <https://www.jota.info/opiniao-e-analise/colunas/coluna-do-tracking/parana-sanciona-lei-que-permite-privatizacao-da-copel-30112022>. Acesso em: 29 maio 2024.

<sup>296</sup> COPEL. **Composição Acionária**. Disponível em: <https://ri.copel.com/governanca-corporativa/composicao-acionaria/>. Acesso em: 29 maio 2024.

<sup>297</sup> ÉPOCA NEGÓCIOS. **Copel deixa de ser sociedade mista e se transforma em corporação, sem acionista controlador**. Disponível em: <https://epocanegocios.globo.com/empresas/noticia/2023/08/copel-deixa-de-ser-sociedade-mista-e-se-transforma-em-corporacao-sem-acionista-controlador.ghtml>. Acesso em: 29 maio 2024.ã

<sup>298</sup> COPEL, *op. cit.*, *loc. cit.*

a) que qualquer acionista ou grupo de acionistas exerça votos em número superior a 10% (dez por cento) da quantidade de ações em que se dividir o capital votante da COPEL;

b) a realização de acordos de acionistas para o exercício de direito de voto, exceto para a formação de blocos com número de votos inferior ao limite de que trata o inciso I deste parágrafo;

[...]

III - criar ação preferencial de classe especial, de propriedade exclusiva do Estado do Paraná, nos termos do § 7º do art. 17 da Lei Federal nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que conferirá o poder de veto nas deliberações da assembleia geral relacionadas às matérias de que trata este parágrafo e à autorização para os administradores aprovarem e executarem o Plano Anual de Investimentos da Copel Distribuição caso os investimentos, a partir deste ciclo tarifário, considerados prudentes pela Aneel, não atinjam, no mínimo, 2,0x da Quota de Reintegração Regulatória (QRR), daquele mesmo ciclo de Revisão Tarifária Ordinária e/ou, no acumulado, até o final da concessão.<sup>299</sup>

Essas mudanças foram aprovadas, e tornaram-se, respectivamente, os artigos 6º, 7º e 5º, *caput* e § 5º, do estatuto social da Copel.

O artigo 5º, § 5º<sup>300</sup>, estabelece que, além das ações ordinárias e das preferenciais de classes A e B, com direito de voto restrito, o capital social da companhia é dividido, também, em uma ação preferencial de classe especial, de titularidade do Estado do Paraná – exemplo de *golden share* de propriedade de ente desestatizante diferente da União. O estatuto social não confere à *golden share* o direito de voto nas assembleias gerais, mas a atribui o direito de veto, previsto no artigo 5º, § 7º, VII, do estatuto, nas seguintes deliberações:

Art. 5º [...]

§ 7º As ações preferenciais conferirão a seus titulares as seguintes preferências e vantagens:

[...]

VII A ação preferencial de classe especial titularizada pelo Estado do Paraná conferirá ao Estado do Paraná prioridade no reembolso do capital, sem prêmio, em caso de liquidação da companhia, correspondente ao percentual que tal ação representa na cifra do capital social, e o poder de veto nas deliberações da assembleia geral:

a) que autorizem os administradores a aprovar e executar o Plano Anual de Investimentos da Copel Distribuição S.A. caso os investimentos, a partir do ciclo tarifário 2021/2025, considerados prudentes pela Aneel, não atinjam, no mínimo, 2,0x da Quota de Reintegração Regulatória (QRR), daquele mesmo ciclo de Revisão Tarifária Ordinária e/ou, no acumulado, até o final da concessão;

<sup>299</sup> PARANÁ. Lei Estadual nº 21.272, de 24 de novembro de 2022. Autoriza a transformação da Companhia Paranaense de Energia em Corporação através da alienação parcial das ações, e dá outras providências. **Diário Oficial do Estado do Paraná**: Curitiba, PR, p.1, 24 nov. 2022.

<sup>300</sup> Lê-se o dispositivo: “Artigo 5º [...] § 5º A ação preferencial de classe especial, titularizada exclusivamente pelo Estado do Paraná, somente poderá ser resgatada mediante autorização legal e deliberação em Assembleia Geral Extraordinária.” COMPANHIA PARANAENSE DE ENERGIA – COPEL. **Estatuto Social**. Aprovado na 207ª Assembleia Geral Extraordinária, de 10 de julho de 2023. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/16a31b1b-5ecd-4214-a2e0-308a2393e330/7d92ffcf-2410-779c-25af-75b614a5a0dd?origin=1>. Acesso em: 28 maio 2024.

b) que visem à modificação do Estatuto Social com a finalidade de remoção ou alteração:

