



UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS
DEPARTAMENTO DE DIREITO
CURSO DE DIREITO

Pedro Henrique Cunha Prado

Análise dos efeitos da instituição do voto plural pela Lei 14.195/21 no Direito brasileiro

Florianópolis
2023

Pedro Henrique Cunha Prado

Análise dos efeitos da instituição do voto plural pela Lei 14.195/21 no Direito brasileiro

Trabalho de Conclusão de Curso submetido no curso de Direito do Centro de Ciências Jurídicas da Universidade Federal de Santa Catarina como requisito parcial para obtenção do título de Bacharel (a) em Direito.

Orientador(a): Prof. André Lipp Pinto Basto Lupi, Dr.

Florianópolis
2023

Ficha de identificação da obra elaborada pelo autor, através do Programa de Geração Automática da Biblioteca Universitária da UFSC.

Prado, Pedro Henrique Cunha
Análise dos efeitos da instituição do voto plural pela
Lei 14.195/21 no Direito brasileiro / Pedro Henrique Cunha
Prado ; orientador, André Lipp Pinto Basto Lupi, 2024.
69 p.

Trabalho de Conclusão de Curso (graduação) -
Universidade Federal de Santa Catarina, Centro de Ciências
Jurídicas, Graduação em Direito, Florianópolis, 2024.

Inclui referências.

1. Direito. 2. Direito Societário. 3. Lei n. 14.195 de
2021. 4. Voto Plural. 5. Dupla Classe de ações . I. Lupi,
André Lipp Pinto Basto. II. Universidade Federal de Santa
Catarina. Graduação em Direito. III. Título.

AGRADECIMENTOS

Gostaria de expressar meus mais sinceros agradecimentos àqueles que contribuíram de maneira fundamental para a realização deste Trabalho de Conclusão de Curso. Primeiramente, dedico esta conquista aos meus pais, que com seu amor incondicional, paciência e apoio constante, proporcionaram todas as condições necessárias para que eu pudesse alcançar este objetivo. Seu exemplo de dedicação e perseverança sempre será uma fonte de inspiração para mim.

Aos meus amigos e colegas, agradeço pela amizade e pelo suporte emocional ao longo desta jornada acadêmica. Vocês foram essenciais nos momentos de dificuldade, sempre oferecendo palavras de incentivo e conforto. A camaradagem e os momentos de descontração que compartilhamos tornaram essa caminhada muito mais leve e significativa.

Minha gratidão também se estende ao meu professor orientador, cujo conhecimento e orientação foram fundamentais para o desenvolvimento deste trabalho. Sua paciência, disponibilidade e conselhos precisos foram determinantes para a conclusão deste projeto. Agradeço pela confiança depositada em mim e pela oportunidade de aprender e crescer sob sua orientação.

Por fim, expresso meus agradecimentos à Universidade Federal de Santa Catarina, que proporcionou um ambiente acadêmico de excelência, com recursos e estrutura que possibilitaram o desenvolvimento deste trabalho. Agradeço a todos os professores e funcionários que, direta ou indiretamente, contribuíram para a minha formação.

RESUMO

A elaboração do trabalho segue o método dedutivo a partir de revisão bibliográfica. A Lei n. 14.195/2021 inclui o Art. 110-A na Lei n. 6.404 de dezembro de 1976, adicionando a figura do voto plural no ordenamento brasileiro. Essa alteração legislativa se deu em meio a uma “corrida” internacional pela flexibilização das regras de listagem dos mercados de ativos globais para viabilizar a estrutura acionária com dupla classe de ações, *dual class shares*, diante do exponencial aumento da demanda pelas empresas, principalmente do setor da tecnologia, por esse modelo estrutural. Esse fenômeno não foi diferente no Brasil, com grandes empresas nacionais recorrendo a mercados estrangeiros menos proibitivos para listar seus ativos. A adoção do instituto do voto plural pela companhia permite uma desproporção entre os poderes políticos e os direitos de fluxo de caixa, sendo um claro desvio do princípio *one share, one vote*, já há tempos mitigado no Brasil. O objetivo desse trabalho é analisar os prováveis efeitos dessa alteração legislativa nas relações que integram as sociedades anônimas, de forma a explorar a aplicabilidade, críticas e implicações do voto plural no Brasil.

Palavras-chave: Voto plural; Art. 110-A; Lei das Sociedades por Ações; Lei n. 14.195/2021; Direito de voto, Dupla classe de ações; Uma ação, um voto; Direitos de fluxo de caixa.

ABSTRACT

The development of this work follows the deductive method based on a literature review. Law No. 14.195/2021 includes Article 110-A in Law 6.404 of December 1976, introducing the concept of plural voting into Brazilian regulations. This legislative change occurred amid an international "race" to relax the listing rules of global asset markets to facilitate dual class share structures, driven by the exponential increase in demand from companies, especially in the technology sector, for this structural model. This phenomenon was no different in Brazil, with major national companies turning to less restrictive foreign markets to list their assets. The adoption of the plural voting mechanism by a company allows for a disproportion between political power and cash flow rights, clearly deviating from the principle of one share, one vote, which has long been mitigated in Brazil. The objective of this work is to analyze the probable effects of this legislative change on the relationships within corporations, exploring the applicability, criticisms, and implications of plural voting in Brazil.

Palavras-chave: Weighted voting rights; Article 110-A; Brazilian Corporate Law; Law No. 14.195/2021; One share one vote; Dual Class Shares; Voting rights, Cash flow rights.

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

AMEX - *The American Stock Exchange*

Art. – Artigo

B3 - B3 S.A. - Brasil, Bolsa, Balcão

CVM - Comissão de Valores Mobiliários

IPO - *Inicial Public Offering* ou Oferta Pública Inicial

Lei das S.A. - Lei nº 6.404/76, de 16 de dezembro de 1976

Lei n 14.195 - Lei nº 14.195, de 26 de agosto de 2021

MP n 1.040/2021 - Medida Provisória nº 1.040/2021, de 30 de março de 2021

NASDAQ - *NASDAQ Stock Market*

NYSE - *New York Stock Exchange*

S.A - Sociedades por Ações

SEC - *Securities and Exchange Commission*

HKEX - *Hong Kong Stock Exchange*

SGX - *Singapore Stock Exchange*

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	9
2	PROBLEMAS DE AGÊNCIA DECORRENTES DA ESTRUTURA DA S.A.	12
	2.1 PROBLEMAS DE AGÊNCIA E ESTRATÉGIAS JURÍDICAS	12
	2.2 OS PRINCIPAIS PROBLEMAS DE AGÊNCIA	14
	2.2.1 Conflito entre os acionistas e administradores	16
	2.2.2 Conflito entre acionista controlador e minoritário	17
	2.3 PRINCIPAL PROBLEMA DE AGÊNCIA NO CONTEXTO NACIONAL	19
	2.3.1 Implementação do segmento especial do Novo Mercado	22
3	PRINCÍPIO DA PROPORCIONALIDADE	25
	3.1 NORMA DE TRATAMENTO IGUALITÁRIO.....	25
	3.2 PRINCÍPIO DO “ <i>ONE SHARE, ONE VOTE</i> ”	26
	3.3 EXCEÇÕES DO PRINCÍPIO “ <i>UMA AÇÃO, UM VOTO</i> ”	27
	3.3.1 Ações preferenciais.....	28
	3.3.2 <i>Golden Shares</i>	30
	3.3.3 Estruturas Piramidais de Controle	32
	3.3.4 Voto múltiplo.....	33
4	“<i>DUAL CLASS SHARES</i>”	36
	4.1 PANORAMA HISTÓRICO	38
	4.2 VOTO PLURAL.....	40
	4.2.1 Contexto nacional	43
5	CARACTERÍSTICAS GERAIS DO VOTO PLURAL NO BRASIL	49
	5.1 FORMALIDADES PARA EMISSÃO DE AÇÕES COM VOTO PLURAL.....	51
	5.2 DELIBERAÇÃO ÀS QUAIS O VOTO PLURAL SE APLICA	53
	5.3 AS “ <i>SUNSET CLAUSES</i> ”	54
	5.4 AS OPERAÇÕES SOCIETÁRIAS VEDADAS.....	56
	5.5 ANÁLISE DA PERMISSÃO DO VOTO PLURAL NO ÂMBITO DA LEI 14.195/21	57
	5.5.1 Aspectos positivos	58
	5.5.2 Aspectos negativos	60
6	CONCLUSÃO	63

1 INTRODUÇÃO

O surgimento da primeira sociedade por ações, a Companhia das Índias Orientais, no início do século XVII revolucionou o sistema de financiamento das operações empresariais. O mecanismo “revolucionário” adotado por essa organização foi de fracionar seu capital social em ações transferíveis, possibilitando a compra desses ativos por investidores externos. Os adquirentes dessas ações se tornavam sócios da companhia, compartilhando os riscos e lucros das operações deflagradas por ela.

Esse novo modelo de captação de capital surgiu como alternativa aos métodos arcaicos de concessão de créditos da época, abarcando um novo mercado até então inativo de investidores.

Posto isso, as sociedades por ações se desenvolveram para tornar-se estruturas societárias propícias para a captação de investimento. Isso se deve a algumas características inerentes a esse arranjo societário, entre elas se destacam a responsabilidade limitada e a livre circulação de ações.

A angariação de capital, todavia, acarreta na majoração dos problemas organizacionais e de agência entre os participantes da sociedade, acionistas e administradores principalmente. Além disso, quanto maior o capital almejado maior a complexidade da forma de captação desse investimento.

Nesse sentido, é dever do direito societário prover essas sociedades com estruturas eficientes e estratégias jurídicas pertinentes a fim de mitigar os custos de agência e coordenação provenientes das relações entre as partes.

O direito político do voto conferido aos acionistas, tema que será analisado com mais cuidado ao longo do trabalho, é um exemplo de estratégia jurídica, que pode ser empregada pelo direito societário para minimizar os custos de agência decorrentes das relações entre as partes.

Esse mesmo direito, por outro lado, também pode atuar no sentido de solidificar a posição de controle do grupo acionista majoritário, potencialmente, agravando os problemas de agência entre a classe acionista.

Isso porque, existem diversas estruturas societárias capazes de alavancar o direito de voto. Os acordos de propriedade acionária circular, as estruturas acionárias piramidais e, por fim, as estruturas acionárias com duas ou mais classes de ações são exemplos desses mecanismos.

Nos últimos anos, estruturas acionárias que englobam múltiplas classes de ações ordinárias, organizadas no modelo de *dual class shares*, com o dispositivo do voto plural, têm experimentado um certo renascimento no cenário americano e mundial.

Empresas do setor de tecnologia e mídias sociais, como Alphabet, Facebook e Dell, são exemplos recentes de companhias que emitiram ações com voto majorado. Essa estrutura permite aos fundadores, que possuem uma função, discutivelmente, estratégica no valor do negócio, manterem o controle da companhia, mesmo não sendo o acionista majoritário.

O Brasil não permaneceu imune a esse cenário. Entre os anos de 2017 e 2021, diversas companhias brasileiras optaram por abrir capital e listar ações de suas holdings em bolsas de valores norte-americanas. Exemplos notáveis incluem a XP Inc. (XP Investimentos), a Arco Platform Ltd. (Arco Educação), a StoneCo Ltd. (Stone Pagamentos) e a PagSeguro Digital Ltd. (PagSeguro). Embora algumas dessas empresas não tenham especificado as razões para a listagem nos EUA, todas adotaram a estrutura de *dual-class shares* naquele país.

Em resposta às pressões políticas causadas pela evidente fuga de capital, foi incluída na Medida Provisória 1.040/2021 uma proposta para introduzir o voto plural no ordenamento jurídico brasileiro. Essa medida é vista como uma reação à concorrência regulatória no direito societário, frente à competitividade dos mercados internacionais.

No ano de 2021, a Medida Provisória 1.040/2021 foi promulgada, originando a Lei 14.195/2021, também conhecida como Lei da Melhoria do Ambiente de Negócios. Nela, foi implementado o voto plural.

O estudo será realizado por meio de uma pesquisa teórica, abordando os problemas através de um vasto repertório bibliográfico, sendo, portanto, necessária uma revisão da literatura existente.

Como método técnico de investigação, será adotada a pesquisa bibliográfica que, por meio de uma revisão da literatura, permitirá a coleta de dados sobre os quais o estudo será fundamentado. Adicionalmente, será empregada a pesquisa documental, envolvendo a análise de normas e regulamentos.

O objetivo deste trabalho é examinar os efeitos da introdução do voto plural no direito brasileiro, com os seguintes objetivos específicos: i) conceituar os principais problemas de agência que surgem nas sociedades empresariais, aplicando esses conceitos para o cenário brasileiro; ii) definir o princípio da proporcionalidade e elucidar os mecanismos que permitem o controle majoritário do acionista controlador com a posse minoritária dos direitos de fluxo de caixa, com ênfase na estrutura "*dual class shares*"; e iii) realizar uma análise do Art. 110-A da

Lei 14.195/2021, que introduziu o instituto do voto plural no ordenamento jurídico brasileiro, enfatizando os potenciais impactos dessa inovação no contexto nacional.

2 PROBLEMAS DE AGÊNCIA DECORRENTES DA ESTRUTURA DA S.A

Grande parte das relações entre os participantes da sociedade anônima são contratuais, sendo o estatuto social da companhia, em larga medida, o contrato vinculante dos direitos e obrigações básicas dos integrantes dessa organização. Esse contrato estabelece os termos básicos de relação entre os acionistas e administradores.¹

Ele está sujeito a um vasto conjunto de disposições legais que preveem regras detalhadas para a governança interna das S.A. Não fosse isso, as relações internas da companhia poderiam ser reguladas por instrumentos contratuais próprios. Nesse sentido, é comum que o direito societário disponibilize uma forma padronizada de contrato a fim de simplificar sua realização.

Esses dispositivos jurídicos podem ter um caráter impositivo, caracterizado pelas normas cogentes, ou um caráter meramente supletivo, aplicável apenas quando as partes não estipulam algo explicitamente diferente. A disposição legal envolvendo o direito de voto dos acionistas é um exemplo de norma dispositiva.²

Essas estruturas societárias, todavia, pelo alto grau de complexidade, não são isentas de vícios, que podem impactar negativamente as relações entre os integrantes da companhia, sobrevalorizando indevidamente o interesse de determinados grupos. Isso ocorre porque é extremamente difícil prever as futuras contingências da empresa. Como resultado, um contrato que pareça completo pode acabar apresentando lacunas indesejadas.

Em relação a isso surge a necessidade do direito societário de implementar ferramentas para mitigar esse oportunismo de algumas partes nas custas de outras, manejando os conflitos de interesse entre elas.

2.1 PROBLEMAS DE AGÊNCIA E ESTRATÉGIAS JURÍDICAS

Conforme observado anteriormente, o direito societário tem a prerrogativa de prover às empresas com uma estrutura jurídica compatível com as exigências econômicas do mercado moderno. Essa estrutura, contudo, pode vir a apresentar problemas de coordenação e de interesse entre seus membros por conta da complexidade dessas relações.

Isso porque, de acordo com Lopes e Martins (2007): “os interesses dos acionistas são bastante diferentes dos interesses dos administradores da empresa e das outras classes de

¹ KRAAKMAN, Reinier et al. *A Anatomia do Direito Societário: Uma Abordagem Comparativa e Funcional*. São Paulo: Editora Singular, 2018, p. 59.

² KRAAKMAN, Reinier et al. *A Anatomia do Direito Societário: Uma Abordagem Comparativa e Funcional*. São Paulo: Editora Singular, 2018, p.60.

participantes. Cada grupo de interessados na empresa possui uma classe distinta de aspirações”.³

Nesse sentido, surge outra importante função do direito societário, relativa ao controle e mitigação desses problemas decorrentes dos conflitos de interesses subjacentes ao funcionamento da companhia, com vistas à contenção dos comportamentos oportunistas que podem ser adotados pelos agentes econômicos envolvidos e ao aumento da eficiência da unidade econômica.

De acordo com a obra: *A Anatomia do Direito Societário: uma abordagem comparada e funcional*, “qualquer relação contratual, na qual uma parte (o “agente”) promete o cumprimento à outra (o “representado”), está potencialmente sujeita a um problema de agência”.⁴

Nessas relações, conforme Hendriksen e Van Breda (1999), os representantes usualmente desempenham diversas tarefas, incluindo tomar decisões em nome do principal, assegurar que a execução beneficie todas as partes envolvidas e zelar pela utilidade da função do principal.⁵

O problema relativo a essa associação contratual consiste em induzir o agente a agir conforme o interesse do representado, como destacam Kraakman et al. (2018):

O núcleo da dificuldade é que, como o agente costuma a ter mais informações do que o representado acerca de fatos relevantes, o representado não consegue garantir facilmente que o desempenho do agente seja precisamente o que foi prometido. Por isso, o agente tem um incentivo para agir de forma oportunista, reduzindo a qualidade de desempenho ou até desviando para si mesmo parte do que foi prometido ao representado.⁶

Estas tensões e conflitos de interesses obrigam que o mandato conferido aos agentes seja devidamente monitorado. Pode-se afirmar que essa vigilância surge da própria estrutura da sociedade anônima, organizada para limitar ou anular o problema de agência tanto quanto possível.

Essa situação cria entraves na contratação de agentes pelos representados, uma vez que os custos de fiscalização dos agentes podem minimizar ou até anular as vantagens provenientes

³ LOPES, A.B.; MARTINS, E. Teoria da contabilidade: uma nova abordagem. São Paulo: Atlas, 2007, p.35.

⁴ KRAAKMAN, Reinier et al. *A Anatomia do Direito Societário: Uma Abordagem Comparativa e Funcional*. São Paulo: Editora Singular, 2018, p. 79.

⁵ HENDRIKSEN, E.S. VAN BREDA, M.F. 1999. Teoria da Contabilidade. 5ª ed São Paulo, Atlas, p. 139.

⁶ KRAAKMAN, Reinier et al. *A Anatomia do Direito Societário: Uma Abordagem Comparativa e Funcional*. São Paulo: Editora Singular, 2018, p.79-80.

dessa relação. Dessa forma, quanto maiores esses custos, menor será o valor percebido pelo principal em relação a conduta do agente.⁷

Meckling e Jensen (2008) estruturam o cálculo do custo de agência como a soma de três variáveis: as despesas de vigilância por parte do principal, os gastos com a concessão de garantias contratuais por parte do agente e, por fim, o custo residual, equivalente à redução do bem-estar do principal.⁸

Nesse aspecto, o papel do direito societário reside na formulação e implementação de estratégias jurídicas destinadas a mitigar comportamentos oportunistas pelos representantes dentro do contexto empresarial. Essa redução dos custos de agência tende a ser do interesse de todos os integrantes da sociedade, tanto representados quanto agentes.⁹

Isso porque, ao implementar políticas sólidas de governança corporativa para evitar práticas abusivas de executivos ou acionistas controladores em relação aos demais participantes, a empresa se torna mais atraente para os investidores. Isso tende a elevar sua capitalização e, conseqüentemente, sua valorização de mercado.