1. da obrigação de manutenção da atual denominação da Companhia;
2. da obrigação de manutenção da sede da Companhia no Estado do Paraná;
3. da vedação de que qualquer acionista ou grupo de acionistas exerça votos em número superior a 10% (dez por cento) da quantidade de ações em que se dividir o capital votante da COPEL;
4. da vedação de celebração, arquivamento e registro de acordos de acionistas para o exercício de direito de voto, exceto para a formação de blocos com número de votos inferior ao limite previsto neste Estatuto Social; e
5. a competência exclusiva da assembleia geral de autorizar os administradores a aprovar e executar o Plano Anual de Investimentos da Copel Distribuição S.A. caso os investimentos, a partir do ciclo tarifário 2021/2025, considerados prudentes pela Aneel, não atinjam, no mínimo, 2,0x da Quota de Reintegração Regulatória (QRR), daquele mesmo ciclo de Revisão Tarifária Ordinária e/ou, no acumulado, até o final da concessão.<sup>301</sup>

O artigo 5º, § 10, do estatuto social<sup>302</sup> delimita, ainda, que o poder de veto somente poderá ser exercido nos termos previstos na Lei Estadual nº 21.272/2022. Seu artigo 3º, § 2º<sup>303</sup>, prevê, por sua vez, que o poder de veto apenas poderá ser exercido caso o estado do Paraná detenha, no mínimo, 10% do capital social total da Copel.

Além disso, a *golden share* também confere ao seu titular a prioridade no reembolso do capital, sem prêmio, na hipótese de liquidação da companhia.

O artigo 6º, *caput*<sup>304</sup>, prevê que é vedado o exercício do direito de voto em assembleia geral em número superior a 10% da quantidade total de ações em que se dividir o capital votante da companhia. O artigo 7º, *caput*<sup>305</sup>, veda a celebração de acordos de acionistas que regulem o

---

<sup>301</sup> COMPANHIA PARANAENSE DE ENERGIA – COPEL. **Estatuto Social**. Aprovado na 207ª Assembleia Geral Extraordinária, de 10 de julho de 2023. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/16a31b1b-5ecd-4214-a2e0-308a2393e330/7d92ffcf-2410-779c-25af-75b614a5a0dd?origin=1>. Acesso em: 28 maio 2024.

<sup>302</sup> Lê-se o dispositivo: “Art. 5º [...] § 10 O poder de veto previsto no inciso VII do § 7.º deste artigo somente poderá ser exercido nos termos previstos na Lei do Estado do Paraná nº 21.272/2022 e legislação aplicável.” *Ibid.*, *loc. cit.*

<sup>303</sup> Lê-se o dispositivo: “Art. 3º [...] § 2º O poder de veto previsto no inciso III do § 1º deste artigo somente poderá ser exercido se o Estado do Paraná detiver, no mínimo, 10% (dez por cento) do capital social total da COPEL. PARANÁ. Lei Estadual nº 21.272, de 24 de novembro de 2022. Autoriza a transformação da Companhia Paranaense de Energia em Corporação através da alienação parcial das ações, e dá outras providências. **Diário Oficial do Estado do Paraná**: Curitiba, PR, p.1, 24 nov. 2022.

<sup>304</sup> Lê-se o dispositivo: “Art. 6º É vedado a qualquer acionista ou grupo de acionistas, brasileiro ou estrangeiro, público ou privado, o exercício do direito de voto em número superior ao equivalente ao percentual de 10% (dez por cento) da quantidade total de ações em que se dividir o capital votante da Copel, independentemente de sua participação no capital social.” COMPANHIA PARANAENSE DE ENERGIA – COPEL, *op. cit.*, *loc. cit.*

<sup>305</sup> Lê-se o dispositivo: “Art. 7º É vedada a celebração de acordos de acionistas visando a regular o exercício do direito de voto em número superior ao correspondente ao percentual de 10% (dez por cento) da quantidade total de ações em que se dividir o capital votante da Copel, inclusive na hipótese descrita no artigo 6º, Parágrafo único.” *Ibid.*, *loc. cit.*

exercício do direito de voto em número superior ao *voting cap* estabelecido, e seu § 1º<sup>306</sup> dispõe, ainda, que tal acordo de acionistas não será arquivado pela companhia.

Desse modo, assim como na Eletrobras, os direitos políticos dos acionistas da Copel não são compatíveis com sua posição acionária, caracterizando-se exceção ao princípio da proporcionalidade. Verifica-se, também, dispersão acionária, na medida em que existe grande dissociação entre direitos políticos e econômicos e que não há um controlador bem definido.

Além disso, o estatuto social prevê, em seus artigos 104 e 105<sup>307</sup>, uma espécie de *ownership cap*, caracterizada pela obrigação de realizar oferta pública de aquisição caso se ultrapasse o limite de participação acionária estabelecido. No primeiro caso, o *ownership cap* é de 25%, ensejando oferta pelas demais ações ordinárias por valor, no mínimo, 100% superior à maior cotação das respectivas ações nos últimos 504 pregões; e, no segundo caso, é de 50%, acarretando oferta por valor, no mínimo, 200% superior.

Salienta-se que essa determinação se aplica somente às ações adquiridas após a sua entrada em vigor, ou seja, a participação do estado do Paraná não aciona esse gatilho, apesar de ser superior ao primeiro limite determinado. Desse modo, torna-se extremamente oneroso adquirir ações acima desse patamar, motivo pelo qual se podem associar seus efeitos ao de um *ownership cap*.

---

<sup>306</sup> Lê-se o dispositivo: “Artigo 7º [...] § 1º Não será arquivado pela Companhia acordo de acionistas sobre exercício do direito de voto que conflite com as disposições deste Estatuto Social.” COMPANHIA PARANAENSE DE ENERGIA – COPEL. **Estatuto Social**. Aprovado na 207ª Assembleia Geral Extraordinária, de 10 de julho de 2023. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/16a31b1b-5ecd-4214-a2e0-308a2393e330/7d92ffcf-2410-779c-25af-75b614a5a0dd?origin=1>. Acesso em: 28 maio 2024.

<sup>307</sup> Leem-se os dispositivos: “Art. 104 O acionista ou grupo de acionistas que, direta ou indiretamente, vier a se tornar titular de ações ordinárias que, em conjunto, ultrapassem 25% (vinte e cinco por cento) do capital votante da Copel e que não retorne a patamar inferior a tal percentual em até 120 (cento e vinte) dias deverá realizar uma oferta pública para a aquisição da totalidade das demais ações ordinárias, por valor, no mínimo, 100% (cem por cento) superior à maior cotação das ações ordinárias nos últimos 504 (quinhentos e quatro) pregões anteriores a data em que o acionista ou o grupo de acionistas ultrapassar o limite previsto neste artigo, atualizada pro rata dies, pela taxa do Sistema Especial de Liquidação e Custódia – SELIC. Parágrafo único. A obrigação de realizar oferta pública de aquisição não se aplicará à participação efetiva, direta ou indireta, dos acionistas que tenham, na data da entrada em vigor do dispositivo, participação superior ao previsto no caput, mas será aplicável caso (1) futuramente, após redução, a sua participação venha a aumentar e ultrapassar o percentual de 25% (vinte e cinco por cento) do capital votante da Companhia; ou (2) não tenha reduzido sua participação abaixo do percentual previsto no caput, venha a adquirir qualquer participação adicional que não seja alienada no prazo previsto neste artigo.” e “Art. 105 O acionista ou grupo de acionistas que, direta ou indiretamente, vier a se tornar titular de ações ordinárias que, em conjunto, ultrapassem 50% (cinquenta por cento) do capital votante da Copel e que não retorne a patamar inferior a tal percentual em até 120 (cento e vinte) dias deverá realizar uma oferta pública para a aquisição da totalidade das demais ações ordinárias, por valor, no mínimo, 200% (duzentos por cento) superior à maior cotação das ações ordinárias nos últimos 504 (quinhentos e quatro) pregões, anteriores a data em que o acionista ou o grupo de acionistas ultrapassar o limite previsto neste artigo, atualizada pro rata dies, pela taxa do Sistema Especial de Liquidação e Custódia – SELIC.” *Ibid.*, *loc. cit.*

Quanto à controvérsia jurídica envolvendo a Copel, em 30 de junho de 2023, o Partido dos Trabalhadores ingressou com ação direta de inconstitucionalidade em face dos artigos 1º e 2º, que autorizam a privatização e determinam como se dará a operação, do artigo 3º, § 1º, I e III, e § 2º, que preveem os *voting caps* e a *golden share*, e do artigo 4º da Lei Estadual nº 21.272/2022, que trata dos atos de execução do processo de desestatização. Em linhas gerais, a ADI nº 7.408 destina-se à declaração parcial de inconstitucionalidade, sem redução de texto, dos dispositivos citados.

Segundo a petição inicial, os fundamentos da ADI nº 7.408 são: (i) o suposto vício de iniciativa, visto que haveria violação ao devido processo legislativo e supressão do debate parlamentar durante a aprovação do projeto de lei; (ii) a suposta violação do pacto federativo, dado que teria havido tentativa de interferência, por parte do estado do Paraná, em direito de propriedade da União, por meio do estabelecimento de *voting cap*; (iii) a suposta violação aos princípios constitucionais da razoabilidade, da proporcionalidade, da impessoalidade, da moralidade e da eficiência da Administração Pública, em razão da suposta incidência de grave lesão causada ao patrimônio e ao interesse públicos.

Da mesma forma que no caso da Eletrobras, a privatização da Copel e a instituição de mecanismos limitadores da proporcionalidade são decisões de Estado, cujo objetivo, quanto aos últimos, é mitigar a tensão entre os acionistas e o ente desestatizante, de modo a incentivar a aquisição das ações, assegurando aos acionistas que o Estado respeitaria os termos da privatização. Similarmente, caberia à União e ao estado do Paraná realizarem análise de custo-benefício da manutenção de participação superior ao seu direito de voto.