Dessa forma, essas estratégias, que visam primordialmente, reduzir os custos de transação inerentes ao funcionamento das companhias, têm como objetivo otimizar a eficiência da companhia como agente econômico.

2.2 OS PRINCIPAIS PROBLEMAS DE AGÊNCIA

Kraakman et al. (2018) identificam três principais problemas de agência em sua obra: os conflitos entre administradores e acionistas, os conflitos entre a classe acionista, mais especificamente entre acionistas controladores e acionistas minoritários e, finalmente, os conflitos entre acionistas e outros interessados.¹⁰

Nesse contexto, emerge a construção de uma tipologia das estratégias jurídicas adotadas pelo direito societário para abordar e tratar os mencionados desafios relacionados aos problemas da agência.

O conceito de "estratégia jurídica", refere-se à utilização pragmática do direito como instrumento funcional, com o intuito de reduzir a exposição dos representados aos

⁷ KRAAKMAN, Reinier et al. *A Anatomia do Direito Societário: Uma Abordagem Comparativa e Funcional*. São Paulo: Editora Singular, 2018, p. 80.

⁸ JENSEN, M.C.; W. H. MECKLING, 1976, p.5-6.

⁹ KRAAKMAN, Reinier et al. *A Anatomia do Direito Societário: Uma Abordagem Comparativa e Funcional*. São Paulo: Editora Singular, 2018, p. 82.

¹⁰ KRAAKMAN, Reinier et al. *A Anatomia do Direito Societário: Uma Abordagem Comparativa e Funcional*. São Paulo: Editora Singular, 2018, p. 80.

comportamentos oportunistas de seus agentes. Esses mecanismos empregados no controle dos custos de agência se dividem em dois grupos, as estratégias regulatórias e de governança.

A primeira categoria refere-se a fatores exógenos ao funcionamento intrínseco da companhia, onde normas de conduta são estabelecidas, delineando tanto o formato quanto o conteúdo das interações entre agentes e principais, limitando as discricionariedades do agente desde seu início até sua conclusão.

Por outro lado, a segunda categoria é endógena ao próprio funcionamento da companhia, uma vez que fazem uso da estrutura hierárquica correspondente para promover comportamentos desejados pelos agentes, fortalecendo o poder de controle dos representados sobre os agentes.

O exercício do direito de voto por parte dos acionistas é um exemplo fundamental de estratégia de governança encontrada em sociedades por ações, considerada como uma das regras de ouro da governança corporativa.

A Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) define o conceito de governança corporativa como: “um conjunto de relações entre a administração da empresa, seu conselho, seus acionistas e outras partes interessadas.”¹¹

As estratégias jurídicas, em geral, são influenciadas pela capacidade de coordenação dos representados e pela estrutura de propriedade acionária das sociedades. Assim, em contextos que envolvem altos custos de coordenação entre os representados as políticas de governança não são as mais eficientes, sendo suplantadas pelas estratégias regulatórias ou por políticas de incentivo.

Kraakman et al. (2018) desenvolvem esse raciocínio do seguinte modo:

Na maioria dos países, a propriedade de ações de companhias abertas está concentrada (...) com tais padrões de propriedade, os proprietários incorrem em custos relativamente baixos de coordenação e conseguem valer-se de estratégias de governança para controlar os administradores, embora, é claro, o controle dos próprios acionistas controladores seja mais problemático.¹²

Grande parte dos países de economia desenvolvida apresentam uma estrutura básica de governança corporativa em comum. Ela consiste na reserva de certas decisões fundamentais à

¹¹Disponível em: <https://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/33931148.pdf>. Acesso em 22/03/2024

¹² KRAAKMAN, Reinier et al. A Anatomia do Direito Societário: Uma Abordagem Comparativa e Funcional. São Paulo: Editora Singular, 2018, p. 108.

assembleia geral dos acionistas, em razão da propriedade por investidores, e na atribuição de um poder de decisão significativo aos conselhos de administração, por conta das sociedades por ações terem como característica a tomada de decisão por uma administração delegada.

Isso porque no contexto atual dos mercados de capitais, a separação entre os atributos da propriedade e o controle é quase que inevitável, com as companhias apresentando necessidades recorrentes de captação de investimento para financiar a sua atividade. exige-se que o comando dessas organizações seja realizado por uma administração delegada.

A utilização de um modelo de administração diferente do adotado seria, além de incompatível com a realidade atual, inviável pelos altos custos de informação e coordenação dos acionistas. A escolha pela administração delegada, por sua vez, provoca outros custos de agência.

2.2.1 Conflito entre os acionistas e administradores

A divergência dos interesses e expectativas tende a gerar tensões entre os detentores de capital, acionistas, e aqueles que exercem o controle direto da companhia, os administradores em sociedades com capital pulverizado, que não apresentam um integrante na posição de acionista controlador capaz de influenciar as deliberações da assembleia.

Isso ocorre porque, nesses cenários, a capacidade dos acionistas de influenciar as decisões da companhia é limitada, uma vez que o controle da sociedade está sob a responsabilidade dos administradores. Estes, mesmo possuindo participações imateriais, contratuais, ocupam uma posição estratégica que lhes garante o poder efetivo sobre a sociedade.

O conflito nessas relações surge do fato do representado, o acionista, exigir que o agente, no caso o administrador, atue de forma eficiente para maximizar seus ganhos, que podem advir da valorização da empresa ou pela repartição de seus lucros.

No entanto, o fato dos acionistas não terem acesso à administração e não possuírem os mesmos conhecimentos e informações que os executivos, torna essa classe suscetível a comportamentos oportunistas dos representantes decorrentes da relação principal-agente, como mencionado anteriormente.

Com isso, torna-se necessário o monitoramento da administração pelos acionistas a fim de garantir certo alinhamento de interesses. Entretanto, esse alinhamento exige uma coordenação dessa classe, que a depender da característica da propriedade acionária da sociedade pode ser muito custosa.

As estratégias regulatórias, por outro lado, são práticas prescritivas que reduzem a discricionariedade do agente e não dependem da capacidade dos representados de exercerem seus direitos. Entretanto, estão sujeitas à análise de uma autoridade externa, como o judiciário ou outro órgão regulador, para decidir sobre o descumprimento de eventuais cláusulas contratuais por parte do agente.¹³

A exigência de conselheiros independentes no conselho administrativo da companhia, a implementação de estratégias de incentivo e a imposição de transparência e divulgação de informações são estratégias regulatórias que visam reduzir a assimetria de informações e os conflitos de interesse entre administradores e acionistas, promovendo um ambiente mais seguro e atraente para investimentos.

Dessa forma, a implementação de estratégias regulatórias, aliada ao uso de estratégias de incentivo, são exemplos de práticas jurídicas empregadas para mitigar a vulnerabilidade dos acionistas ao oportunismo dos administradores, especialmente eficazes em propriedades acionárias de característica pulverizada.

2.2.2 Conflito entre acionista controlador e minoritário

Sociedade anônimas marcadas por uma concentração de renda elevada tendem a ser regulamentadas por um ordenamento centrado nos acionistas, conferindo direitos significativos a esse grupo. Parte disso, deve-se ao fato de possuir uma propriedade acionária concentrada, resultando no controle, juridicamente ou de fato, da sociedade por um acionista ou um grupo de acionistas.

Essa dinâmica, de fortalecimento e coordenação dos acionistas, como mencionado anteriormente, diminui os custos de monitoramento e transação com os administradores, porém aumenta a probabilidade de conflitos entre acionistas majoritários e minoritários.

Como explicam Kraakman et al., 2018.

A coordenação dos acionistas tem duas faces: a facilidade de coordenação pode reduzir os custos de agência acionista-administrador, permitindo que os acionistas controlem os administradores com maior efetividade, mas também

¹³ KRAAKMAN, Reinier et al. A Anatomia do Direito Societário: Uma Abordagem Comparativa e Funcional. São Paulo: Editora Singular, 2018, p. 84.

pode elevar os custos de agência acionista-acionista, permitindo que uma facção tome controle em detrimento dos acionistas como um grupo.¹⁴

Outra consequência desse arranjo é a limitação da discricionariedade dos administradores, uma vez que, grande parte de suas decisões empresariais podem ser contestadas pelos acionistas.¹⁵ Além disso, podem ser destituídos a qualquer momento, sem justa causa por uma deliberação da assembleia geral, que os acionistas controladores comandam.

O ordenamento brasileiro define a figura do acionista controlador como aquele ou o grupo de acionistas que, diretamente ou através de outros acionistas, exerce o controle da companhia. Este controle é determinado pela titularidade de ações com capital votante que assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações das assembleias gerais e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia.¹⁶

É determinado obrigações e deveres específicos ao acionista controlador em relação à sociedade, aos demais acionistas e ao mercado em geral. Entre essas obrigações, destaca-se a necessidade de agir com boa-fé, sempre visando o interesse da companhia e dos demais acionistas como classe. Além disso, o acionista controlador detém a prerrogativa de dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.

A posição de acionista controlador, embora, por via de regra, demande um investimento significativo de capital, é frequentemente almejada pelos benefícios particulares de controle que ela oferece, muitas vezes às custas dos acionistas minoritários. A esse respeito Kraakman et al. (2018) dissertam: “Esses benefícios são embutidos nos prêmios de controle cobrados na compra de blocos de controle e nos diferenciais de preço obtidos entre as ações com alto e baixo poder de voto da mesma companhia negociadas no mercado.”¹⁷

Desse modo, sistemas societários que conferem direitos robustos à classe acionista devem instigar o uso de instrumentos que limitem as vantagens reservadas ao acionista controlador.

¹⁴ KRAAKMAN, Reinier et al. A Anatomia do Direito Societário: Uma Abordagem Comparativa e Funcional. São Paulo: Editora Singular, 2018, p. 116.

¹⁵ Lei n. 6404/76, Art. 121: "A assembleia-geral, convocada e instalada de acordo com a lei e o estatuto, tem poderes para decidir todos os negócios relativos ao objeto da companhia e tomar as resoluções que julgar convenientes à sua defesa e desenvolvimento."

Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm. Acesso em: 10/03/2024.

¹⁶ Lei n. 6404/76 Art. 116.

Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm. Acesso em: 10/03/2024

¹⁷ KRAAKMAN, Reinier et al. A Anatomia do Direito Societário: Uma Abordagem Comparativa e Funcional. São Paulo: Editora Singular, 2018, p. 164.

É exatamente porque quanto maior forem as recompensas desses benefícios privados decorrentes dessa posição, maior será o incentivo desses acionistas a exercerem determinada função em favor de seus interesses próprios, divergindo, muitas vezes, dos interesses da classe acionista como um todo.

Essas vantagens tornam a posição de acionista controlador desejável, uma vez que os fortes incentivos privados ultrapassam os custos do capital investido para conquistar essa posição.

Outra forma de lidar com esse problema seria por meio da implementação de estratégias jurídicas no sentido de fortalecer os direitos conferidos aos acionistas minoritários, como a garantia de representação no conselho de administração, o direito do voto múltiplo, a concessão de poderes para convocação de assembleias gerais e a proposição de deliberações importantes, como eventual modificação de cláusula estatutária.

Estas medidas não apenas aumentam a participação dos acionistas minoritários nas decisões corporativas, mas também promovem uma maior transparência e equidade na governança das empresas.

2.3 PRINCIPAL PROBLEMA DE AGÊNCIA NO CONTEXTO NACIONAL

A legislação brasileira delimita as seguintes espécies de ações que poderão compor a estrutura acionária da companhia: ações ordinárias, ações preferenciais e de fruição, quase que sem uso atualmente. Ainda, dentre as ações preferenciais considera-se as ações de classe preferencial especial ou “*Golden Shares*”.¹⁸

A estrutura acionária predominante no cenário brasileiro, consiste na implementação de classes de ações distintas, “*dual class shares*”. Assim, as empresas normalmente emitem ações ordinárias nominativas e ações preferenciais nominativas, com restrição parcial ou total do direito político de voto.¹⁹

Essa arquitetura propicia um controle desproporcional pelos acionistas detentores das ações com direito de voto, sendo um desvio nítido do princípio da proporcionalidade, que será analisado em sequência, considerado como melhor prática internacional.²⁰

¹⁸ Lei n. 6404 de 15 de Dezembro de 1976, Art. 15.

Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm. Acesso em: 10/03/2024

¹⁹ Aproximadamente 67% das empresas listadas na Bovespa possuem ações preferenciais.

Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm acesso em: 01/03/2024

²⁰ MATOS, Pedro, Uma avaliação de “*dual class shares*” no Brasil, 2017, p.14

Anteriormente, à vigência da Lei 14.195/21 que implementou o voto plural, o acionista controlador necessitava deter pelo menos 25% da companhia, caso realizasse a emissão do limite permitido de ações preferenciais sem direito de voto.²¹

Esse desequilíbrio, entre poder político e capital investido, será ainda maior caso a companhia implemente o instituto recém aprovado do voto plural para uma classe de ações em sua estrutura acionária.²²

A B3, a Bolsa de Valores brasileira, figura na vigésima posição em termos de valor de mercado.²³ De maneira semelhante aos outros países emergentes, possui um alto nível de concentração do poder acionista. Pelo exame dos dados divulgados pelo *Economática*, plataforma de análise de dados do mercado, conclui-se que apenas 13% das companhias listadas no mercado de ativos nacional possuem capital pulverizado.²⁴

Assim, percebe-se que a propriedade acionária brasileira se caracteriza pela sua concentração, com apenas poucas empresas apresentando propriedade dispersa. Essa estrutura não é por acaso e decorre dos benefícios particulares de controle, que no Brasil são vastos.

Nas palavras de Kraakman et al. (2018):

Quando os benefícios particulares do controle são suficientemente elevados, a propriedade dispersa torna-se inerentemente instável, já que um potencial adquirente teria muito a ganhar com a aquisição das ações integrantes do bloco de controle e a expropriação dos acionistas minoritários restantes.²⁵

Em um artigo realizado em diversos países pela NENOVA concluiu-se que os acionistas controladores tendem a receber benefícios particulares de controle, essas vantagens foram consideradas extremamente altas no caso do Brasil, 65%, comparado com os outros países, como nos Estados Unidos e Japão, onde essas vantagens foram insignificantes.²⁶

Disponível em: https://www.amecbrasil.org.br/wp-content/uploads/2017/05/Portuguese_Final_CFA_Amec.pdf. acesso em: 12/02/2024

²¹ Art. 15 § 2 da Lei n. 6.404 de 15 de Dezembro de 1976.

Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm. Acesso em: 10/03/2024

²² Na prática, esse dispositivo permite que um acionista exerça o controle da companhia com menos de 10% das ações ordinárias, ou menos de 5% se houver ações preferenciais sem direito a voto, respeitando o limite de 50% imposto pela Lei das S.A. Disponível em: <https://pt.linkedin.com/pulse/lisa-o-voto-plural-sunset-clause-entrincheiramento-gerencial-leite>. Acesso em: 22/02/2024.

²³ Disponível em: <https://blog.toroinvestimentos.com.br/bolsa/principais-bolsas-de-valores-do-mundo/#:~:text=A%20B3%2C%20a%20Bolsa%20brasileira,ranking%20das%20maiores%20do%20planeta>. acesso em 30/05/2024

²⁴ Economática/BM&FBOVESPA Disponível em: https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/support/advocacy/dual_class_shares_in_brazil.ashx acesso em 31/05/2024

²⁵ KRAAKMAN, Reinier et al. A Anatomia do Direito Societário: Uma Abordagem Comparativa e Funcional. São Paulo: Editora Singular, 2018, p. 205.

²⁶ Disponível em: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/epdf/10.1111/j.1540-6261.2004.00642.x> acesso em 30/05/2024

Esses benefícios não são de fácil mensuração, uma vez que, caso fossem facilmente observáveis, os acionistas minoritários seriam capazes de impedir a diluição desse valor por parte dos controladores.

Aliado a isso, a estrutura acionária concentrada tende a facilitar o cometimento desses abusos por parte do acionista controlador. O próprio caso de corrupção da Petrobrás (Petróleo Brasileiro SA), deflagrado em 2014, em que foi constatado um esquema de concessão de contratos a empresas de construção a preços inflacionados mediante o pagamento de subornos aos executivos, revela a posição frágil dos acionistas minoritários no contexto brasileiro.²⁷

O Estado desempenha função fundamental nesse cenário, como terceiro ator na governança corporativa no âmbito nacional, atuando como agente regulador intrusivo e como acionista controlador de diversas empresas listadas na B3, como a Petrobras, o Banco do Brasil e a Eletrobras.²⁸

Além disso, é encarregado da gestão dos fundos de pensão das empresas estatais e do BNDES, o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, com aproximadamente 70 bilhões de reais aplicados em empresas de capital aberto listadas na B3.²⁹

Essa participação expressiva do Estado na governança corporativa contribui para o fortalecimento dos direitos de governança do acionista majoritário, resultando na manutenção da concentração da propriedade acionária. Isso porque, essa estrutura é proveitosa para os interesses do Estado como acionista controlador, embora não costume ser favorável para os acionistas minoritários.³⁰

Nesse cenário, Gorga (2013) enfatiza que: “o principal problema de agência no mercado brasileiro ocorre entre acionistas controladores e acionistas minoritários, já que os primeiros podem não estar maximizando o retorno do investimento dos segundos.”³¹

²⁷ Escândalo da Petrobras é eleito o 2º maior caso de corrupção no mundo. Disponível em: <https://g1.globo.com/jornal-nacional/noticia/2016/02/escandalo-da-petrobras-e-eleito-o-2-maior-caso-de-corrupcao-no-mundo.html> Acesso em: 30/05/2024

²⁸ O estudo mostra que o governo possui participação em 38 empresas que estão listadas em Bolsa, que, somadas à participação da União, configuram em um valor de mercado de R\$ 330 bilhões, segundo os cálculos do Itaú BBA. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/mercados/as-38-empresas-listadas-em-bolsa-que-estao-nas-maos-do-governo/>. Acesso em: 30/05/2024.

²⁹ Disponível em: <https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/transparencia/consulta-operacoes-bndes/carteira-acionaria>. Acesso em: 25/04/2024.