Atualmente, a ação encontra-se em trâmite no Supremo Tribunal Federal.

## CONCLUSÃO

O direito de voto é o principal representante dos direitos políticos do acionista. Embora não seja um direito essencial e não tenha incidência patrimonial direta, demonstra-se extremamente relevante, dado que seu exercício objetiva a otimização das vantagens patrimoniais que resultam da posição de acionista. Em razão disso, encontra-se no cerne dos debates acerca do conflito de agência, seja entre os acionistas e os administradores, entre os acionistas minoritários e o controlador, ou entre os acionistas em geral e o ente desestatizante.

Nesse contexto, a prática societária desenvolveu diversos mecanismos, cujo conjunto foi denominado mecanismos de limitação da proporcionalidade. Dentre eles, destacaram-se os *voting caps* e as *golden shares*, visto que são instrumentos que estão comumente associados nos estatutos sociais de companhias desestatizadas. Isso ocorre, pois, juntos, atuam de forma a mitigar o conflito de agência entre os acionistas e o ente desestatizante; de um lado, protegendo os acionistas e, de outro, garantindo os interesses do ente desestatizante. Além disso, a *golden share*, frequentemente, exerce o papel de guardião do *voting cap*, por meio do poder de veto em deliberações que tratem desse dispositivo.

A aplicação mitigada de certos princípios de direito societário pela adoção de tais mecanismos possibilita sua adaptação às necessidades de seus agentes. Nesse sentido, é importante definir-se o núcleo duro desses princípios para entender até que ponto sua aplicação mitigada é possível, sem que se violem normas societárias fundamentais e, em específico, descaracterize-se o tipo sociedade anônima.

Espera-se que esta exposição tenha cumprido seu objetivo de analisar os mecanismos de limitação da proporcionalidade no contexto dos conflitos de agência que ocorrem no interior das companhias desestatizadas, demonstrando-se sua importância e seus fundamentos jurídicos.

## REFERÊNCIAS

ARMOUR, John; HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier; PARGENDLER, Marina. What is Corporate Law?. *In*: KRAAKMAN, Reinier *et al.* **The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach**. 3. ed. Oxônia: Oxford University Press, 2017. p. 1-28.

**B3. Regulamento de Listagem e de Aplicação de Sanções Pecuniárias do Nível 2.** Disponível em: [https://www.b3.com.br/data/files/87/B3/C4/D6/9226E810D34843E8AC094EA8/Regulamento%20do%20Nivel%20%20\\_Sancoes%20pecuniarias%202024\\_.pdf](https://www.b3.com.br/data/files/87/B3/C4/D6/9226E810D34843E8AC094EA8/Regulamento%20do%20Nivel%20%20_Sancoes%20pecuniarias%202024_.pdf). Acesso em: 11 maio 2024.

**B3. Regulamento de Listagem do Bovespa Mais.** Disponível em: [https://www.b3.com.br/data/files/93/B0/6E/52/C326E810D34843E8AC094EA8/Regulamento%20de%20Listagem%20do%20Bovespa%20Mais%20-%20%20fase%20\\_Sancoes%202024\\_.pdf](https://www.b3.com.br/data/files/93/B0/6E/52/C326E810D34843E8AC094EA8/Regulamento%20de%20Listagem%20do%20Bovespa%20Mais%20-%20%20fase%20_Sancoes%202024_.pdf). Acesso em: 21 maio 2024.

**B3. Regulamento de Listagem do Bovespa Mais – Nível 2.** Disponível em: [https://www.b3.com.br/data/files/9D/A0/33/3F/B326E810D34843E8AC094EA8/Regulamento%20de%20Listagem%20do%20Bovespa%20Mais%20-%20Nivel%20%20\\_Sancoes%202024\\_.pdf](https://www.b3.com.br/data/files/9D/A0/33/3F/B326E810D34843E8AC094EA8/Regulamento%20de%20Listagem%20do%20Bovespa%20Mais%20-%20Nivel%20%20_Sancoes%202024_.pdf). Acesso em: 21 maio 2024.

**B3. Regulamento do Nível 1 de Governança Corporativa.** Disponível em: [https://www.b3.com.br/data/files/0C/80/66/1A/B326E810D34843E8AC094EA8/Regulamento%20do%20Nivel%201%20\\_Sancoes%20pecuniarias%202024\\_.pdf](https://www.b3.com.br/data/files/0C/80/66/1A/B326E810D34843E8AC094EA8/Regulamento%20do%20Nivel%201%20_Sancoes%20pecuniarias%202024_.pdf). Acesso em: 21 maio 2024.

**B3. Regulamento do Novo Mercado.** Disponível em: [https://www.b3.com.br/data/files/33/E3/EB/8E/3271F8100E866AE8AC094EA8/Regulamento%20do%20Novo%20Mercado%20\\_Sancoes%20pecuniarias%202024\\_.pdf](https://www.b3.com.br/data/files/33/E3/EB/8E/3271F8100E866AE8AC094EA8/Regulamento%20do%20Novo%20Mercado%20_Sancoes%20pecuniarias%202024_.pdf). Acesso em: 02 abr. 2024.

B3. **Segmentos de listagem.** Disponível em: [https://www.b3.com.br/pt\\_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/](https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/).

Acesso em: 11 maio 2024.

BERLE, Adolf A.; MEANS, Gardiner C. **The Modern Corporation and Private Property.** 2. ed. Abingdon: Routledge, 1991. 434 p.

BRASIL. **Consultas da Secção de Fazenda do Conselho de Estado:** colligidas por ordem do governo. Anos de 1871 a 1873. Rio de Janeiro: Typographia Nacional, 1874. v. 7, 314 p. Disponível em: [https://www.google.com.br/books/edition/\\_/YVArAQAAMAAJ?hl=pt-BR&sa=X&ved=2ahUKEwjLu\\_DJ8P6FAxXOq5UCHYfxCMQQ7\\_IDegQIFRAF](https://www.google.com.br/books/edition/_/YVArAQAAMAAJ?hl=pt-BR&sa=X&ved=2ahUKEwjLu_DJ8P6FAxXOq5UCHYfxCMQQ7_IDegQIFRAF). Acesso em: 08 maio 2024.

BRASIL. **Consultas da Secção de Fazenda do Conselho de Estado:** colligidas por ordem do governo. Anos de 1877 a 1879. Rio de Janeiro: Typographia Nacional, 1879. v. 9, 324 p. Disponível em: [https://www.google.com.br/books/edition/Imperiaes\\_resolu%C3%A7%C3%B5es\\_do\\_Conselho\\_de\\_esta/dlArAQAAMAAJ?hl=pt-BR&gbpv=0](https://www.google.com.br/books/edition/Imperiaes_resolu%C3%A7%C3%B5es_do_Conselho_de_esta/dlArAQAAMAAJ?hl=pt-BR&gbpv=0). Acesso em: 08 maio 2024.

BRASIL. Decreto nº 434, de 04 de julho de 1891. Consolida as disposições legislativas e regulamentares sobre as sociedades anonymas. **Collecção das Leis da Republica dos Estados Unidos do Brazil de 1891.** Rio de Janeiro: Imprensa Nacional, 1892. v. 2, pt. 2, p. 34-68. Disponível em: <https://www2.camara.leg.br/legin/fed/decret/1824-1899/decreto-434-4-julho-1891-504758-publicacaooriginal-1-pe.html>. Acesso em: 10 maio 2024.

BRASIL. Decreto nº 575, de 10 de janeiro de 1849. Estabelece regras para a incorporação de quaesquer Sociedades anonymas. **Collecção das Leis do Imperio do Brasil de 1849.** Rio de Janeiro: Typographia Nacional, 1849. t. 12, pt. 2, seq. 2, p. 10-12. Disponível em: <https://www2.camara.leg.br/legin/fed/decret/1824-1899/decreto-575-10-janeiro-1849-559714-publicacaooriginal-82062-pe.html>. Acesso: 12 maio 2024.

BRASIL. Decreto nº 1.204, de 29 de julho de 1994. Altera e consolida a regulamentação da Lei nº 8.031, de 12 abril de 1990, que cria o Programa de Desestatização, com as alterações

posteriores. **Diário Oficial da União**: Brasília, DF, p. 11.445, 01 ago. 1994. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/decreto/d1204.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto/d1204.htm). Acesso em: 21 maio 2024.

BRASIL. Decreto nº 1.223, de 31 de agosto de 1853. Concede a incorporação de hum Banco de depositos, descontos e emissão, estabelecido nesta Côrte. **Collecção das Leis do Imperio do Brasil de 1853**. Rio de Janeiro: Typographia Nacional, 1853. t. 16., pt. 2, seq. 46, p. 304-318. Disponível em: <https://www2.camara.leg.br/legin/fed/decret/1824-1899/decreto-1223-31-agosto-1853-559106-publicacaooriginal-81019-pe.html#:~:text=Concede%20a%20incorpora%C3%A7%C3%A3o%20de%20hum,e%20emiss%C3%A3o%20estabelecido%20nesta%20C%C3%B4rte>. Acesso em: 09 maio 2024.

BRASIL. Decreto nº 2.594, de 15 de maio de 1998. Regulamenta a Lei nº 9.491, de 9 de setembro de 1997, que dispõe sobre o Programa Nacional de Desestatização e dá outras providências. **Diário Oficial da União**: Brasília, DF, p. 14, 18 maio 1998. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/decreto/d2594.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto/d2594.htm). Acesso em: 21 maio 2024.