³⁰ KRAAKMAN, Reinier et al. A Anatomia do Direito Societário: Uma Abordagem Comparativa e Funcional. São Paulo: Editora Singular, 2018, p. 156.

³¹ GORGA, É. Direito societário atual. Rio de Janeiro: Elsevier, 2013, p.55. Disponível em: <file:///C:/Users/Administrador/Downloads/GORGA.%20Direito%20Societ%C3%A1rio%20Atual.pdf>. Acesso em: 27/03/2024

Portanto, observa-se que o conflito de agência mais comum no Brasil ocorre entre o acionista controlador e o acionista minoritário, devido à estrutura acionária concentrada das empresas e aos amplos benefícios de controle, que são favorecidos pela intervenção substancial e recorrente do Estado.

2.3.1 Implementação do segmento especial do Novo Mercado

Nesse contexto, a B3 junto com outros agentes reguladores do mercado, como a Comissão de Valores Mobiliários, a CVM, têm implementado medidas para mitigar esse domínio dos acionistas majoritários. Essas ações têm o objetivo de tornar o mercado de ativos nacional mais atrativo internacionalmente, principalmente para investidores institucionais, que possuem uma presença significativa nos mercados de ações globais, gerenciando, aproximadamente, 130 trilhões de dólares.³²

A principal diferença entre investidores institucionais e investidores particulares está na escala e no impacto de seus investimentos. Investidores institucionais, como fundos de pensão e bancos, gerenciam grandes somas de dinheiro em nome de outros, têm acesso a informações detalhadas e regulamentações rigorosas, e podem influenciar significativamente os mercados financeiros. Em contraste, investidores particulares investem seu próprio dinheiro, geralmente em quantias menores, têm variado conhecimento financeiro e um impacto menor no mercado, enfrentando menos regulamentação.³³

O Novo Mercado, inaugurado no ano 2.000 pela BM & FBOVESP, surgiu como solução para esse cenário de abusos, com o objetivo de criar um ambiente mais favorável aos acionistas minoritários. Esse segmento especial de listagem conta com políticas de governança corporativa mais rigorosas, que excedem as diretrizes legais, sendo a principal delas o conformismo rigoroso com o princípio da proporcionalidade de uma ação, um voto.³⁴

³² (OECD) *Institutional Investors Statistics 2020* Disponível em: https://read.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/oecd-institutional-investors-statistics-2020_9a827fb7-en#page3. Acesso em 30/05/2024.

³³ Disponível em: <https://exame.com/invest/guia/o-que-e-investidor-institucional-e-quais-as-suas-classificacoes/>. Acesso em 13/03/2024.

³⁴ Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/folha/dinheiro/ult91u40867.shtml>. Acesso em 30/05/2024.

A introdução desse segmento oferece uma oportunidade de testar os benefícios potenciais da eliminação de estruturas com duas classes de ação, exigindo requisitos adicionais em termos de transparência, monitoramento e dispersão de ações.³⁵

Além disso, permitiu a introdução de novas regras, as quais seriam provavelmente vetadas caso fossem apresentadas no formato de reformas para as empresas já listadas, que não teriam interesse em diluir o seu poder de controle.

Isso ocorre porque, nos países em que a propriedade concentrada prevalece, como no caso do Brasil, presume-se que os acionistas controladores sejam uma influência política poderosa, sendo capazes de bloquear a promulgação de leis que poderiam limitar seus benefícios particulares.³⁶

Prova disso, é a dificuldade enfrentada pela B3 em implementar melhorias mais significativas na estrutura de governança corporativa, que sobejam a determinação legal. Nos últimos anos, várias propostas foram feitas no sentido de alinhar as normas de governança corporativa aos padrões internacionais, mas essas iniciativas foram rejeitadas pelas empresas.³⁷

Outra característica do Novo Mercado é sua maior concentração de empresas com capital disperso em comparação com os outros segmentos do mercado menos proibitivos. Trata-se de companhias em que nenhum acionista ou grupo de acionistas possui mais da metade do capital votante da empresa.

Essa concentração não é acidental, como observado anteriormente, uma vez que esse segmento ao se aproximar das políticas de governança corporativa implementadas internacionalmente, apresenta poucas vantagens particulares de controle. Isso possibilita uma administração mais estável da sociedade por uma estrutura de controle dispersa, com maior delegação de poderes aos órgãos administrativos.

As empresas de capital pulverizado possuem sua propriedade acionária distribuída entre acionistas minoritários. A maioria dessas ações é detida por investidores institucionais, como fundos de pensão, companhias de seguro e outras organizações financeiras, com o restante desses ativos detidos por pequenos investidores.³⁸

³⁵ MATOS, 2017, p.2-10 Disponível em: https://www.amecbrasil.org.br/wp-content/uploads/2017/05/Portuguese_Final_CFA_Amec.pdf. Acesso em 31/05/2024.

³⁶ KRAAKMAN, Reinier et al. A Anatomia do Direito Societário: Uma Abordagem Comparativa e Funcional. São Paulo: Editora Singular, 2018, p. 207.

³⁷ A BM&FBOVESPA pode estar sentindo alguma resistência, uma vez que muitas das reformas propostas na revisão de 2008-2011 acabaram não sendo aprovadas pelas empresas listadas. Disponível em: https://www.amecbrasil.org.br/wp-content/uploads/2017/05/Portuguese_Final_CFA_Amec.pdf Acesso em 31/05/2024.

³⁸ MATOS, 2017, p.23 Disponível em:

A Embraer é um exemplo de empresa com capital disperso, líder global na fabricação de jatos regionais, listada no segmento especial do Novo Mercado com uma única classe de ações, que possui a maior parte de seus ativos detidos por investidores institucionais estrangeiros, sem a presença de um acionista controlador.

Dessa forma, a criação de um segmento especial com políticas de governança corporativas mais rígidas e estritamente alinhadas ao princípio do "uma ação, um voto" foi a solução encontrada pela B3 para estabelecer um cenário mais convidativo para os acionistas minoritários, em consonância com as práticas internacionais.

3 PRINCÍPIO DA PROPORCIONALIDADE

O princípio da proporcionalidade delimita que o poder de controle da companhia deve ser distribuído conforme o número de ações de cada acionista. Isso significa que deve haver uma relação entre o capital detido e o poder de cada acionista.

A regra da proporcionalidade não se aplica apenas ao direito de voto, mas também a outros direitos conferidos pelas ações, como aos direitos econômicos. O principal objetivo dessa configuração é beneficiar o sócio que possui maior capital na empresa e, portanto, está exposto a maiores riscos.

Do ponto de vista econômico, o voto proporcional ao número de ações permite uma melhor conciliação entre o poder e o incentivo para monitorar e supervisionar o desempenho da empresa.³⁹

3.1 NORMA DE TRATAMENTO IGUALITÁRIO

Outro princípio fundamental do direito societário é o tratamento igualitário de ações e acionistas consequentemente. Conforme visto, o ordenamento brasileiro permite que as companhias adotem uma estrutura acionária com classes distintas de ações, conferindo poderes desiguais entre os ativos.

Esses arranjos societários, embora permitam desvios ao princípio citado, respeitam-no ao garantir direitos semelhantes entre os acionistas da mesma classe de ativos, já que, geralmente, as ações possuem características próprias e autônomas, independentemente de quem as detenha.

Essa norma tem como objetivo alinhar os interesses dos acionistas, uma vez que afeta desde o acionista controlador até os minoritários, estabelecendo uma forma de incentivo para agirem em prol do interesse dos acionistas como classe.

Entretanto, diante da complexidade das relações econômicas, os interesses dos acionistas tendem a serem heterogêneos e como o acionista controlador possui o poder legal de interferir nas deliberações da assembleia, é esperado certo grau de parcialidade, que para Kraakman et al. (2018) é inerente à estrutura das sociedades anônimas.⁴⁰

³⁹ BEBCHUK; KASTIEL, 2017, p. 612). Disponível em: https://www.virginialawreview.org/wp-content/uploads/2020/12/Bebchuk%20&%20Kastiel_Book.pdfhttps://. Acesso em 22/02/2024.

⁴⁰ KRAAKMAN, Reinier et al. A Anatomia do Direito Societário: Uma Abordagem Comparativa e Funcional. São Paulo: Editora Singular, 2018, p. 176.

3.2 PRINCÍPIO DO “ONE SHARE, ONE VOTE”

As sociedades anônimas geralmente adotam a estrutura em que o poder de controle da companhia é distribuído conforme o número de ações de cada acionista. Isso significa que deve haver uma relação direta entre o capital detido e o poder atribuído a cada sócio. O objetivo principal dessa configuração é privilegiar o acionista que possui maior capital investido na empresa e, conseqüentemente, está sujeito a maiores riscos.

Dessa maneira, esse princípio estipula que o direito de votar nas deliberações da assembleia e de eleger e destituir administradores, seja legítimo aos titulares de ações, conferindo a todas as ações o direito a um voto. Além disso, estabelece que o número de votos atribuídos a cada ação seja igual, proibindo a criação de estruturas acionárias com classes de ações com poderes políticos desiguais.

Na justificativa do princípio "uma ação, um voto", é comum fazer uma analogia à "democracia acionária", comparando a sociedade anônima a um Estado. Nesse contexto, os acionistas, assim como os cidadãos, contribuem para a formação da vontade coletiva por meio de deliberações majoritárias nas assembleias.⁴¹

Seguindo essa lógica, o conselho de administração, escolhido pelos acionistas, desempenharia um papel executivo semelhante ao de um governo, operando sob a supervisão e fiscalização de um órgão equivalente ao poder judiciário.

Essa narrativa pressupõe uma clara analogia, onde a justificativa do princípio "uma ação, um voto" se baseia na equidade democrática, atribuindo mais poder a quem investe mais, sendo considerada uma forma democrática de distribuição de controle.⁴²

Essa estrutura de poder dificulta a concentração excessiva de poder nas mãos de poucos acionistas, contribuindo para a proteção dos interesses dos acionistas minoritários, tornando as decisões empresariais mais democráticas e equilibradas. Ao promover a transparência e a justiça nas deliberações, esse princípio fortalece a confiança dos investidores e incentiva a participação no mercado de capitais.⁴³

⁴¹(LAMY; PEDREIRA, 1997 apud MARUCH, 2012) Disponível em: https://bib.pucminas.br/teses/Direito_MaruchA_1.pdf Acesso em: 28/03/2024.

⁴² "A long time ago in this country, it was decided there would be one person, one vote," "Why isn't it the same in corporate America, 'one share, one vote?' That seems to be reasonable." T. Boone Pickens Jr., chairman of Mesa Petroleum Co. Disponível em: <https://www.washingtonpost.com/archive/business/1986/07/04/nyse-ends-one-share-one-vote-rule/a6808ded-3e71-4dcf-b6aa-5445121baeb1/>. Acesso em: 22/03/2024.

⁴³ *One-share, one-vote is a basic tenet of stock ownership and a fundamental shareholder right.* Disponível em: https://www.sechistorical.org/collection/papers/1980/1986_1001_BatesPickens.pdf. Acesso em 30/05/2024.

De acordo com Kraakman et al. (2018), atribuir direitos de voto em proporção direta à propriedade acionária tem o benefício de alinhar a exposição econômica e o controle dentro da empresa. No entanto, isso pode deixar os acionistas minoritários vulneráveis ao comportamento oportunista dos acionistas controladores.⁴⁴

Nesse sentido, é comum que os ordenamentos societários permitam desvios a esse poder político, especialmente no que se refere às garantias de eleição e destituição. Esses ajustes podem tanto limitar o poder dos acionistas dominantes, quanto permitir que eles aumentem seu controle de diversas maneiras.

3.3 EXCEÇÕES DO PRINCÍPIO DE “UMA AÇÃO, UM VOTO”

São muitos os instrumentos que permitem afastar este princípio de proporcionalidade através de técnicas distintas. Segundo Aldrighi e Mazzer Neto (2007), alguns dos métodos comuns para alcançar essa separação incluem: estruturas de propriedade piramidais, emissão de ações sem direito a voto ou com voto majorado, posse cruzada de ações e acordos de votos.

Esses mecanismos possibilitam que um acionista específico exerça um controle sobre uma porcentagem de direitos de voto significativamente maior do que sua participação no capital da empresa.⁴⁵

Alguns desses instrumentos resultam em desvios diretos do princípio, como a emissão de classes de ações com direitos de voto desiguais. Outros representam um afastamento do seu espírito, como as estruturas societárias piramidais, que, por meio de empresas intermediárias, um acionista mantém o controle da companhia enquanto dilui seu interesse financeiro.

Os níveis de erosão do princípio variam, mas estão sempre presentes. Em alguns casos, são fruto de evoluções históricas complexas e prolongadas, enquanto em outros resultam de reformas recentes. Como apontam Kraakman et al. (2018): “Todos os países permitem pelo menos alguns desvios da regra “uma ação, um voto” para viabilizar que os acionistas dominantes aumentem seu controle na companhia.”⁴⁶

⁴⁴ KRAAKMAN, Reinier et al. *A Anatomia do Direito Societário: Uma Abordagem Comparativa e Funcional*. São Paulo: Editora Singular, 2018, p. 166.

⁴⁵ Aldrighi e Mazzer Neto. *Evidências sobre as Estruturas de Propriedade de Capital e de Voto das Empresas de Capital Aberto no Brasil*, 2007, p. 129-152. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/rbe/a/tYrRpvSWBjYlJgRd3766JgD/?lang=pt&format=pdf>. Acesso em: 22/03/2024.

⁴⁶ KRAAKMAN, Reinier et al. *A Anatomia do Direito Societário: Uma Abordagem Comparativa e Funcional*. São Paulo: Editora Singular, 2018, p. 166-167.

Considerando a profusão de instrumentos que favorecem a concentração de poder, seria fácil afirmar que a adoção de desvios a esse princípio em uma sociedade anônima específica não representará mais do que uma aplicação comum do princípio da autonomia privada.

Isso ocorre porque o acionista é considerado como o integrante mais qualificado para avaliar esses desvios, considerando o capital investido. Assim, a flexibilidade para adaptar estruturas de voto e controle pode ser entendida como uma expressão da liberdade contratual e da capacidade dos acionistas de moldar a governança corporativa de acordo com suas necessidades e interesses específicos.⁴⁷

3.3.1 Ações preferenciais

Previstas no direito societário brasileiro desde o decreto de n. 21.536 de 1932, as ações preferenciais são uma classe de ações que atribuem aos seus titulares vantagens patrimoniais e políticas⁴⁸. É, ainda, permitido legalmente a emissão de ações preferenciais sem direito a voto, ou com restrições a esse direito, mediante prévia aprovação da assembleia dos acionistas e a consequente inclusão dessa cláusula no estatuto social da sociedade.⁴⁹

A flexibilidade é uma característica marcante das ações preferenciais e que as tornam muito atrativas para as empresas e para os investidores. Isso porque, elas podem possuir diversas particularidades, a depender do estatuto social da companhia e observados os requisitos legais.

Segundo Eizirik (2015), ao discorrer sobre a legalidade das vantagens conferidas às ações preferenciais, os acionistas têm ampla liberdade para estabelecer as regras estatutárias que melhor se adequem aos seus interesses e às características da sociedade por eles formada, observadas apenas as eventuais restrições explicitamente previstas em lei.⁵⁰

Essa classe acionária exige que a companhia adote uma estrutura de ativos negociáveis com duas classes de ações, com direitos desiguais, as ordinárias e preferenciais. Este arranjo tem como principal característica possibilitar a captação de investimentos por parte das empresas com uma baixa diluição do seu poder decisório, sendo um mecanismo de controle importante e amplamente utilizado mundialmente.

⁴⁷ TELLECHEA, Rodrigo. *Autonomia Privada no Direito Societário*. 2016, pp. 273-299.

⁴⁸ Arts. 18-19 da Lei n. 6.404 de 15 de Dezembro de 1976.

Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm. Acesso em: 10/03/2024

⁴⁹ Art. 111 da Lei n. 6.404 de 15 de Dezembro de 1976.

Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm. Acesso em: 10/03/2024

⁵⁰ EIZIRIK, Nelson. *Direito societário – estudo e pareceres*. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 303.

O professor Costa (2012) ressalta que esse tipo de estrutura acionária é viável devido à abundância de investidores no mercado que se preocupam exclusivamente com resultados econômicos, como a valorização e a liquidez de seus investimentos, e que têm pouco interesse nos direitos políticos conferidos por essas ações.⁵¹

Portanto, a emissão de ações ordinárias e preferenciais pelas companhias visa atender a duas expectativas distintas: a dos acionistas que buscam influenciar a gestão e a dos acionistas que são apenas investidores, interessados principalmente em receber dividendos e ver valorização do capital investido. No entanto, é essencial que esses investidores contem com mecanismos adequados de participação e fiscalização que lhes permitam alcançar esses objetivos.⁵²

É importante enfatizar que as ações preferenciais devem assegurar alguma vantagem de ordem econômica efetiva ao seu detentor em detrimento a limitação imposta no seu poder decisório. Isso porque, essa espécie de ação foi por muito tempo utilizada pelas companhias com intuito único de captação de recursos, sem conferir qualquer vantagem patrimonial aos seus possuidores.

Nesse contexto, o direito societário brasileiro tem se aprimorado para evitar abusos cometidos pelas empresas contra seus investidores, estabelecendo diretrizes para os grupos econômicos que desejam ofertar esse tipo de ação.

O Decreto-Lei n. 21.536 de 1940 foi o primeiro instrumento normativo a impor limites à oferta de ações preferenciais, frente aos abusos cometidos pelas companhias da época que possuíam parte preponderante de seu capital social diluído em ações preferenciais sem direito de voto.⁵³

A própria alteração do art. 15, § 2º, da Lei 6.404/1976 pela Lei 10.303/2001, que reduziu o limite de representação das ações preferenciais de dois terços para 50%, demonstra claramente essa tendência do direito brasileiro de restringir a emissão desse tipo de ação, incentivando as companhias a adotarem arranjos societários condizentes com o princípio da proporcionalidade, de um voto por ação.

⁵¹ (COSTA E SILVA, A avaliação de programas públicos: reflexões sobre a experiência brasileira. Brasília: Ipea, 2002, p. 17)

⁵² (COSTA E SILVA, A avaliação de programas públicos: reflexões sobre a experiência brasileira. Brasília: Ipea, 2002, p. 17)

⁵³ A obra do jurista Trajano de Miranda Valverde, Sociedade por Ações, aponta que anteriormente à instauração do Decreto-Lei n. 21.536/40 havia empresas com até 90% do capital social composto por ações preferenciais.