BRASIL. Decreto nº 4.819, de 18 de novembro de 1871. Autoriza a incorporação do Banco Nacional, e aprova como modificações, os respectivos estatutos. **Collecção das Leis do Imperio do Brasil de 1871**. Rio de Janeiro: Typographia Nacional, 1871. t. 34., pt. 2, p. 642-648. Disponível em: <https://www2.camara.leg.br/legin/fed/decret/1824-1899/decreto-4819-18-novembro-1871-552249-norma-pe.html>. Acesso em: 09 maio 2024.

BRASIL. Decreto-Lei nº 2.627, de 26 de setembro de 1940. Dispõe sobre as sociedades por ações. **Coleção das Leis da República dos Estados Unidos do Brasil de 1940**. Rio de Janeiro: Imprensa Nacional, 1944. v. 5, p. 353-388. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/decreto-lei/del2627.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/del2627.htm). Acesso em: 23 abr. 2024.

BRASIL. Exposição de Motivos da Medida Provisória nº 1.031, de 23 de fevereiro de 2021. Dispõe sobre a desestatização da empresa Centrais Elétricas Brasileiras S.A. - Eletrobras e altera a Lei nº 5.899, de 5 de julho de 1973, a Lei nº 9.991, de 24 de julho de 2000, e a Lei nº 10.438, de 26 de abril de 2002. **Diário Oficial da União**: Brasília, DF, p. 1, 23 fev. 2021. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2019-2022/2021/Exm/Exm-MP-1031-21.pdf](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2021/Exm/Exm-MP-1031-21.pdf). Acesso em: 29 maio 2024.

BRASIL. Lei nº 556, de 25 de junho de 1850. Código Comercial. **Collecção das Leis do Imperio do Brasil de 1850**. Rio de Janeiro: Typographia Nacional, 1850. t. 11, pt. 1, seq. 21, p. 57-239. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/lim/lim556.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lim/lim556.htm). Acesso em: 06 maio 2024.

BRASIL. Lei nº 3.150, de 04 de novembro de 1882. Regula o estabelecimento de companhias e sociedades anonymas. **Collecção das Leis do Imperio do Brazil de 1882**. Rio de Janeiro: Typographia Nacional, 1883. v. 1, p. 139-149. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/lim/LIM3150.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lim/LIM3150.htm). Acesso em: 06 maio 2024.

BRASIL. Lei nº 3.890-A, de 25 de abril de 1961. Autoriza a União a constituir a empresa Centrais Elétricas Brasileiras S.A. – ELETROBRÁS, e dá outras providências. **Diário Oficial da União**: Brasília, DF, p. 3.945, 25 abr. 1961. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l3890acons.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l3890acons.htm). Acesso em: 28 maio 2024.

BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Diário Oficial da União**: Brasília, DF, p. 1, 17 dez. 1976. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6404consol.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm). Acesso em: 23 abr. 2024.

BRASIL. Lei nº 8.031, de 12 de abril de 1990. Cria o Programa Nacional de Desestatização, e dá outras providências. **Diário Oficial da União**: Brasília, DF, p. 7.103, 13 abr. 1990. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l8031.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l8031.htm). Acesso em: 20 maio 2024.

BRASIL. Lei nº 9.491, de 09 de setembro de 1997. Altera procedimentos relativos ao Programa Nacional de Desestatização, revoga a Lei nº 8.031, de 12 de abril de 1990, e dá outras providências. **Diário Oficial da União**: Brasília, DF, p. 19.941, 10 set. 1997. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l9491.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l9491.htm). Acesso em: 21 maio 2024.

BRASIL. Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001. Altera e acrescenta dispositivos na Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a

Comissão de Valores Mobiliários. **Diário Oficial da União**: Brasília, DF, p. 4, 01 nov. 2001. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/leis\\_2001/110303.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/leis_2001/110303.htm). Acesso em: 21 maio 2024.

BRASIL. Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Institui o Código Civil. **Diário Oficial da União**: Brasília, DF, p. 1, 11 jan. 2002. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/2002/110406.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406.htm). Acesso em: 22 maio 2024.

BRASIL. Lei nº 13.303, de 30 de junho de 2016. Dispõe sobre o estatuto jurídico da empresa pública, da sociedade de economia mista e de suas subsidiárias, no âmbito da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios. **Diário Oficial da União**: Brasília, DF, p. 1, 01 jul. 2016. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2015-2018/2016/lei/113303.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2016/lei/113303.htm). Acesso em: 28 maio 2024.

BRASIL. Lei nº 14.182, de 12 de julho de 2021. Dispõe sobre a desestatização da empresa Centrais Elétricas Brasileiras S.A. (Eletrobras); altera as Leis nºs 5.899, de 5 de julho de 1973, 9.991, de 24 de julho de 2000, 10.438, de 26 de abril de 2002, 10.848, de 15 de março de 2004, 13.182, de 3 de novembro de 2015, 13.203, de 8 de dezembro de 2015, 14.118, de 13 de janeiro de 2021, 9.648, de 27 de maio de 1998, e 9.074, de 7 de julho de 1995; e revoga dispositivos da Lei nº 3.890-A, de 25 de abril de 1961. **Diário Oficial da União**: Brasília, DF, p. 1, 13 jul. 2021. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2019-2022/2021/Lei/L14182.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2021/Lei/L14182.htm). Acesso em: 28 maio 2024.

BRASIL. Medida Provisória nº 1.031, de 23 de fevereiro de 2021. Dispõe sobre a desestatização da empresa Centrais Elétricas Brasileiras S.A. - Eletrobras e altera a Lei nº 5.899, de 5 de julho de 1973, a Lei nº 9.991, de 24 de julho de 2000, e a Lei nº 10.438, de 26 de abril de 2002. **Diário Oficial da União**: Brasília, DF, p. 1, 23 fev. 2021. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2019-2022/2021/mpv/mpv1031.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2021/mpv/mpv1031.htm). Acesso em: 29 maio 2024.

CABRAL, Telma Virginia Lopes. Conflitos entre a Legislação das S.A. e a Legislação de Incentivos Fiscais no que se refere aos Direitos Conferidos às Ações Preferenciais. **Revista de**

**Ciência Política**, Rio de Janeiro, v. 33, n. 2, p. 49-63, 1990. Disponível em: <https://periodicos.fgv.br/rcp/article/view/59794/0>. Acesso em: 12 maio 2024.

CENTRAIS ELÉTRICAS BRASILEIRAS S.A. – ELETROBRAS. **Estatuto Social**. Aprovado na 186ª Assembleia Geral Extraordinária, de 17 de abril de 2023. Disponível em: <https://www.gov.br/mme/pt-br/aceso-a-informacao/entidades/eletrobras-holding/institucional/Estatutosocial.pdf>. Acesso em: 28 maio 2024.

COMPANHIA PARANAENSE DE ENERGIA – COPEL. **Estatuto Social**. Aprovado na 207ª Assembleia Geral Extraordinária, de 10 de julho de 2023. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/16a31b1b-5ecd-4214-a2e0-308a2393e330/7d92ffcf-2410-779c-25af-75b614a5a0dd?origin=1>. Acesso em: 28 maio 2024.

COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. 6. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014. *E-book*.

COPEL. **Composição Acionária**. Disponível em: <https://ri.copel.com/governanca-corporativa/composicao-acionaria/>. Acesso em: 29 maio 2024.

DAVIES, Paul L. **The Board of Directors: Composition, Structure, Duties and Powers**. Company Law Reform in OECD Countries – A Comparative Outlook of Current Trends: Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico, Estocolmo, p. 1-29, 2000. Disponível em: <https://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/1857291.pdf>. Acesso em: 28 abr. 2024.

ELETROBRAS. **Capital Social**. Disponível em: <https://ri.eletrobras.com/capital-social/>. Acesso em: 29 maio 2024.

ENRIQUES, Luca; HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier; PARGENDLER, Marina. The Basic Governance Structure: Minority Shareholders and Non-Shareholder Constituencies. *In*: KRAAKMAN, Reinier *et al.* **The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach**. 3. ed. Oxônia: Oxford University Press, 2017. p. 79-108.

ÉPOCA NEGÓCIOS. **Copel deixa de ser sociedade mista e se transforma em corporação, sem acionista controlador.** Disponível em:

<https://epocanegocios.globo.com/empresas/noticia/2023/08/copel-deixa-de-ser-sociedade-mista-e-se-transforma-em-corporacao-sem-acionista-controlador.ghtml>. Acesso em: 29 maio 2024.

FABIÃO, Paulo Sérgio de Araújo e Silva. O Direito de Voto nas Sociedades por Ações. **Revista de Direito da Procuradoria Geral**, Rio de Janeiro, v. 20, p. 60-82, 1969. Disponível em: <https://pge.rj.gov.br/comum/code/MostrarArquivo.php?C=NDYxNQ%2C%2C>. Acesso em: 23 abr. 2024.

FARAH, Fátima Regina França. Direito de voto nas sociedades anônimas. **Revista de Informação Legislativa**: Brasília, v. 23, n. 92, p. 397-410, 1986. Disponível em: <https://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/181688/000423289.pdf?sequence=3&isAllowed=y>. Acesso em: 11 maio 2024.

GRUNDMANN, Stefan; MÖSLEIN, Florian. Golden Shares: State Control in Privatised Companies – Comparative Law, European Law and Policy Aspects. [S.n.], [s.l.], p. 1-37, 2003. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=410580>. Acesso em: 22 maio 2024.

HILT, Eric. When did Ownership Separate from Control? Corporate Governance in the Early Nineteenth Century. **The Journal of Economic History**, Cambridge, v. 68, n. 3, p. 645-685, 2008. Disponível em: <http://www.jstor.org/stable/40056434>. Acesso em: 05 maio 2024.