Nesse mesmo diapasão, o Novo Mercado, segmento especial de governança corporativa da B3, considerado como o padrão mais elevado de listagem, optou por incluir apenas empresas que voluntariamente adotem práticas de governança corporativa adicionais às exigidas pela legislação brasileira. Este segmento é reservado para companhias que sigam rigorosamente o princípio da proporcionalidade de um voto por ação, não permitindo estruturas acionárias com ações preferenciais⁵⁴.

Essas restrições visam mitigar os problemas de agência causados pela oferta desgovernada dessa espécie de ação. Isso porque, a diluição do poder político pela dispersão do capital, quando descontrolada, tende a gerar graves desalinhamentos de interesse entre os administradores e os acionistas minoritários.

Outros direitos eficazes na proteção dos interesses dos investidores concedidos às ações preferenciais incluem a distribuição de dividendos, a participação por representantes nos órgãos de administração e o poder de veto em determinadas deliberações da Assembleia Geral⁵⁵.

Assim, as ações preferenciais podem servir como um excelente instrumento para captação de recursos pelas empresas, atraindo muitos investidores dispostos a renunciar a seus direitos políticos em troca de vantagens econômicas tangíveis. No entanto, isso requer que a empresa mantenha um equilíbrio estável entre poder político e capital investido, além de implementar políticas específicas de governança corporativa para evitar abusos por parte do acionista majoritário.

Por fim, essa classe acionária se distancia da figura recentemente incluída no direito brasileiro do voto plural⁵⁶, pois viabiliza a restrição total ou parcial do direito de voto de suas ações, enquanto o voto plural realiza a tarefa inversa, de majorar o direito político do voto, sendo considerado com uma super ordinária.

3.3.2 *Golden Shares*

⁵⁴ Art. 8º; B3 S.A. – BRASIL, BOLSA, BALCÃO, 2019: “A companhia deve ter seu capital social dividido exclusivamente em ações ordinárias.” Disponível em: [https://www.b3.com.br/data/files/B7/85/E6/99/A5E3861012FFCD76AC094EA8/Regulamento%20do%20Novo%20Mercado%20-%202003.10.2017%20\(Sancoes%20pecuniarias%202019\).pdf](https://www.b3.com.br/data/files/B7/85/E6/99/A5E3861012FFCD76AC094EA8/Regulamento%20do%20Novo%20Mercado%20-%202003.10.2017%20(Sancoes%20pecuniarias%202019).pdf). Acesso em: 24/03/2024.

⁵⁵ LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Direito das Companhias*. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017. Disponível em: https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/4270622/mod_resource/content/1/Lamy%2C%20Bulh%C3%B5es%20-%20Direito%20das%20Companhias%2C%20pp.633-746.pdf. Acesso em: 29/03/2024.

⁵⁶ BRASIL. O PLV nº 15, de 2021 acrescenta o art. 110-A à Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, de modo a autorizar a atribuição de voto plural e dá outras providências. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm Acesso em: 14/03/2024

A derrogação do princípio de uma ação por voto se verifica, ainda, no caso das *golden shares*, espécie de ação com poderes políticos especiais reservada para o Estado ou para um particular que possui uma importância estratégica para a companhia⁵⁷.

Espelhadas a partir do modelo de privatização britânico, as *golden shares* foram incluídas no ordenamento brasileiro pela Lei n. 8031, em 1990, a fim de permitir a desestatização de empresas públicas, sem a completa ingerência do Estado sobre essas companhias, que detinham certo grau de relevância para o interesse público.⁵⁸

A busca pela eficiência econômica e os problemas relacionados ao financiamento de empresas públicas enfrentados pelo Estado foram as principais justificativas para essa transferência do controle societário de empresas estatais para particulares.⁵⁹

Essas ações “ouro” conferem diversos poderes políticos desiguais aos seus detentores em relação aos demais acionistas, entre eles podemos citar: a prevalência em deliberações da assembleia geral, a preponderância na eleição dos administradores, a capacidade de interferir na discricionariedade da administração e o poder de definir a composição acionária da companhia.⁶⁰

Considerando os poderes atribuídos ao detentor desse tipo de ação, que contraria regras e princípios fundamentais do regime das sociedades anônimas, há uma corrente de pensamento que questiona a legalidade das *golden shares* e suas implicações no campo econômico.

Nas palavras de Pela (2008):

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.⁶¹

⁵⁷ Como exemplo, pode-se citar a ação de classe especial da Bicicletas Caloi S.A reservada à sociedade responsável por sua administração.

⁵⁸ A LEI Nº 8.031, DE 12 DE ABRIL DE 1999 cria o Programa Nacional de Desestatização, e dá outras providências. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L8031.htm#:~:text=%C2%A7%201%C2%B0%20Considera%2Dse,maioria%20dos%20administradores%20da%20sociedade. acesso em: 02/03/2024

⁵⁹ DI PIETRO, Maria Sylvia Zanella. Parcerias na administração pública. 11. ed. – Rio de Janeiro: Forense, 2017, P.13

⁶⁰ Juliana Krueger Pela (2008, p.203 - 204) PELA, Juliana Krueger. Origem e desenvolvimento das *golden shares*. Revista da Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, v. 103, p. 187-238, 1 jan. 2008. Disponível em: <http://www.revistas.usp.br/rfdusp/article/view/67803>. Acesso em: 04/03/2024.

⁶¹ Origem e desenvolvimento das *golden shares*, Juliana Krueger Pela, 2008, p.233 Disponível em: file:///C:/Users/Administrador/Downloads/ljbalaba,+v103_2008_07%20.pdf Acesso: 24/03/2024.

Em relação às suas implicações econômicas, a manutenção dessas ações na posse do Estado tende a aumentar a insegurança do mercado em relação às empresas com essa característica acionária, causando o desinteresse por parte dos investidores.

Como destaca Terneiro (2015):

[...] as golden shares podem ter, por isso, em diversos casos o efeito pernicioso de degradar a gestão da empresa, com prejuízo dos interesses dos consumidores, e, daquele universo de pessoas que intentavam justamente proteger”, podendo ainda, “perturbar no investimento de carteira [...] por não constituírem oportunidades atraentes de investimento.⁶²

Assim, esse cenário de insegurança jurídica e imprevisibilidade no ambiente de negócios proporcionado pelas *golden shares*, tende a afastar investidores que buscam retornos previsíveis e sólidos, desmotivando a injeção de capital privado, o que dificulta a captação de recursos e o crescimento da empresa.

3.3.3 Estruturas Piramidais de Controle

No esforço para manter o controle de uma corporação sem a propriedade da maioria de suas ações, vários dispositivos legais foram desenvolvidos. Entre esses, destacam-se as estruturas piramidais de controle, amplamente utilizadas pelas grandes empresas. Esse mecanismo envolve a posse da maioria das ações de uma companhia que, por sua vez, detém a maioria das ações de outra, um processo que pode ser repetido várias vezes.⁶³

O uso de estruturas piramidais de controle é bastante comum no Brasil. De acordo com Aldrighi e Mazzer Neto (2007), 50,5% das empresas de capital aberto analisadas entre 1997 e 2002 apresentaram algum grau de estrutura piramidal.⁶⁴

Por esquema piramidal, entende-se uma estrutura de propriedade que inclui pelo menos um intermediário entre a empresa de capital aberto em questão e seu acionista final. A motivação tradicional pela aplicação dessa organização estrutural reside na apropriação de benefícios privados de controle, pela alavancagem dos direitos de votos, permitindo ao acionista controlador exercer o domínio da companhia, com um investimento menor no capital total.

⁶² TENREIRO, 2015, p.163. Disponível em: <https://revistas.rcaap.pt/juridica/article/view/6830>. Acesso em: 15/04/2024.

⁶³ (BERLE, Adolph A.; MEANS, Gardiner C. The Modern Corporation and Private Property. 2. ed. New York: Transaction Publishers, 1991. p. 69) Disponível em: <https://digitalcommons.law.seattleu.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2584&context=sulr> Acesso em: 21/03/2024.

⁶⁴ ALDRIGHI D.M.; MAZZER NETO R. 2007. Evidências sobre as estruturas de propriedade de capital e de voto das empresas de capital aberto no Brasil. Revista Brasileira de Economia, P. 129-152. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/rbc/a/tYrRpvSWBjYlJgRd3766JgD/?lang=pt> acesso em 27/04/2024

Além de provocar grandes desvios entre direitos sobre fluxo de caixa e controle, esse tipo de estrutura pode estar associado ao aumento da competitividade, a estratégias tributárias ou resultar de fatores regulatórios.⁶⁵

Muito embora, esse arranjo societário possa vir a propiciar uma discrepância entre o poder político e o capital alocado na empresa, percebe-se, no caso do Brasil especialmente, uma concentração acionária, com a presença de um acionista majoritário nas companhias que adotam essa estrutura e um baixo desvio entre os direitos de voto e de fluxo de caixa.⁶⁶

A implementação desse mecanismo de controle pode envolver relações extremamente complexas, principalmente em pirâmides com múltiplos níveis, exigindo um grande esforço para identificar quem é o proprietário final dessa estrutura. A quantidade de níveis relaciona-se à complexidade da estrutura e é proporcional aos desvios de direitos políticos.

Empresas que adotam esse tipo de estrutura apresentam menor transparência para o investidor, dificultando sua compreensão abrangente da dinâmica de governança corporativa da companhia.

Em suma, a estrutura piramidal é um mecanismo de controle indireto que pode ser utilizado para obter os mesmos efeitos das ações de duas classes na separação dos direitos de fluxo de caixa e de voto.⁶⁷

3.3.4 Voto múltiplo

Uma maneira de resguardar os interesses da classe dos acionistas minoritários é atribuir-lhes o direito de eleger um membro do conselho, pelo menos. Esse aprimoramento dos direitos de eleição pelo direito societário pode ser alcançado pela instituição de um número mínimo de assentos reservado aos acionistas minoritários no conselho administrativo ou por mecanismos que sobrevalorizem os votos dos minoritários na eleição dos conselheiros.

No Brasil, o direito de eleger um membro no conselho é conferido aos acionistas minoritários que detêm uma participação maior que 10% de ações preferenciais, ou superior a

⁶⁵ Assim, as empresas organizadas em pirâmides podem conectar-se com outras organizações, inclusive em diferentes setores, utilizando a vantagem de contatos não redundantes. Com isso, vantagens competitivas poderão ser obtidas, como por exemplo, acesso a recursos e informações. (LOIOLA; BASTOS; REGIS, 2015)

⁶⁶ ALDRIGHI; NETO. Evidências sobre as estruturas de propriedade de capital e de voto das empresas de capital aberto no Brasil, 2007. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/rbe/a/tYrRpvSWBjYlJgRd3766JgD/>. Acesso em 01/05/2024.

⁶⁷ BEBCHUK, Lucian et al. 2000, *Stock Pyramids, Cross-Ownership and Dual Class Equity: The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control From Cash-Flow Rights 2000*. Disponível: <http://www.law.harvard.edu/faculty/bebchuk/pdfs/2000.Bebchuk-Kraakman-Triantis.Stock.Pyramids.pdf> Acesso em: 04/04/2024

15%, de ações ordinárias. O pedido pela aplicação do voto múltiplo, por sua vez, deve ser realizado pelos acionistas que representem pelo menos 10% do capital votante.⁶⁸

Em contrapartida, as figuras jurídicas apresentadas até então, como o voto plural, ações preferenciais e *golden shares*, instrumentos conhecidos por aumentar o controle dos administradores, o voto múltiplo é um mecanismo jurídico com o objetivo de mitigar os poderes do grupo acionista dominante.

Disciplinado pelo Art. 141 da Lei das S.A, o dispositivo do voto múltiplo é uma forma de apuração de votos que prevê a possibilidade do acionista minoritário acumular todos seus votos em um mesmo candidato, além de multiplicar o total de votos que detém pela quantidade de cadeiras vacantes.

Esse procedimento é legalmente previsto para a eleição dos membros do Conselho de Administração da sociedade por ações. A finalidade da inclusão desse mecanismo jurídico no rol dos direitos políticos dos acionistas, de eleição e destituição de membros do conselho administrativo, consiste em aumentar as probabilidades dos acionistas minoritários de elegerem, pelo menos, um administrador que irá compor o conselho administrativo da companhia.⁶⁹

Essa medida tem como propósito evitar que os acionistas minoritários percam sua representação no conselho administrativo da empresa, conquistada por esse aprimoramento do direito de voto garantido por Lei a esse grupo de acionistas, por conta de uma decisão da assembleia geral, em que o acionista controlador detém o controle.

A ausência desse mecanismo limitaria vigorosamente a influência desse grupo na nomeação dos administradores da companhia, decisão que ficaria a cargo dos acionistas majoritários exclusivamente.

Nesse sentido, discorre Nelson Eizirik:

Caso a nomeação dos integrantes do conselho de administração fosse realizada pelo processo ordinário de votação por chapa, a totalidade dos seus membros poderia ser sempre eleita pelo acionista controlador. Já no processo de voto múltiplo cumulativo, como os acionistas minoritários podem concentrar todos os seus votos em um candidato, enquanto o controlador tem que dividir os seus votos em vários nomes, a fim de eleger a maioria dos conselheiros, assegura-se o caráter proporcional do preenchimento dos cargos. Tal se dá porque se atribui a cada ação tantos votos quantos sejam os membros do conselho, permitindo-se ao acionista cumulá-los num só candidato.⁷⁰

⁶⁸ Art. 141 da Lei n. 6.404 de 15 de Dezembro de 1976. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm. Acesso em: 17/03/2024

⁶⁹ KRAAKMAN, Reinier et al. *A Anatomia do Direito Societário: Uma Abordagem Comparativa e Funcional*. São Paulo: Editora Singular, 2018, p. 59.

⁷⁰ EIZIRIK, N. *A Lei das S/A Comentada*. 2. ed. rev. e ampl. São Paulo: Quartier Latin, 2015. v. 3, p. 42-43.

Outro ponto que merece destaque é a distinção entre o instrumento jurídico do voto múltiplo e o do voto plural. Embora a terminologia possa sugerir que ambos os mecanismos produzem efeitos semelhantes, eles se diferenciam no ordenamento brasileiro. No caso do voto múltiplo, a capitalização do voto ocorre apenas nas eleições de membros do conselho administrativo. Além disso, a utilização dele se restringe aos acionistas minoritários que representem pelo menos 10% do capital votante.⁷¹

Outra importante diferença é que o voto múltiplo é uma política de governança corporativa com o objetivo de auxiliar a representação proporcional dos diferentes segmentos em que se decompõe a companhia, principalmente dos acionistas minoritários, ao facilitar a eleição de membros do conselho por parte desse grupo.

Já o voto plural tem como objetivo estabelecer uma disparidade entre o capital investido e os poderes políticos detidos, permitindo o controle por parte dos acionistas controladores com uma menor participação acionária.

⁷¹ Art. 141, § 4 da Lei n. 6.404 de 15 de Dezembro de 1976. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm. Acesso em: 17/03/2024

4 “DUAL CLASS SHARES”

O conceito de *dual class shares*, refere-se a uma estrutura de capital em que diferentes classes de ações conferem direitos de voto desproporcionais aos acionistas, representando um claro desvio do princípio da proporcionalidade ao se estabelecer uma classe de acionistas com poderes inferiores.

Essa estrutura acionária permite que o acionista controlador exerça o controle efetivo sobre a companhia, mesmo possuindo apenas uma pequena fração do capital social da empresa, sendo considerada como um mecanismo de controle direito de poder.⁷²

Uma característica distintiva desta estrutura, em comparação aos outros dispositivos com a mesma finalidade, como as mencionadas estruturas piramidais, é sua simplicidade, o que torna o cálculo do desvio proporcionado por esse modelo fácil de ser realizado.⁷³

Esta estrutura de capital é frequentemente implementada por empresas que buscam alavancar seu direito de voto a fim de proteger a visão estratégica de seus fundadores ou gestores, permitindo que alcance os recursos necessários para o crescimento da empresa sem necessariamente compartilhar as decisões do rumo da companhia com o restante dos integrantes da sociedade. Ao mesmo tempo dilui os riscos financeiros do acionista controlador.⁷⁴

Esse arranjo acionário tem como finalidade proporcionar a estabilidade e continuidade à direção estratégica da empresa, destacando-se particularmente em situações em que é inviável ao acionista controlador tornar-se o detentor majoritário do capital social da empresa após sua listagem, por conta dos riscos ou dos custos associados.⁷⁵

Outro motivo para as companhias recorrerem a esse sistema estrutural é o fato dele minimizar a ameaça competitiva de outros agentes, que poderiam ter interesse em adquirir empresas menores em ascensão para aumentar seu poder de mercado. Assim, a alavancagem de controle possibilitada por esse modelo é vantajosa para o empreendedor que planeja abrir o

⁷² KRAAKMAN, Reinier et al. *A Anatomia do Direito Societário: Uma Abordagem Comparativa e Funcional*. São Paulo: Editora Singular, 2018, p. 200

⁷³ *Calibrating the separation of cash-flow and control rights in a dual class equity structure is child's play. A planner can simply attach all voting rights to the fraction α of shares that are assigned to the controller, while attaching no voting rights to the remaining shares that are distributed to the public or other shareholders.* Disponível em: <http://www.law.harvard.edu/faculty/bebchuk/pdfs/2000.Bebchuk-Kraakman-Triantis.Stock.Pyramids.pdf> Acesso em 22/03/2024.

⁷⁴ Ace Governance, 2019, p. 12. Disponível em: https://www.b3.com.br/data/files/45/02/1F/3D/16ECF6107DF7ACF6AC094EA8/EXTRATO_DA_ANALISE_VOTO_PLURAL.pdf Acesso em 02/02/2024.

⁷⁵ (BEBCHUK; KASTIEL, 2017, p. 613). Disponível em: https://www.virginialawreview.org/wp-content/uploads/2020/12/Bebchuk%20&%20Kastiel_Book.pdf Acesso em 22/02/2024.

capital de sua empresa para arrecadar investimentos, mas teme por uma aquisição hostil decorrente dessa capitalização.⁷⁶

O modelo de alocação de direitos de voto difere entre as companhias que adotam esse tipo de estrutura. A forma mais comum consiste em duas, ou mais, classes de ações com poderes políticos díspares, com a emissão de ações sem direito a voto ou com voto majorado. Outra variação envolve a emissão de duas classes de ações, onde as ações da Classe A, detidas por investidores externos à empresa, elegem uma minoria dos conselheiros, enquanto as ações da Classe B, detidas pelos *insiders*, elegem a maioria restante, garantindo a representação no conselho dos acionistas minoritários.

Outro esquema, mais disseminado no cenário europeu, inclui as ações de fidelidade, na qual existe uma única classe de ações, que condicionam a atribuição de direitos de voto adicionais a um período mínimo de detenção desses ativos pelos acionistas.⁷⁷

No entanto, essa disparidade de poder também levanta preocupações sobre a representatividade democrática e a prestação de contas aos acionistas minoritários, levantando questões importantes sobre equidade e transparência dentro da estrutura de governança corporativa.

Isso ocorre porque a adoção dessa estrutura pela companhia tende a intensificar os conflitos entre os acionistas controladores e os acionistas minoritários, uma vez que, a desproporção entre o capital investido e o controle pode agravar divergências de interesses entre esses grupos.

Esse desvio pode provocar comportamentos indesejados por parte do acionista majoritário, os quais seriam contidos se houvesse um lastro de capital investido proporcional ao poder político detido. Isso porque, o impacto financeiro adverso de suas decisões é mitigado por conta dessa desproporção.⁷⁸

Em sua pesquisa Bebchuk et al. (2000) concluiu que os custos de agência são maiores nas companhias controladas por acionistas com direitos de fluxo de caixa minoritário em comparação com as companhias com um acionista controlador que detém a maioria desses direitos, estabelecendo uma relação proporcional entre a redução dos direitos de fluxo de caixa e a majoração dos problemas de agência.

⁷⁶ Bebchuk (1999) A Rent Protection Theory of Corporate Ownership and Control. Disponível em: <https://www.nber.org/papers/w7203>. Acesso em: 02/03/2024.

⁷⁷ KRAAKMAN, Reinier et al. A Anatomia do Direito Societário: Uma Abordagem Comparativa e Funcional. São Paulo: Editora Singular, 2018, p. 169.

⁷⁸ (BEBCHUK; KASTIEL, 2017, p. 621). Disponível em: https://www.virginialawreview.org/wp-content/uploads/2020/12/Bebchuk%20&%20Kastiel_Book.pdfhttps://www.virginialawreview.org/wp-content/uploads/2020/12/Bebchuk%20&%20Kastiel_Book.pdf. Acesso em 22/02/2024.

Isso porque, como esclarecem Bebchuk et al. (2000), esse tipo de estrutura de controle é carente de mecanismos que limitem os problemas de agência causados pela administração do acionista controlador. Essas ferramentas limitantes estão presentes em outras organizações de poder, como o risco de deposição enfrentado pelos administrados nas estruturas pulverizadas, e o entrincheiramento enfrentado pelo acionista majoritário nas companhias com capital acionário concentrado.

Nesse cenário, torna-se consideravelmente mais simples para o acionista controlador dessas companhias, com essa estrutura acionária, abusar de sua posição de poder e explorar os acionistas minoritários, seja por meio de pacotes de compensação executiva exorbitantes ou de acordos questionáveis. Ademais, os acionistas controladores não possuem grandes incentivos para maximizar o potencial da empresa nesse modelo, uma vez que, devido à sua baixa participação acionária, poucos benefícios econômicos lhes seriam atribuídos com essa valorização.⁷⁹

Esse arranjo é predominante em nações com concentração de propriedade acionária, que concedem amplos privilégios privados de poder. Como resultado, esses países frequentemente carecem de mecanismos jurídicos de proteção aos acionistas minoritários.⁸⁰

Assim, é de grande importância a implementação de diretrizes normativas robustas pelo *corpus* societário dos países que permitem esse arranjo acionário no sentido de resguardar os direitos de representação dos acionistas minoritários que são comprometidos nessa estrutura.

4.1 PANORAMA HISTÓRICO

Como apresentado anteriormente, a maior parte dos ordenamentos societários modernos seguem o princípio da proporcionalidade como regra geral ao conferir o direito de um voto por ação, permitindo apenas desvios moderados a essa diretriz.

Entretanto, o predomínio dessa estrutura acionária ocorreu apenas no último século. Em sua pesquisa, Bainbridge (2017) destaca que o princípio de uma ação, um voto não é a norma histórica. Pelo contrário, ele observa que as limitações aos direitos de voto dos acionistas são

⁷⁹ *Dual-class shares: the good, the bad, and the ugly, A Review of the Debate Surrounding Dual-Class Shares and Their Emergence in Asia Pacific*, 2018, p. 92. Disponível em: <https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/survey/apac-dual-class-shares-survey-report.pdf>. Acesso em: 22/04/2024.

⁸⁰ Bebchuk (1999) *A Rent Protection Theory of Corporate Ownership and Control*. Disponível em: <https://www.nber.org/papers/w7203>. Acesso em 23/02/2024.

tão antigas quanto a própria forma corporativa, constatando que grande parte das companhias americanas do século XIX adotavam estruturas de capital com ações de voto desigual.⁸¹

Foi a partir do século XX que o modelo de uma ação, um voto passou a ser utilizado pela maior parte das sociedades de ações americanas, tornando-se a estrutura padrão. Simultaneamente, a NYSE, maior bolsa de valores americana, passou a emitir normas de listagem limitando os desvios do regime de voto proporcional.

Essas restrições foram justificadas pelos abusos cometidos pelas companhias contra seus investidores devido à ausência de normas reguladoras. Um exemplo singular de abuso é o caso da empresa *Dodge Brothers, Inc.*, que emitiu ativos na NYSE, mas reteve todas as ações ordinárias com direito de voto para o banco de investimento que realizou a oferta, mesmo este representando menos de 1,70% do capital total da companhia.⁸²

Nesse contexto, apenas companhias com objetivos específicos de manutenção de poder ou autonomia ainda tinham interesse na estrutura de duas classes de ações. Essa situação só se alterou na década de 80, quando a agressividade do mercado de aquisições hostis nos EUA gerou uma demanda por estruturas que propiciassem uma maior concentração de poder aos fundadores.

No mesmo período, a *New York Stock Exchange* (NYSE), maior bolsa de valores em termos de capitalização, se viu compelida a revogar a proibição do sistema de duas classes de ações ordinárias, que estava em vigor desde 1940, diante do crescimento exponencial de outros mercados de capitais locais, como a AMEX e a NASDAQ, que não possuíam a mesma política restritiva e ameaçavam a hegemonia da NYSE como principal mercado de ativos americano.

Em razão desses fatores, a NYSE anunciou a moratória da aplicação da regra de proporcionalidade em 1986, permitindo a cotação de valores mobiliários emitidos por sociedades com uma estrutura de direitos de voto desiguais, com a instituição de uma comissão para avaliar a listagem dessas companhias.⁸³

⁸¹ *In fact, however, one share-one vote is not the historical norm. To the contrary, limitations on shareholder voting rights in fact are as old as the corporate form itself.* Disponível em: <https://www.professorbainbridge.com/professorbainbridge.com/2017/09/understanding-dual-class-stock-part-i-an-historical-perspective.html>. Acesso em: 23/03/2024

⁸² *The Dodge Brothers' Monster A Legal Analysis of The Effect of Fiduciary Duty on Dual Voting Structures.* Disponível em: <https://digitalcommons.law.ggu.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1005&context=studentpubs>. Acesso em 30/03/2024

⁸³ *The New York Stock Exchange yesterday ended its 60-year-old "one-share, one-vote" rule and agreed to allow companies listed on the Big Board to have two classes of common stock with unequal voting rights.* Disponível em: <https://www.washingtonpost.com/archive/business/1986/07/04/nyse-ends-one-share-one-vote-rule/a6808ded-3e71-4dcf-b6aa-5445121baeb1/> acesso 27/04/2024

A agência reguladora americana, SEC, frente às fortes pressões dos investidores institucionais, contrários a esse cenário, foi obrigada a se manifestar. Foi assim que, em julho de 1988, aprovou o Regulamento 19c-4, que determinou balizas para a existência de duas classes de ações com diferentes direitos de voto. Entre essas disposições, a agência proibiu operações de recapitalização que diluam os direitos de voto das ações emitidas.⁸⁴

Esse regulamento foi posteriormente revogado, com o argumento de que se tratava de tema além da competência da SEC. Entretanto, suas principais disposições ainda subsistem nas regras de listagem dos principais mercados de capitais, servindo de baliza para grande parte dos ordenamentos que permitem essa estrutura acionária, como no caso do Japão e mais recentemente do Brasil.⁸⁵

Hodiernamente, empresas com duas ou mais classes de ações, estão se tornando mais comuns. Desde 2019, mais de 180 empresas abriram capital com esse tipo de estrutura no mercado de capitais americano, representando mais de um quarto do total de IPOs neste período. Além disso, essas companhias estão ganhando importância na economia em termos de capitalização de mercado, com um valor combinado de US\$6 trilhões e compondo sete dos dez maiores IPOs de 2019.⁸⁶

4.2 VOTO PLURAL

O conceito de voto plural se refere a um conjunto de circunstâncias jurídicas que possibilitam a uma empresa emitir ações com diferentes poderes de voto. Para implementar o voto plural, o estatuto social da companhia deve incluir uma cláusula, atribuindo mais votos a uma classe específica de ações em comparação com outras categorias de ações com direito a voto, resultando em classes de ações infungíveis entre si.

A simples existência de uma desproporção de poder entre classes distintas de ações por si só não configura o dispositivo do voto plural. Isso porque esse desequilíbrio pode ser encontrado entre as ações ordinárias comuns e as ações preferenciais sem direito de voto. Nesse sentido, o voto plural se fundamenta nas ações com direito de voto apenas.

⁸⁴ 19c-4 *Governing certain listing or authorization determinations by national securities exchanges and associations*. Disponível em: <https://www.govinfo.gov/content/pkg/CFR-2011-title17-vol3/pdf/CFR-2011-title17-vol3-sec240-19c-4.pdf>. Acesso em 02/03/2024

⁸⁵ BAINBRIDGE, Stephen M. *The Short Life and Resurrection of SEC Rule 19c-4*. Disponível em: https://openscholarship.wustl.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1898&context=law_lawreview. Acesso em 30/05/2024

⁸⁶ *Initial public offerings of companies with dual-class shares have made headlines in recent years*. Disponível em: <https://corpgov.law.harvard.edu/2019/06/28/dual-class-shares-governance-risks-and-company-performance/>. Acesso em 23/03/2024

Entretanto, é inegável a existência de uma relação estrutural e até mesmo funcional entre esses dois institutos jurídicos citados, do voto plural e das ações preferenciais sem direito de voto. Isso porque, ambos apresentam uma semelhança na sua arquitetura, exigindo pelo menos duas classes de ações distintas. Além disso, em ambos os casos, nota-se uma quebra na proporcionalidade entre a parcela do capital nominal detido e os direitos de voto e patrimoniais.

Assim, tanto nas ações com voto majorado quanto nas ações sem voto, observamos uma violação do princípio de uma ação, um voto. Essas são duas das exceções que mais se aproximam estruturalmente, pois operam seus efeitos jurídicos específicos diretamente na relação entre o capital social e os direitos de voto.⁸⁷

O voto plural não deve ser confundido com o instrumento do voto múltiplo, como já mencionado anteriormente. Este último se refere a um sistema de votação que concede direitos especiais de voto aos acionistas minoritários.

Essas super ordinárias concedem uma posição de vantagem aos seus detentores, sendo tipicamente destinadas a *insiders* como ao grupo fundador e investidores de rondas iniciais de capitalização.

As ações com voto plural em sentido estrito têm como objetivo permitir que o acionista controlador tenha uma influência decisiva na condução da companhia. Nesse sentido, alguns especialistas atrelam o sucesso de negócio com a “visão idiossincrática do empreendedor”.

Goshen e Hamdani (2016) dissertam sobre essa teoria, esclarecendo a genuína convicção de muitos empreendedores de que a implementação de sua estratégia inicial de negócio, em conjunto com suas habilidades para geri-lo, resultaria em retornos superiores ao mercado, beneficiando não apenas os fundadores, mas também os investidores.⁸⁸

Com base na estrutura de voto plural adotada, é possível que o controle sobre uma companhia seja exercido mediante a titularidade de um número extremamente reduzido de ações, garantindo ao acionista controlador a liberdade de implementar sua visão idiossincrática.

Dessa forma, o uso desse mecanismo de controle, *dual class shares*, facilita a implementação de uma estrutura acionária concentrada, com um acionista controlador, normalmente o fundador, transferindo os poderes dos administradores profissionais para esse integrante.

⁸⁷ Pereira, Jorge, A dupla face da regulação do voto plural na sociedade anônima, 2021, p.98. Disponível em: <https://repositorio.ucp.pt/bitstream/10400.14/40050/1/101720980.pdf>. Acesso em: 02/03/2024

⁸⁸ GOSHEN; HAMDANI), 2016, p. 577-578. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2228194. Acesso em 30/04/2024.

Esse acionista, sendo o proprietário majoritário dos ativos com capital votante, detém os poderes políticos e os incentivos necessários para monitorar os executivos e mitigar os custos de agência, obtendo ganhos superiores em comparação com a gestão profissional. Esse aspecto positivo, entretanto, só será alcançado se o acionista controlador for competente e possuir incentivos adequados, caso contrário, essa transferência de poder tende a ser prejudicial para os interesses da empresa.⁸⁹

Destarte, o sucesso das empresas que adotam essa organização acionária depende em grande parte das habilidades do acionista controlador, uma vez que este detém o poder político para impor suas decisões. Isso explica o fato da maioria das empresas que adotam essa estrutura estarem vinculadas ao setor da tecnologia, pois os fundadores estão mais associados com a prosperidade do empreendimento nesse campo.

Esse controle é concedido justamente porque o acionista controlador é considerado o mais capaz de administrar o negócio, com a capacidade de gerar retornos superiores ao mercado. Caso contrário, seria mais aconselhável delegar os poderes para uma administração profissional.

Ao tomar a decisão de adquirir um ativo, todo investidor deve fundamentar sua escolha considerando os riscos envolvidos e os potenciais retornos esperados. Nesse caso, não é diferente, pois o acionista que compra ações de uma empresa com esse perfil acionário assume riscos maiores ao conceder seus poderes políticos a uma minoria. Em contrapartida, ele espera receber retornos econômicos superiores à média, resultantes da competência dessa minoria em gerir seu próprio empreendimento.

Em relação a isso, observam-se casos de grande sucesso, como a valorização formidável do *Facebook*⁹⁰ e da *Alphabet* nos últimos anos. Contudo, pesquisas indicam que essas empresas foram exceções, com a maioria das companhias que adotam essa estrutura apresentando resultados inferiores ou semelhantes ao restante do mercado.⁹¹

⁸⁹ (Bebchuk; Kastiel, 2017, p. 612-613) Disponível em:

[https://www.ecgi.global/sites/default/files/4_the_untenable_case_for_perpetual_dual-class_stock .pdf](https://www.ecgi.global/sites/default/files/4_the_untenable_case_for_perpetual_dual-class_stock.pdf) acesso em: 23/02/2024

⁹⁰ *Given his control position, Zuckerberg was able to move quickly to seal the deal. Fast forward to 2018, Instagram was estimated to be valued at US\$35 billion, proving this to be a significant value-enhancing transaction and seemingly vindicating Zuckerberg's decision.* Disponível em: <https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/survey/apac-dual-class-shares-survey-report.pdf>. Acesso em 20/02/2024

⁹¹ GOMPERS, et al. 2004, *INCENTIVES VS. CONTROL: AN ANALYSIS OF U.S. DUAL-CLASS COMPANIES*, p. 20.

We find that cash flow ownership (incentives) has a positive (and concave) relationship with firm valuation while voting ownership (control) has a negative (and convex) relationship with firm value. Disponível em: https://www.nber.org/system/files/working_papers/w10240/w10240.pdf Acesso em 22/03/2024

Aliado a isso, as ações de categoria especial com voto plural ao possibilitar a preservação do controle da empresa com um menor número de ações, permite ao grupo fundador uma maior capitalização durante a oferta pública inicial, com um impacto reduzido na diluição do controle da companhia. Assim, em normalidade de circunstâncias, a existência destas ações terá como efeito o aumento do *free float*.⁹²

Dessa forma, a principal vantagem do voto plural reside na capacidade do fundador de alavancar seu direito de voto, possibilitando a captação de grandes fundos para o crescimento da empresa sem diluir seu controle sobre a companhia. Assim, propiciando uma estrutura orientada para o longo prazo, reduzindo potenciais interferências das pressões imediatistas do mercado.⁹³

4.2.1 Contexto nacional

O instituto do voto plural no Brasil foi banido pelo decreto n. 21.536 de 1932.⁹⁴ Anteriormente a isso, ele era permitido e até mesmo utilizado por algumas empresas da época por causa dessa lacuna legislativa.

Essa medida foi justificada pelo fato de que esse modelo acionário possibilita uma discrepância entre o poder político e o capital investido, viabilizando a manutenção do controle da companhia pelo acionista controlador sem a exigência de um respaldo econômico compatível com o poder detido. O fracasso desse modelo no cenário europeu e o contexto mais proibitivo americano nesse período foram outros fatores que influenciaram essa proibição.⁹⁵

A preocupação do legislador da época residia na possibilidade de essa estrutura societária propiciar comportamentos imprudentes por parte do acionista controlador, manifestados na forma de abusos, os quais seriam prejudiciais aos acionistas minoritários e poderiam agravar os problemas de agência entre os acionistas.

⁹² Free float é um indicador do mercado financeiro que informa o percentual de ações de uma empresa que está em livre circulação e disponível para acionistas. Ele é um parâmetro que mostra quão aberta uma corporação está para o mercado e quantos papéis ela disponibiliza para qualquer tipo de investidor.

⁹³ Bebchuk; Kastiel, 2017, p.611. Disponível em:

https://www.ecgi.global/sites/default/files/4_the_untenable_case_for_perpetual_dual-class_stock.pdf. Acesso em: 23/02/2024

⁹⁴ § 4º É vedado o voto plural. Disponível em:

http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/1937-1946/De10961.htm#:~:text=21.536%2C%20de%2015%20de%20junho,visado%20pelo%20decreto%2Dlei%20n. acesso 25/04/2024

⁹⁵ WILLE; RUARO, 2023. Breves comentários de Direito comparado acerca da multiplicação do poder de voto por ação nas Sociedades Anônimas Francesas e Brasileiras. Disponível em:

<https://ojs.focopublicacoes.com.br/foco/article/view/2305/1451>. Acesso em 24/04/2024.

Além disso, essa desproporção tende a agravar o desalinhamento de interesse entre esses dois grupos citados, incentivando a ocorrência de abusos por parte do controlador, e mitigando o poder político dos demais acionistas.