INFOMONEY. **Privatização da Eletrobras (ELET3 ELET6):** como começou e o que acontece após a capitalização. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/mercados/privatizacao-da-eletobras-elet3-elet6-como-comecou-e-o-que-acontece-apos-a-capitalizacao/>. Acesso em: 29 maio 2024.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the Firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, Rochester, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976. Disponível em: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X). Acesso em: 17 jun. 2024.

JOTA. **Paraná sanciona lei que permite privatização da Copel.** Disponível em: <https://www.jota.info/opiniao-e-analise/colunas/coluna-do-tracking/parana-sanciona-lei-que-permite-privatizacao-da-copel-30112022>. Acesso em: 29 maio 2024.

LIMA, Liana Issa. **Governança Corporativa em Empresas Desestatizadas e Voting Caps: O Caso da Eletrobras.** Informação Técnica: Consultoria Legislativa da Câmara dos Deputados, p. 1-32, 2023. Disponível em: <https://redir.stf.jus.br/paginadorpub/paginador.jsp?docTP=TP&docID=772026998&prcID=6774194#>. Acesso em: 02 abr. 2024.

LIMA, Romeu Eugênio de; ARAÚJO, Marcelo Bicalho Viturino de; AMARAL, Hudson Fernandes. Conflitos de Agência: um Estudo Comparativo dos Aspectos Inerentes a Empresas Tradicionais e Cooperativas de Crédito. **Revista de Contabilidade e Organizações – FEARP/USP**, São Paulo, v. 2, n. 4, p. 148-157, 2008. Disponível em: <https://revistas.usp.br/rco/article/view/34726/37464>. Acesso em: 17 jun. 2024.

MIRANDA, Francisco Cavalcanti Pontes de. **Tratado de Direito Privado.** São Paulo: Revista dos Tribunais, 2012. t. 3. 716 p.

MUSACCHIO, Aldo. Laws versus Contracts: Shareholder Protections and Ownership Concentration in Brazil, 1890-1950. **Business History Review**, Cambridge, v. 82, n. 3, p. 445-473, 2008. Disponível em: <https://www.hbs.edu/businesshistory/Documents/musacchio-article-brazil.pdf>. Acesso em: 24 abr. 2024.

ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT (OECD). **Lack of Proportionality between Ownership and Control: Overview and Issues for Discussion.** Steering Group on Corporate Governance, Paris, p. 1-47, 2007. Disponível em: <https://www.oecd.org/daf/ca/40038351.pdf>. Acesso em: 01 abr. 2024.

PARANÁ. Decreto Estadual nº 14.947, de 26 de outubro de 1954. Dispõe sobre a organização de sociedade de economia mista sob a denominação de Companhia Paranaense de Energia

Elétrica – COPEL e dá outras providências. **Diário Oficial do Estado do Paraná**: Curitiba, PR, p. 1, 27 out. 1954.

PARANÁ. Lei Estadual nº 21.272, de 24 de novembro de 2022. Autoriza a transformação da Companhia Paranaense de Energia em Corporação através da alienação parcial das ações, e dá outras providências. **Diário Oficial do Estado do Paraná**: Curitiba, PR, p.1, 24 nov. 2022.

PARGENDLER, Mariana; HANSMANN, Henry. A new view of shareholder voting in the nineteenth century: evidence from Brazil, England and France. **Business History**, Abingdon, v. 55, n. 4, p. 585-600, 2013. Disponível em: <https://law.stanford.edu/index.php?webauth-document=publication/701382/doc/slspublic/Pargendler%2055%20Business%20History%20585.pdf>. Acesso em: 02 abr. 2024.

PELA, Juliana Krueger. **As Golden Shares no Direito Societário Brasileiro**. São Paulo: Quartier Latin, 2012. 227 p.

PELA, Juliana Krueger. Origem e Desenvolvimento das Golden Shares. **Revista da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo**, São Paulo, v. 103, p. 187-238, 2008. Disponível em: <https://www.revistas.usp.br/rfdusp/article/view/67803>. Acesso em: 03 abr. 2024.

PEREIRA, Jorge Brito. Voting caps e OPA obrigatória. *In*: CASTRO, Carlos Osório de (coord.). **Estudos em Honra de João Soares da Silva**. Coimbra: Almedina, 2021. p. 639-675.

REQUIÃO, Rubens. **Curso de Direito Comercial**. 32. ed. São Paulo: Saraiva, 2015. v. 2. 1.416 p.

ROCCO, Fernando de Albuquerque. **Golden Shares e a Privatização de Sociedades de Economia Mista**. 2017. 56 f. Monografia – LL.M. em Direito Societário, Insper – Instituto de Ensino e Pesquisa, São Paulo, 2017. Disponível em: <https://repositorio-api.insper.edu.br/server/api/core/bitstreams/4ee0952c-2142-44a5-8958-cf43e8f684df/content>. Acesso em: 02 abr. 2024.