Nesse contexto, pode-se afirmar que as potenciais adversidades decorrentes da legalização do instituto do voto plural foram identificadas com precisão. No entanto, a indagação surge do fato de que a alteração legislativa em questão não sanou esses vícios.

Isso se deve ao fato do ordenamento brasileiro ter continuado a permitir outras formas de desvios do modelo de um voto por ação, que resultam em consequências negativas semelhantes às mencionadas anteriormente.

O próprio decreto n. 21.536, que aboliu o instituto do voto plural, também foi o primeiro a disciplinar as ações preferenciais no ordenamento brasileiro, sem estabelecer qualquer limite à sua emissão pelas companhias.⁹⁶ A ausência de diretrizes normativas para esse instituto propiciou que as companhias adotassem a mesma desproporção econômica e política ocasionada pelo voto plural e que o legislador pretendia mitigar.

Nesse contexto, observa-se um comportamento incongruente por parte do legislador ao proibir certos mecanismos, enquanto outros que geram os mesmos efeitos são respaldados pela lei. As ações preferenciais são apenas um exemplo dessa inconsistência, com outros arranjos societários permitindo desvios semelhantes.

Esse comportamento proibitivo começou a mudar com o ressurgimento internacional das ações ordinárias com voto plural, especialmente entre empresas de tecnologia nos Estados Unidos. Empresas estrangeiras, incluindo as brasileiras, têm buscado mercados de ações que possibilitem a implementação dessa estrutura acionária.

Entre 1980 e 2017, 200 de 3.046 (6,6%) IPOs de empresas de tecnologia e 498 de 5.314 (9,4%) IPOs de empresas de setores não ligados à tecnologia adotaram estruturas de duas classes de ações ordinárias. Enquanto, em 2016 e 2017, respectivamente, 23,8% e 9,4% das empresas do setor de tecnologia, bem como 43,3% e 21,8% das empresas dos setores não ligados à tecnologia, adotaram essa estrutura, demonstrando uma clara intensificação na procura por esse arranjo acionário.⁹⁷

⁹⁶ 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. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/1937-1946/del0961.htm#:~:text=21.536%2C%20de%2015%20de%20junho,visado%20pelo%20decreto%2Dlei%20n.1946/del0961.htm#:~:text=21.536%2C%20de%2015%20de%20junho,visado%20pelo%20decreto%2Dlei%20n. Acesso em: 06/03/2024

⁹⁷ Esses dados referem-se IPOs de ações (excluindo-se ADRs), que tiveram preço mínimo na oferta de US\$ 5,00 ou mais, conforme Ritter 2018, citado no estudo do CFA Institute, DUAL-CLASS SHARES: THE GOOD, THE BAD, AND THE UGLY - A Review of the Debate Surrounding Dual-Class Shares and Their Emergence in Asia

O próprio IPO do Google, *Alphabet Inc.*, em 2004, implementou classes de ações atribuídas com voto plural para os *insiders* da companhia, permitindo-os uma participação política de 60,9% com um lastro acionário de apenas 6,7%.⁹⁸

Essa empresa foi uma das pioneiras no setor de tecnologia a adotar esse modelo e hoje é a terceira maior empresa nesse segmento, com um valor de mercado de aproximadamente 1,750 trilhão de dólares.⁹⁹

Após a realização do IPO pela *Alphabet Inc.* ter sido muito bem-sucedida, diversas outras companhias americanas, do ramo da tecnologia principalmente, decidiram por implementar essa estrutura de controle ao listarem seus ativos no mercado de ações. Entretanto, esse modelo, ainda, era um fenômeno local, sem grandes repercussões internacionais.

O ponto de inflexão que projetou essa discussão para o campo internacional foi a decisão do gigante chinês do comércio eletrônico Alibaba, *Alibaba Group*, em 2014 de optar por abrir seu capital na NYSE com uma estrutura de duas classes de ações. Essa decisão ocorreu após ter sua listagem de ativos negada pela Bolsa de Valores de Hong Kong, que no período ainda observava de modo restrito o princípio da proporcionalidade de um voto por ação.¹⁰⁰

Esse fenômeno também interferiu no cenário brasileiro, com empresas nacionais recorrendo a mercados estrangeiros mais liberais, principalmente as bolsas americanas da NASDAQ e da NYSE, para realizarem suas ofertas públicas iniciais com os fundadores dessas companhias retendo para si ações com voto plural.

Empresas como XP Inc. (XP Investimentos); Arco Platform Ltd. (Arco Educação); StoneCo Ltd. (Stone Pagamentos); e PagSeguro Digital Ltd. (PagSeguro) são exemplos de companhias brasileiras que listaram as ações de suas holdings em bolsas de valores norte-americanas nos últimos 10 anos.¹⁰¹

Pacific, Agosto 2018, disponível em <https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/survey/apac-dualclass-shares-survey-report.ashx>. Acesso em 22/03/2024

⁹⁸ Fonte: Council of Institutional Investors, 2019. Disponível em

<https://www.cii.org/files/Feb%202019%20Dual%20Class%20Companies%20List.pdf>. Acesso em 30/05/2024.

⁹⁹ Está entre as empresas mais valiosas do mundo, com um valor de mercado de US\$ 1,75 trilhão. Em 2023, a receita registrada foi de US\$ 76,69 bilhões. Disponível em: <https://olhardigital.com.br/2024/02/07/pro/quais-sao-as-10-maiores-empresas-de-tecnologia/#:~:text=A%20Alphabet%20%C3%A9%20respons%C3%A1vel%20por,populares%20como%20YouTube%20e%20Android>. acesso em: 12/03/2024

¹⁰⁰ *Alibaba (NYSE: BABA), the largest e-commerce and cloud company in China, went public at \$68 per share on Sept. 19, 2014.* Disponível em:

[https://www.nasdaq.com/articles/if-you-d-invested-\\$5000-in-alibaba-in-2014-this-is-how-much-you-would-have-today#:~:text=Alibaba%20\(NYSE%3A%20BABA\)%2C,largest%20U.S.%20IPO%20in%20history](https://www.nasdaq.com/articles/if-you-d-invested-$5000-in-alibaba-in-2014-this-is-how-much-you-would-have-today#:~:text=Alibaba%20(NYSE%3A%20BABA)%2C,largest%20U.S.%20IPO%20in%20history). Acesso em: 22/02/2024

¹⁰¹ ACE GOVERNANCE, 2019, p. 47. Disponível em:

https://www.b3.com.br/data/files/B6/A0/F8/E5/34BFE6105F6F7FE69C094EA8/Apresentacao_Voto.pdf Acesso em: 09/02/2024

Muito embora algumas dessas companhias não tenham especificado as razões que levaram à sua listagem nos EUA, fato é que todas adotaram estruturas com classes de ações ordinárias com voto majorado, demonstrando o claro interesse dessas companhias por esse arranjo acionário.¹⁰²

À luz do contexto acima descrito, houve um aumento da pressão política sobre o congresso frente a significativa fuga de capital de empresas importantes do cenário nacional para mercados de ações estrangeiros por meio de IPOs. Estabeleceu-se, assim, uma busca por medidas para desenvolver o ambiente de negócios brasileiro, tornando-o mais competitivo em relação aos mercados internacionais.

Em 2018 houve a proposição do Projeto de Lei n. 10.736/2018 pelo deputado Carlos Bezerra, que almejava a inclusão do voto plural no direito societário brasileiro pela inserção do artigo 110-A à Lei 6.404/76.¹⁰³

O deputado justifica a adoção desse instituto da seguinte maneira:

De fato, a atribuição de voto plural a uma classe de ações configura estratégia com elevado potencial de incentivar a listagem em bolsa de companhias familiares e start-ups. Isso porque, essas são companhias cujo capital reputacional está, em regra, intimamente ligado a um fundador ou empreendedor. Atribuir-lhes voto plural é assegurar que acionistas-chave preservarão seu poder de controle, no cenário pós-abertura de capital, o que gera confiança - tanto para os demais acionistas quanto para potenciais investidores - na continuidade do padrão gerencial da companhia.¹⁰⁴

A Lei 10.736/2018 não vingou, por conta de diversos fatores, entre eles sua nítida incompletude normativa, porém essa negativa não enfraqueceu os debates e discussões acerca do tema da inclusão do voto plural no ordenamento brasileiro.

No ano de 2019 a B3, inclusive, contratou uma empresa internacional especializada em governança corporativa para o mercado de capitais, a *Ace Governance*¹⁰⁵, para realizar uma análise internacional de estruturas societárias com duas ou mais classes de ações com direitos

¹⁰² Razão para a Xp ter escolhido a NYSE era uma estrutura dual de ações menos rígida. Disponível em: <https://gfmag.com/features/brazilian-brokerage-firm-xps-shares-soar-nasdaq-listing/> Acesso em: 19/03/2024

¹⁰³ Art. 110-A. do Projeto Projeto de Lei nº 10.736/2018: “Fica autorizado atribuir voto plural a uma única classe de ações ordinárias na companhia fechada”. Disponível em: <https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=2183068>. Acesso em 27/04/2024

¹⁰⁴ Disponível em: https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/prop_mostrarintegra?codteor=1680750&filename=PL%2010736/2018. Acesso em 28/04/2024

¹⁰⁵ Extrato da análise internacional e repercussão no mercado brasileiro da expansão da adoção de estruturas com duas ou mais classes de ações com direitos de voto diferenciados (DCS). ACE GOVERNANCE, 2019.. Disponível em: https://www.b3.com.br/data/files/B6/A0/F8/E5/34BFE6105F6F7FE69C094EA8/Apresentacao_Voto.pdf Acesso em: 09/02/2024

de voto distintos e para avaliar os impactos de eventual adoção do instituto do voto plural no mercado brasileiro.

Nessa pesquisa, todos os entrevistados, incluindo bancos de investimento, gestores de recursos, advogados e especialistas financeiros, concordaram que essa estrutura societária foi vista como uma vantagem adicional, porém não foi determinante para as empresas brasileiras escolherem mercados de capitais estrangeiros. Outros indicadores financeiros foram apontados como fatores preponderantes para essa evasão de capital.¹⁰⁶

Assim, apenas em 2021, com a tramitação da Medida Provisória n. 1.040/2021 no Congresso Nacional que o dispositivo do voto plural foi adotado por meio da aprovação de emendas que alteraram o texto inicial do projeto normativo.

O ato normativo em questão prometia modernizar o ambiente de negócios brasileiro, incentivando a abertura de empresas e criando maiores mecanismos de defesa para os acionistas minoritários. Esperava-se que a aprovação dessa MP fizesse com que o Brasil, pela primeira vez, figurasse entre as 100 melhores economias para se fazer negócio no ranking *Doing Business* do Banco Mundial.¹⁰⁷

Esse projeto foi aprovado pela Câmara dos Deputados com diversas alterações. Entre elas, está a emenda aditiva nº 17, proposta pelo Deputado Federal Marco Bertaiolli, que tratava da inclusão do voto plural.

O Deputado defendia a adoção do voto plural na medida que:

O direito brasileiro tem desenvolvido diversos mecanismos de defesa dos acionistas minoritários e a mera proibição de se instituir a pluralidade de votos por ação apenas refreia o investimento e a autonomia da vontade no campo negocial. Sob argumento de se refrear abusos, proibiu-se uma prática saudável para o mercado e que tem o poder de gerar atratividade para o ambiente de negócios brasileiro e aumentar sobremaneira o potencial de financiamento dos empreendimentos no país.¹⁰⁸

¹⁰⁶ ACE GOVERNANCE, 2019, p. 50-51. Disponível em:

https://www.b3.com.br/data/files/45/02/1F/3D/16ECF6107DF7ACF6AC094EA8/EXTRATO_DA_ANALISE_VOTO_PLURAL.pdf. Acesso em 22/03/2024.

¹⁰⁷ A projeção – realizada pela Secretaria de Advocacia da Concorrência e Competitividade (Seae), ligada à Secretaria de Produtividade, Emprego e Competitividade do Ministério da Economia (Sepec/ME) – tem como base os dados históricos e de tendência média de melhoria dos demais países. A MP elevaria o Brasil de 18 a 20 posições no ranking, no qual ocupa hoje o 124º lugar. Com as ações já traçadas e em execução desde 2020, em conjunto com a implementação do que é proposto na MP, será possível colocar o país, pela primeira vez, no curto prazo, dentre as 100 melhores economias para se fazer negócios, sendo que o objetivo de médio prazo do Ministério é chegar ao Top50 do ranking. Disponível em:

<https://www.gov.br/economia/pt-br/assuntos/noticias/2021/junho/medida-provisoria-sobre-ambiente-de-negocios-avanca-no-congresso-nacional>. Acesso em: 22/03/2024

¹⁰⁸ Justificação do Deputado Federal Marco Bertaiolli para a emenda à MP 1.040/21. Disponível em:

<https://legis.senado.leg.br/sdleg-getter/documento?dm=8947708&ts=1714758652923&disposition=inline&ts=1714758652923>. Acesso em: 02/03/2024

Assim, com a conversão da referida Medida Provisória na Lei nº 14.195/2021, a legislação brasileira começou a permitir que sociedades anônimas adotassem uma estrutura de ações com voto plural para seus acionistas, além de regulamentar detalhadamente o assunto.

5 CARACTERÍSTICAS GERAIS DO VOTO PLURAL NO BRASIL

A Lei n. 14.195/21, dentre outras inovações, inclui o Art.110- A na Lei das S.A. com a seguinte redação:

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:
I - na companhia fechada; e

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.

[...] ¹⁰⁹

Nesse sentido, o ordenamento brasileiro viabilizou a criação de uma ou mais classes de ações com direito ao voto plural, restringindo ao máximo de dez votos por ação. Isso propicia que companhias adotem a quantidade de classes acionárias que bem entenderem desde que observem o limite de dez votos por ação.

Essa limitação acompanha o modelo aplicado pelas principais empresas que adotam esse tipo de estrutura com duas classes de ações ordinárias. Aliado a isso, a Hong Kong Stock Exchange (HKEX) ¹¹⁰, assim como a Singapore Stock Exchange (SGX) ¹¹¹, mercados que sofreram alterações recentes para abarcar a figura do voto plural, adotaram diretriz normativa semelhante.

Na prática, esse dispositivo permite que um acionista exerça o controle da companhia com menos de 10% das ações ordinárias, ou menos de 5% se houver ações preferenciais sem direito a voto, respeitando o limite de 50% imposto pela Lei das S.A. ¹¹²

Em relação ao momento de criação das ações com atribuição de voto plural foi positivado em Lei, que nas companhias fechadas, classes de ações ordinárias com voto plural poderiam ser criadas a qualquer tempo. Ao passo que nas companhias abertas, a adoção do instituto do voto plural é limitada apenas em momento anterior à negociação de ações, ou de quaisquer valores mobiliários conversíveis em ações, no mercado.

¹⁰⁹ BRASIL. Lei n° 6.404/76, de 16 de dezembro de 1976. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404compilada.htm Acesso em: 20/02/2024

¹¹⁰ Disponível em: https://en-rules.hkex.com.hk/sites/default/files/net_file_store/HKEX4476_5103_VER32105.pdf. Acesso em: 22/04/2024

¹¹¹ Disponível em: <https://rulebook.sgx.com/rulebook/229a>. Acesso em: 22/04/2024

¹¹² MAGALHÃES, Daniel. Voto plural à brasileira: um verdadeiro "antes feito que perfeito". 2022. Disponível em: <https://www.migalhas.com.br/depeso/357720/voto-plural-a-brasileira-um-verdadeiro-antes-feito-que-perfeito>. Acesso em: 05/03/2024

Desse modo, sociedades anônimas de capital aberto com ativos listados em uma Bolsa de Valores continuam proibidas de utilizarem o voto plural. Essa restrição imposta pela Lei é uma das temáticas mais controversas decorrentes da alteração legal em análise.

Nesse sentido, o professor Marcelo Trindade (2021) esclarece:

(...) a emenda parece excessivamente restritiva quando impede a criação de ações com voto plural em companhias já negociadas em bolsa. Isso inviabiliza a utilização do mecanismo por companhias abertas com ações preferenciais, cujos controladores se dispusessem a migrar para uma estrutura apenas com ações votantes, desde que retivessem o voto plural por alguns anos.¹¹³

O objetivo do legislador ao restringir a adoção dessa figura jurídica entre essas sociedades é evitar a diluição dos poderes políticos dos acionistas. Postura congruente as regras de listagem da NYSE e da NASDAQ que adotam posicionamento semelhante ao possuírem uma postura extremamente liberal em relação à possibilidade das companhias emitirem ações com poderes políticos multiplicados, mas que prezam pela preservação do poder de voto dos acionistas com capital votante.¹¹⁴

Esse parecer decorre do regulamento 19C-4 da SEC, posteriormente revogado, mas que as principais diretrizes continuam a ser aplicadas pelos principais mercados de capitais americanos conforme foi analisado anteriormente.

Nesse sentido, em momento posterior a negociação ativos em mercados de capitais, eventuais alterações das características de classe de ações ordinárias com atribuição de voto plural só serão permitidas no sentido de mitigar os direitos ou vantagens conferidas por essas ações.¹¹⁵

A criação de classes de ações ordinárias com voto plural pelas sociedades anônimas não inviabiliza sua posterior migração para o mercado de capitais. A Lei exige que essas companhias passem por uma análise mais rígida das entidades administradoras, a fim de se verificar a condição fática da companhia, evitando desproporções ilegais entre poder político e capital investido.¹¹⁶

¹¹³ Disponível em: <https://valorinveste.globo.com/blogs/marcelo-trindade/coluna/em-meio-ao-caos-o-voto-plural.ghtml>. Acesso em 22/02/2024

¹¹⁴ NYSE Listed Company Manual, Rule 313 e NASDAQ Marketplace Rules, Rule 4351. Disponível em: (<https://nyseguide.srorules.com/listed-company-manual/09013e2c8503fcb5?searchId=2319627142>) ; (https://listingcenter.nasdaq.com/assets/rulebook/nasdaq/rules/old_listing_rules.pdf) Acesso em 04/02/2024

¹¹⁵ Art. 110-A § 5º, da Lei n. 6.404 de 15 de Dezembro de 1976 (Incluído pela Lei nº 14.195, de 2021). Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/16404consol.htm. Acesso em: 10/03/2024

¹¹⁶ Art. 110-A, § 4º, da Lei das S.A.: A listagem de companhias que adotem voto plural e a admissão de valores mobiliários de sua emissão em segmento de listagem de mercados organizados sujeitar-se-ão à observância das regras editadas pelas respectivas entidades administradoras, que deverão dar transparência sobre a condição de tais companhias abertas.

O voto plural continua restrito para empresas públicas, sociedades de economia mista, às suas subsidiárias e às sociedades controladas direta ou indiretamente pelo poder público.¹¹⁷ Até porque o Estado já detém as *golden shares*, que, como mencionado anteriormente, realiza função semelhante do voto plural ao ampliar os poderes políticos de seu detentor.

5.1 FORMALIDADES PARA EMISSÃO DE AÇÕES COM VOTO PLURAL

A Lei 14.195/21 impõe certas diretrizes para a criação de classes de ações atribuídas com o voto plural elencadas no § 1º e seus incisos do Art.110 - A:

§ 1º A criação de classe de ações ordinárias com atribuição do voto plural depende do voto favorável de acionistas que representem:

I - metade, no mínimo, do total de votos conferidos pelas ações com direito a voto; e

II - metade, no mínimo, das ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito, se emitidas, reunidas em assembleia especial convocada e instalada com as formalidades desta Lei.

[...] ¹¹⁸

Desse modo, recai a todos os acionistas, detentores de ações ordinárias e preferenciais, o direito de participar da resolução que assenta a respeito da criação de classes de ações com o voto plural.

Essa deliberação está condicionada à realização de uma assembleia especial, convocada para essa finalidade e instalada de acordo com as formalidades estipuladas por lei. Possibilita-se, ainda, ao estatuto social da companhia impor quórum superior ao previsto em Lei para a aprovação deste instituto.¹¹⁹

Aos acionistas dissidentes, em caso de aprovação da criação de classes de ações com atribuição de voto plural, é assegurado o direito de retirada da companhia mediante reembolso

¹¹⁷ Art 110-A, §14º, da Lei das S.A.: “As disposições relativas ao voto plural não se aplicam às empresas públicas, às sociedades de economia mista, às suas subsidiárias e às sociedades controladas direta ou indiretamente pelo poder público”

¹¹⁸ Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm. Acesso em: 10/03/2024

¹¹⁹ Art. 110 - A § 3º, da Lei das S.A: O estatuto social da companhia, aberta ou fechada, nos termos dos incisos I e II do caput deste artigo, poderá exigir quórum maior para as deliberações de que trata o § 1º deste artigo.

do valor de suas ações. Uma exceção ocorre nos casos em que o estatuto já preveja ou autorize a criação da classe de ações com voto plural.¹²⁰

Isso porque, entende-se que o direito de retirada poderia ter sido exercido pelo acionista no momento da alteração do estatuto social por cláusula estatutária que permitisse a criação ou autorizasse futura criação da referida classe de ações. Aplica-se esse mesmo entendimento, ainda que a alteração do estatuto não seja acompanhada pela emissão de ações com essa característica, uma vez que o acionista conhecedor da possibilidade de futura emissão de ações com voto plural, optou por manter-se inerte.

A redação do artigo 110-A da Lei 14.195, no entanto, não trata a respeito dos procedimentos relativos ao exercício do direito de retirada do acionista no contexto específico da inclusão do voto plural. Portanto, entende que deve se seguir o que consta no art. 137 e seus parágrafos da Lei nº 6.404/76.¹²¹

Dessa maneira, a cláusula estatutária que autoriza a criação de ações ordinárias com voto plural deve conter disposições sobre o número de votos atribuídos por ação de cada classe de ações ordinárias com direito a voto, respeitando um limite de até 10 votos por ação, o prazo de duração do voto plural, limitado a 7 anos, e qualquer quórum qualificado para deliberar sobre prorrogações, além de prever outras condições de término do voto plural, condicionadas a eventos ou prazos determinados. Adicionalmente, o estatuto social da companhia deve estabelecer o número de ações de cada espécie e classe em que se divide o capital social.¹²²

Uma questão que merece ser analisada, que surgiu com a aprovação do voto plural pela Lei 14.195/21, é se o segmento de listagem do Novo Mercado da B3 passaria a admitir ações com voto plural. Isso porque, o atual Regulamento do Novo Mercado apenas exige que a companhia tenha seu capital social dividido exclusivamente em ações ordinárias, sem especificar se a criação de classes distintas de ações ordinárias com poderes desiguais seria permitida.¹²³

¹²⁰ Art. 110 - A, § 2º, da Lei das S.A.: Nas deliberações de que trata o § 1º deste artigo, será assegurado aos acionistas dissidentes o direito de se retirarem da companhia mediante reembolso do valor de suas ações nos termos do art. 45 desta Lei, salvo se a criação da classe de ações ordinárias com atribuição de voto plural já estiver prevista ou autorizada pelo estatuto. (Incluído pela Lei nº 14.195, de 2021)

¹²¹ Art. 137, da Lei das S.A.: A aprovação das matérias previstas nos incisos I a VI e IX do art. 136 dá ao acionista dissidente o direito de retirar-se da companhia, mediante reembolso do valor das suas ações.

¹²² Art. 110-A, § 13, da Lei das S.A.

¹²³ Art. 8º; B3 S.A. – BRASIL, BOLSA, BALCÃO, 2017

Essa dúvida foi prontamente sanada pela Diretora de Emissões da B3, Flavia Mouta, em setembro de 2021, ao enfatizar que a adoção do voto plural, a princípio, não deve interferir nas regras do Novo Mercado, onde cada ação tem direito a um voto e as políticas de governança não dão poderes diferenciados ao fundador.¹²⁴

5.2 DELIBERAÇÃO ÀS QUAIS O VOTO PLURAL SE APLICA

As alterações introduzidas pela Lei 14.195/21 adaptaram diversos dispositivos da Lei 6.404/76, incluindo as disposições relacionadas aos quóruns calculados com base no número de ações. Essas disposições foram ajustadas para permitir a adoção do voto plural pelas companhias, passando a referir-se não mais ao número de ações, mas ao número de “votos conferidos por ações com direito a voto”.

O § 9º do art. 110-A da Lei 14.195/21 contempla norma que objetiva auxiliar na interpretação da Lei das S.A.: “Quando a lei expressamente indicar quóruns com base em percentual de ações ou do capital social, sem menção ao número de votos conferidos pelas ações, o cálculo respectivo deverá desconsiderar a pluralidade de voto”.¹²⁵

Entretanto, nota-se a presença de dispositivos, referentes às deliberações ou ao exercício de direitos, que possuem quóruns relativos ao número de ações e que não sofreram modificações pela Lei n. 14.195/2021.

O pedido de instalação do conselho fiscal, o exercício do direito de eleição em separado de membro do conselho de administração e o requerimento de voto múltiplo são exemplos de institutos conformados ao princípio “*one share, one vote*”, mesmo que a companhia tenha emitido ações com voto plural¹²⁶.

A Lei n. 14.195/21 traz inovações ao estabelecer duas novas situações em que o voto plural não terá eficácia. Primeiramente, nas deliberações sobre as remunerações dos administradores. Por fim, nas decisões referentes à celebração de transações com partes relacionadas que atendam aos critérios de relevância a serem definidos pela CVM.¹²⁷

¹²⁴ “Desde que começamos a estudar o voto plural, já imaginávamos que essa pergunta surgiria. Será que as companhias poderão entrar no Novo Mercado utilizando o voto plural? E desde o início, nos manifestamos afirmando que as empresas que utilizam esse instrumento não se encaixam nesse segmento, onde uma ação — seja do minoritário, seja do controlador — equivale a um único voto” Disponível em: <https://capitalaberto.com.br/wp-content/uploads/2021/11/Cobertura-Conexao-Voto-plural.pdf>. Acesso em: 18/03/2024.

¹²⁵ Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm. Acesso em: 10/03/2024

¹²⁶ Art. 161, § 2º, art. 141, § 4º e art. 141, caput da Lei 6.404/76 respectivamente.

¹²⁷ O § 12 do novo art. 110-A da Lei nº 6.404/76

5.3 AS “SUNSET CLAUSES”

A Lei n. 14.195/2021 adotou uma série de salvaguardas que limitam a implementação do voto plural. A implementação dessas diretrizes normativas pelo legislador teve como intuito mitigar possíveis abusos decorrentes dessa estrutura acionária, a fim de resguardar os interesses dos acionistas como classe.

Desse modo, houve a positivação de uma série de *sunset provisions*¹²⁸ de observância obrigatória por parte das companhias que se valerem do instituto do voto plural. Entre elas pode-se citar a *time-based sunset provision*,¹²⁹ que figura como uma cláusula de caducidade ao determinar um prazo derradeiro para a conversão automática das ações com voto majorado em ações comuns, caso não ocorra a prorrogação desse direito.¹³⁰

Assim, o voto plural sempre deve ser instituído com um prazo de vigência, que não pode ser superior a sete anos. A prorrogação desse prazo inicial é permitida por período indeterminado, contanto que sejam observadas as mesmas formalidades de aprovação aplicáveis à emissão de ações com voto plural e que os titulares da classe de ações com voto plural que se pretende prorrogar não participem da deliberação.¹³¹

Além disso, o dispositivo normativo determina que seja assegurado o direito de retirada aos acionistas dissidentes, de modo semelhante à situação prevista no § 2º do art. 110-A da Lei das S.A.

Essa intervenção normativa, ao determinar um prazo de vigência das ações de voto plural e exigir uma nova deliberação da assembleia ao término desse prazo, tende a ser positiva. Isso ocorre porque são precisamente os acionistas detentores de ações sem voto plural, que definirão sobre a prorrogação desse instituto em uma classe específica de ações.

Na prática, esses acionistas, que costumam ser a classe mais prejudicada por essa estrutura acionária, precisarão perceber benefícios fáticos decorrentes da concentração do poder político propiciado por essa classe de ativos, caso contrário, votarão pela sua extinção.

¹²⁸ A sunset clause pode ser entendida como o período, estipulado na legislação ou pela convenção dos acionistas, durante o qual a utilização do voto plural é permitida na companhia. Disponível em: <https://www.machadomeyer.com.br/pt/inteligencia-juridica/publicacoes-ij/m-a-e-private-equity-ij/o-voto-plural-e-suas-salvaguadas> Acesso em; 07/05/2024

¹²⁹ *A time-based sunset provision is triggered, and the "unequal rights" cease, after a specified time-period or on a specific date.* Disponível em: https://www.dealpointdata.com/res/dpd_dual_class_sunset_20220413.pdf. Acesso em: 09/05/2024

¹³⁰ § 7º do art. 110-A da Lei das S.A

¹³¹ § 7º do art. 110-A da Lei das S.A.

Ao contrário, do período de vigência inicial do voto plural, em que é determinado por Lei um prazo de vigência menor ou igual a sete anos, no caso de prorrogação desse instituto, não há a previsão de qualquer dispositivo normativo que delimite um prazo de encerramento para a classe acionária com esse atributo.

Essa lacuna legislativa possibilita a perpetuação do controle de longo prazo da empresa pelos detentores das ações com voto plural, o que pode ser prejudicial para o sucesso da companhia. Isso ocorre porque, à medida que os fundadores envelhecem, sua capacidade de inovação e julgamento tende a diminuir. Permitir que mantenham uma posição de controle, decorrente da posse de ações com direito de voto especial, no dinâmico ambiente de negócios atual, pode ser prejudicial aos interesses da classe acionista como um todo.

Esse pensamento está alinhado com o estudo realizado pelos juristas Bebchuk e Kastiel (2017), o qual demonstrou que companhias que não renovam sua administração por longos períodos tendem a apresentar queda de desempenho.¹³²

Além da *sunset provision* que atua como uma espécie de cláusula de caducidade, a alteração legislativa contempla disposições que se caracterizam como *event-based sunset provisions*, cláusulas que são ativadas por um fato superveniente estipulado por lei.¹³³

O § 8º do Art. 110-A contempla um rol de eventos cuja ocorrência enseja a automática conversão de ações com voto plural em ações sem voto plural, quais sejam:

- I - transferência, a qualquer título, a terceiros, exceto nos casos em que:
 - a) o alienante permanecer indiretamente como único titular de tais ações e no controle dos direitos políticos por elas conferidos;
 - b) o terceiro for titular da mesma classe de ações com voto plural a ele alienadas; ou
 - c) a transferência ocorrer no regime de titularidade fiduciária para fins de constituição do depósito centralizado; ou
 - II - o contrato ou acordo de acionistas, entre titulares de ações com voto plural e acionistas que não sejam titulares de ações com voto plural, dispor sobre exercício conjunto do direito de voto.
- [...]¹³⁴

¹³² (BEBCHUK; KASTIEL, 2017, p. 603-604). Disponível em: https://www.virginialawreview.org/wp-content/uploads/2020/12/Bebchuk%20&%20Kastiel_Book.pdf https://www.virginialawreview.org/wp-content/uploads/2020/12/Bebchuk%20&%20Kastiel_Book.pdf. Acesso em 22/02/2024.

¹³³ *An event-based sunset provision is triggered upon the occurrence of one or more specified conditions (e.g., the death or disability of a founder, a vote of all supervote shareholders), irrespective of the specific point in time at which that condition or event took place.* Disponível em: https://www.dealpointdata.com/res/dpd_dual_class_sunset_20220413.pdf. Acesso em 06/05/2024

¹³⁴ Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404compilada.htm. Acesso em 03/03/2024.

Desse modo, a lei prevê duas situações em que as ações com voto plural serão automaticamente convertidas em ações ordinárias sem voto plural. A primeira situação ocorre na transferência da ação a terceiros. A segunda ocorre quando houver um contrato ou acordo de acionistas entre titulares de ações com voto plural e acionistas que não possuam essas ações, dispondo sobre o exercício conjunto do direito de voto.

Além dessas situações positivadas por Lei, que ensejam a conversão de ações com voto plural em ações ordinárias comuns, é facultado aos acionistas a estipulação de *sunset clauses* que determinem o fim da vigência do voto plural, as quais podem ser condicionadas a evento ou termo.¹³⁵

Posicionamento semelhante ao direito americano, onde esse instituto é mais desenvolvido e que essas cláusulas não são impostas por lei, porém as companhias costumam adotar para mitigar os malefícios da estrutura com duas classes de ações ordinárias.

Em pesquisa realizada pela ISS-Corporate¹³⁶, foi constatado um crescimento contínuo de empresas que possuem direitos de voto desiguais e adotaram *sunset provisions*. No Russell 3000¹³⁷, excluindo o S&P 1500¹³⁸, a proporção mais do que duplicou entre os anos de 2015 e 2022, aumentando de 30,9% para 68,1%. Embora tenha havido um aumento semelhante no S&P 500 até o ano de 2021 (de 22,2% para 47,1%).¹³⁹

Nesse contexto, a implementação dessas cláusulas por essas companhias visa amenizar os efeitos negativos da desproporção entre poder político e capital investido decorrente dessa estrutura, constituindo uma resposta eficaz às deficiências desse modelo

5.4 AS OPERAÇÕES SOCIETÁRIAS VEDADAS

É vedado por Lei a realização de operações societárias entre sociedades anônimas, a fim de proporcionar que uma companhia com ativos listados em mercados de capitais adote a figura do voto plural em uma de suas classes de ações por meio desse arranjo.

Nos termos do Art. 110-A, § 11, da Lei nº 6.404/76:

§ 11. São vedadas as operações: (Incluído pela Lei nº 14.195, de 2021)

¹³⁵ Art. 110-A, §6º da Lei das S.A

¹³⁶ A ISS-Corporate é uma empresa especializada em pesquisa e consultoria em governança corporativa.

¹³⁷ O Russell 3000 é um índice de mercado de ações que engloba as 3000 maiores empresas dos Estados Unidos, representando uma ampla gama de setores e indústrias.

¹³⁸ O S&P 1500 é um índice composto por 1.500 empresas americanas, que inclui o S&P 500, o S&P MidCap 400 e o S&P SmallCap 600.

¹³⁹ Disponível em: <https://corpgov.law.harvard.edu/2022/12/19/dual-class-share-structures-is-the-sun-setting-too-slowly/>. Acesso em: 08/05/2024

I - de incorporação, de incorporação de ações e de fusão de companhia aberta que não adote voto plural, e cujas ações ou valores mobiliários conversíveis em ações sejam negociados em mercados organizados, em companhia que adote voto plural; (Incluído pela Lei nº 14.195, de 2021)

II - de cisão de companhia aberta que não adote voto plural, e cujas ações ou valores mobiliários conversíveis em ações sejam negociados em mercados organizados, para constituição de nova companhia com adoção do voto plural, ou incorporação da parcela cindida em companhia que o adote.
[...]¹⁴⁰

Assim, é nítido que essas vedações pela Lei de operações de incorporação, de incorporação de ações e fusão entre companhias que não adotem o voto plural e empresas que utilizem o instrumento teve como objetivo inviabilizar operações societárias que violariam o § 1º, II, do art. 110-A da Lei das S.A.

5.5 ANÁLISE DA PERMISSÃO DO VOTO PLURAL NO ÂMBITO DA LEI 14.195

Como descrito anteriormente, a inclusão do voto plural foi uma tentativa do legislador de tornar o mercado de capitais brasileiro mais competitivo globalmente, decorrente de fortes pressões externas causadas pela fuga de capital de empresas nacionais, a fim de incentivar, principalmente, a ocorrência de IPOs na Bovespa.

Esse fenômeno não se restringiu ao Brasil, diversos outros países de destaque no mercado de ativos passaram por alterações recentes em seus ordenamentos jurídicos para incorporar essa nova estrutura acionária, como as bolsas de valores de Singapura e Hong Kong.

Essa alteração legislativa para atender as forças do mercado por parte do Estado tem como objetivo incentivar empresas a se constituírem no seu ordenamento, pelo fato de se beneficiar das receitas, impostos principalmente, decorrentes dessa adesão.¹⁴¹ Logo, é atrativo que o direito societário seja prático e eficiente economicamente a fim de angariar recursos externos e mitigar a migração do capital interno.

Entretanto, essa forte influência de forças econômicas no direito societário pode permitir o surgimento de ordenamentos movidos preponderantemente pelas necessidades práticas das companhias, sendo menos motivado pelas forças políticas que normalmente moldam a legislação democrática.¹⁴²

¹⁴⁰ Lei n. 6.404/76 Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm Acesso em 11/03/2024

¹⁴¹ KRAAKMAN, Reinier et al. A Anatomia do Direito Societário: Uma Abordagem Comparativa e Funcional. São Paulo: Editora Singular, 2018, p. 66.

¹⁴² KRAAKMAN, Reinier et al. A Anatomia do Direito Societário: Uma Abordagem Comparativa e Funcional. São Paulo: Editora Singular, 2018, p. 66.

Nesse sentido, é importante analisar se essa concorrência regulatória é positiva para o Direito. Para os mais pessimistas essa disputa tende a privilegiar o ordenamento que mais faz concessões no sentido de despojar os direitos e proteções do grupo minoritário mais suscetível a abusos.

Por outro lado, o grupo otimista argumenta que essa competitividade é benéfica ao encarregar a competência para o mercado de precificar o melhor corpus de direito societário, criando, assim, uma “corrida para o topo”¹⁴³.

Em se tratando da temática analisada por esse trabalho, da adoção do voto plural, é necessário realizar um balanço dos pontos positivos e negativos trazidos por este dispositivo, levando em consideração a atual conjuntura econômica nacional para definir se essa medida tende a fomentar o mercado de capitais nacional, ou a intensificar os abusos contra a classe investidora.

5.5.1 Aspectos positivos

Um traço positivo da adoção do voto plural pela Lei 14.195 foi o aumento da transparência na governança corporativa das empresas brasileiras. Essa característica é fundamental para a construção de um ambiente de negócios confiável e atrativo para os investidores.

Com a implementação do voto plural, as empresas são obrigadas a divulgar de forma clara e detalhada sua estrutura acionária, o que permite aos investidores uma compreensão mais precisa sobre a distribuição de poder dentro da companhia e as implicações dessa estrutura sobre suas decisões de investimento.

Além disso, o voto plural não contraria os princípios do direito societário brasileiro, que já inclui diversos mecanismos que não seguem o dogma de "uma ação, um voto", como observado ao longo do trabalho. Além disso, o voto não é considerado um direito essencial do acionista.¹⁴⁴

Como destacam Bebchuk et al. (2000) a estrutura com duas ou mais classes de ações com poderes de voto díspares é o mecanismo que proporciona o controle efetivo da companhia

¹⁴³ KRAAKMAN, Reinier et al. *A Anatomia do Direito Societário: Uma Abordagem Comparativa e Funcional*. São Paulo: Editora Singular, 2018, p. 67.

¹⁴⁴ LAMY, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhães (coord.). *Direito das Companhias*. 2ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017. p. 581. Disponível em: https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/4270621/mod_resource/content/1/Lamy%20Bulh%C3%B5es%20-%20Direito%20das%20Companhias%20pp.203-319.pdf Acesso em 01/06/2024.

por um acionista minoritário dos direitos de fluxo de caixa mais simples de ser identificado e ter seu desvio calculado.

Isso porque, os outros arranjos societários que viabilizam esse controle, como as estruturas piramidais e estruturas circulares de poder, implicam na síntese de diversas companhias e que a depender do número de empresas intermediárias, envolvem uma complexidade altíssima que torna a mensuração do desvio proporcionado por esse sistema muito menos transparente.

Esses modelos são menos transparentes aos investidores, todavia, são comuns no contexto nacional e amplamente utilizados pelas empresas de grande porte para gerar essa desproporção entre o poder político e patrimonial, além de viabilizar outras vantagens competitivas.

Aliado a isso, Lamy e Pedreira observam que os países onde mais se desenvolveu o mercado de capitais e a economia de mercado são, também, os países em que é dada maior liberdade aos empresários para compor a estrutura de capital e distribuir o direito de voto da forma que julgarem mais conveniente. Essa política propicia uma diversidade de ativos por parte dos investidores.¹⁴⁵

Finalmente, a Lei 14.195 estabelece diversas salvaguardas que visam controlar os possíveis danos decorrentes do modelo de voto plural. Essas balizas normativas se assemelham às adotadas pelos outros países que passaram por alteração de seu corpus societário para legalizar o instituto do voto plural.

A estipulação de um prazo de vigência e o teto máximo de dez votos por ação são diretrizes normativas fundamentais de proteção ao acionista minoritário. A positivação que a remuneração dos executivos deve ser decidida sem o benefício do voto plural é outro avanço significativo para evitar compensações indevidas a esses profissionais. Essas salvaguardas são aplicadas pelas empresas no cenário americano de modo espontâneo, a fim de conter os malefícios provocados por esse modelo, tornando-se amplamente difundidas em razão dos privilégios proporcionados.

O próprio *Council of Institutional Investors* (CII)¹⁴⁶, representante dos investidores institucionais e defensor ferrenho do princípio de "uma ação, um voto", passou a adotar uma

¹⁴⁵ LAMY, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhoes (coord.). *Direito das Companhias*. 2ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017. p. 581. Disponível em: https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/4270621/mod_resource/content/1/Lamy%2C%20Bulh%C3%B5es%20-%20Direito%20das%20Companhias%2C%20pp.203-319.pdf Acesso em 01/06/2024.

¹⁴⁶ CII administra um patrimônio aproximado de cinco trilhões de dólares. Disponível em: <https://www.cii.org/about>. Acesso em 24/05/2024.

postura mais flexível em relação às *dual class shares*. Isso implica no reconhecimento dos benefícios proporcionados por essa estrutura, desde que aplicada em circunstâncias específicas e acompanhada da implementação de diretrizes normativas, ou *sunset provisions*, que limitem os poderes do acionista controlador.¹⁴⁷

5.5.2 Aspectos negativos

A principal justificativa do legislador para incluir esse dispositivo no ordenamento societário brasileiro seria de disponibilizar uma estrutura de controle atrativa para um grupo específico de empreendedores, com influência ativa no desempenho da companhia.

Nesse sentido, a implementação desse modelo tinha como objetivo encorajar a realização de IPOs no cenário nacional, além de mitigar a fuga de capital de empresas locais para o mercado estrangeiro.

Essa alteração legislativa se assemelhou a de outros países, que tiveram que moldar seu *corpus* societário para admitir a figura do voto plural, em ordem de se tornar mais competitivo no cenário internacional. As bolsas de valores de Singapura (SGX) e de Hong Kong (HKEX), são exemplos de mercados de capitais que passaram por alterações legislativas recentes para permitir a criação de classes de ações com voto majorado.

O fator diferencial, é que a adoção desse dispositivo pelos países citados se faz pertinente, uma vez que já se mostram competitivos internacionalmente, diferente do mercado de ativos brasileiro, afetado pelo intervencionismo estatal¹⁴⁸ e pelos altos juros. Comprovação desse cenário, é a fuga massiva de capital estrangeiro presenciada pela B3 nos últimos anos.¹⁴⁹

A própria pesquisa realizada pela *Ace Governance*, trazida ao longo do trabalho, ressalta que foi consenso entre todos os entrevistados o fato que a então ausência do dispositivo do voto plural no direito societário brasileiro não foi a razão preponderante para as empresas nacionais,

¹⁴⁷ ACE GOVERNANCE, 2019. Disponível em: https://www.b3.com.br/data/files/45/02/1F/3D/16ECF6107DF7ACF6AC094EA8/EXTRATO_DA_ANALISE_VOTO_PLURAL.pdf. Acesso em 22/03/2024.

¹⁴⁸ Para completar o quadro, boa parte da desvalorização do Ibovespa decorre de interferência do Governo em empresas de controle estatal, Petrobras e Vale, que em conjunto representam 25% do índice. Um risco, a princípio, atípico, mas que em vista dos discursos e ações do governo podem se tornar recorrentes ou, pelo menos, deixarem de ser inusitados.

Disponível em: <https://valorinveste.globo.com/blogs/hudson-bessa/coluna/nao-ha-surpresa-com-a-saida-dos-investidores-estrangeiros-da-bolsa.ghtml> Acesso em 23/05/2025.

¹⁴⁹ Investimento estrangeiro encolhe 77% na Bovespa. Disponível em: <https://investidor.estadao.com.br/mercado/investimento-estrangeiro-encolhe-na-bolsa-b3/> Acesso 24/05/2024.

como a Xp Investimentos e Arco Educação, optarem por mercados de ativos estrangeiros para realizarem seu IPO.

As empresas brasileiras optaram por essa alternativa por variados motivos de ordem estratégica e financeira. O primeiro e principal é o fato do mercado de capitais americano ter uma liquidez muito maior do que a disponível no Brasil. Essa liquidez é fundamental para que as ações emitidas sejam negociadas de forma mais eficiente e regular, o que, por sua vez, permite maior segurança e atratividade para os investidores.

Os mercados dos Estados Unidos são também conhecidos pela sua robusta infraestrutura regulatória e pelo alto nível de governança corporativa. Isso aumenta a credibilidade e a transparência no olhar dos investidores globais e alavanca a captação de recursos.

Também é essencial a visibilidade internacional concedida a uma listagem nos Estados Unidos e a capacidade expandida das empresas brasileiras de atingirem um mercado mais amplo de investidores institucionais e privados.

Outra vantagem é a diversificação geográfica dos investimentos obtida pelas empresas ao listar seus ativos nas bolsas de valores americanas, o que reduz sua dependência das adversidades econômicas e políticas exclusivas do Brasil e lhes permite atingir uma ampla base de investidores.

Todos esses aspectos resultam na maior precificação dos ativos, satisfazendo um dos objetivos principais das empresas ao realizarem seu IPO, o levantamento de capital e a consequente maximização do valor de negócio. É com base nesses benefícios que as empresas nacionais costumam optar por mercados estrangeiros para realizar sua oferta pública inicial.

Nesse contexto, a oportunidade de adotar uma estrutura acionária de controle com o voto majorado foi apenas uma vantagem adicional e, de forma alguma, constitui o fator preponderante para essa decisão.

Essa mesma conclusão não se aplica aos outros países com um mercado mais consolidado. As tentativas frustradas de realização de IPOs nas bolsas de Singapura (SGX) e Hong Kong (HKEX) pelo Manchester United¹⁵⁰, em 2011, e pela Alibaba¹⁵¹, em 2013, tiveram como principal impasse as regras de listagem desses mercados, que proibiam a estrutura

¹⁵⁰ Manchester United quer US\$ 1 bi com IPO em Cingapura. Disponível em: <https://exame.com/invest/mercados/manchester-united-quer-us-1-bi-com-ipo-em-cingapura/>. Acesso em: 22/04/2024.

¹⁵¹ *Loss of Alibaba IPO spurs calls for reforms of Hong Kong listing rules* Disponível em: <https://www.charltonslaw.com/newsletters/hong-kong-law/en/2014/253/SCMP-loss-of-Alibaba-IPO-calls-for-Hong-Kong-listing-rules-reforms.pdf>. Acesso em: 22/04/2024.

acionária com duas classes de ações com poderes de votos díspares, pretendida pelas companhias.

Em ambos os casos as companhias recorreram a *New York Stock Exchange* (NYSE), devido a sua política menos proibitiva, para realizarem seus IPOs. Contudo, essa diligência preliminar evidencia o interesse dessas empresas pelos mercados de ativos mencionados, fundamentando a demanda desses mercados por esse arranjo societário, em face da perda de capital observada.

Assim, ao contrário do cenário brasileiro, grande parte dos mercados que flexibilizaram suas regras de listagem para implementar essa inovação possuíam fortes demandas internas e externas por esse modelo acionário.

Ainda existe a possibilidade de que a disseminação dessa estrutura resulte em um aumento dos abusos contra os acionistas minoritários. Conforme analisado ao longo deste trabalho, esses acionistas são particularmente vulneráveis a práticas abusivas devido à concentração acionária e aos vastos benefícios de controle, características marcantes do cenário brasileiro.

Este cenário pode ser justificado por dois motivos principais. Em primeiro lugar, porque essas estruturas acionárias não oferecem aos acionistas minoritários ferramentas eficazes de controle, tornando quase inviável o monitoramento efetivo das ações dos acionistas controladores.

Por último, conforme o desvio entre o poder político e os direitos de fluxo de caixa da companhia, o acionista majoritário pode não ter grandes incentivos para valorizar os ativos da empresa, uma vez que os retornos financeiros seriam mínimos. Esse arranjo poderia, assim, incentivar práticas abusivas por parte do acionista controlador, que se aproveitaria de sua posição de controle para obter benefícios privados de poder, possivelmente às custas dos acionistas minoritários, tornando esse cargo economicamente satisfatório.

Essa limitada participação nos retornos financeiros pode ainda induzir o acionista controlador a adotar comportamentos imprudentes, pois ele necessitaria de retornos elevados para justificar sua posição economicamente, e eventuais prejuízos seriam mínimos.

6 CONCLUSÃO

Desse modo, é notável a preocupação do legislador em enquadrar o corpus societário brasileiro com as exigências internacionais do mercado de ações, a fim de torná-lo mais competitivo internacionalmente.

A introdução do voto plural pelo ordenamento brasileiro pretende atender a demanda de empreendedores, que necessitam de capital para alavancar suas operações, porém não estão dispostos a dismantelar sua posição de controle na companhia para atingir esse objetivo.

No entanto, a mera incorporação desse dispositivo, apesar de flexibilizar as normas de listagem no mercado de capitais nacional, não resolverá os problemas econômicos elementares que afastam o investimento estrangeiro da B3 e levam as grandes empresas brasileiras a escolherem mercados de capitais estrangeiros para realizar sua oferta pública.

Isso porque o motivo preponderante para as empresas nacionais mencionadas optarem por realizar seus IPOs no mercado americano é a maior precificação de seus ativos e, conseqüentemente, uma maior capitalização. Assim, ainda que a legislação brasileira vigente na época permitisse o voto plural, a opção pelo mercado estrangeiro permaneceria como a mais vantajosa.

Aliado a isso, tem-se a possibilidade da implementação desse dispositivo aumentar os abusos contra a classe acionista, agravando ainda mais a aversão internacional pelo mercado de capitais brasileiro, principalmente pelos investidores institucionais.

Isso porque, a estrutura de poder proporcionada pelo voto plural ao permitir um elevado desvio entre o poder político e o capital social detido, gera uma discrepância entre os interesses do acionista controlador e a classe acionista como um todo. Isso é agravado, pelo fato do acionista controlador poder obter mais vantagens econômicas dos benefícios privados de controle do que da valorização dos ativos da empresa, especialmente se sua participação no capital social da companhia for reduzida.

Entretanto, é imperioso enfatizar a cautela da legislação nesse aspecto, ao impor a observância de uma série de diretrizes normativas pelas companhias que pretendem instituir classes de ações com voto plural. A estipulação dessas salvaguardas visa resguardar os interesses dos acionistas minoritários, mitigando os potenciais impactos negativos resultantes do controle do poder político pelos acionistas controladores nessas estruturas.

De todo modo, a positivação do voto plural pelo Art. 110-A da Lei das S.A, através da Lei n. 14.195, pode ser considerada um avanço para o ordenamento societário brasileiro, especialmente pela forma como se deu, em consonância com o modelo adotado

internacionalmente. No entanto, é importante enfatizar que a simples implementação do voto plural não será suficiente para tornar a Bolsa de Valores do Brasil, a B3, mais competitiva globalmente.

REFERÊNCIAS

Aldrighi e Mazzer Neto. Evidências sobre as Estruturas de Propriedade de Capital e de Voto das Empresas de Capital Aberto no Brasil, 2007. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/rbe/a/tYrRpvSWBjYLJgRd3766JgD/?lang=pt&format=pdf>. Acesso em: 22/03/2024.

B3. Art. 8º do Regulamento do Novo Mercado. “A companhia deve ter seu capital social dividido exclusivamente em ações ordinárias”. Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/estrutura-normativa/listagem/. Acesso em: 22/03/2024.
B3.

Extrato da análise internacional e repercussão no mercado brasileiro da expansão da adoção de estruturas com duas ou mais classes de ações com direitos de voto diferenciados (DCS). b3.com.br. Disponível em: http://www.b3.com.br/data/files/45/02/1F/3D/16ECF6107DF7ACF6AC094EA8/EXTRATO_DA_ANALISE_VOTO_PLURAL.pdf. Acesso em: 03/02/2024.

BAINBRIDGE, Stephen M. The Short Life and Resurrection of SEC Rule 19c-4. Washington University Law Quarterly. St. Louis, v. 69, n. 2, p. 565-634, jan. 1991. Disponível em: <https://journals.library.wustl.edu/lawreview/article/id/5420/>. Acesso em: 07/03/2024.

BAINBRIDGE, Stephen M., Understanding Dual Class Stock Part I: An Historical Perspective. 2017. Disponível em: <https://www.professorbainbridge.com/professorbainbridgecom/2017/09/understanding-dualclass-stock-part-i-an-historical-perspective.html>. Acesso em: 07/03/2024.

BEBCHUK, L. A., 1999. A Rent Protection Theory of Corporate Ownership and Control. National Bureau of Economic Research, Working Paper 7203, pp.1-37. Disponível em: <http://www.nber.org/papers/w7203>. Acesso em: 20/03/2024.

BEBCHUK, Lucian; KASTIEL, Kobi. THE UNTENABLE CASE FOR PERPETUAL DUAL-CLASS STOCK, 2017. Disponível em: <file:///C:/Users/Administrador/Downloads/ssrn-2954630.pdf>. Acesso em: 25/02/2024.

BEBCHUK, Lucian; KRAAKMAN, Reiner; TRIANTIS, George, Stock Pyramids, Cross-Ownership and Dual Class Equity: The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control from Cash-Flow Rights, in Concentrated Corporate Ownership, Randall K. Morck, editor, Chicago: University of Chicago Press, 2000. Disponível em: <http://www.law.harvard.edu/faculty/bebchuk/pdfs/2000.Bebchuk-Kraakman-Triantis.Stock.Pyramids.pdf>. Acesso em: 06/04/2024

BERLE, Adolf; MEANS, Gardiner. The modern corporation and private property. Transaction Publishers, 1967. p. 7. Disponível em: https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/197990/mod_resource/content/1/DCO0318_Aula_0_-_Berle_Means.pdf. Acesso em: 29/03/2024.

BESSA, Hudson. Não há surpresa com a saída dos investidores estrangeiros da bolsa, Valor Investe, 2024. Disponível em: <https://valorinveste.globo.com/blogs/hudson-bessa/coluna/nao-ha-surpresa-com-a-saida-dos-investidores-estrangeiros-da-bolsa.ghml>. Acesso em 30/04/2024.

BIASE, Nicholas; JANSEN, Ana. O Voto Plural Brasileiro na Lei nº 6.404/76, 2022. Disponível em: <https://moreiramenezes.com.br/wp-content/uploads/2022/09/Revista-Brasileira-de-Direito-Comercial-no-48-ago-set-2022-Art.3.pdf>. Acesso em: 27/03/2024.

BLANCHET, Richard; MOUTA, Flávia. Governança Corporativa, Voto plural: valerá a pena adotar, 2021. Disponível em: [Cobertura-Conexao-Voto-plural.pdf](#). Acesso em: 22/02/2024.

BORTOLON, Patrícia. Porque as empresas brasileiras adotam estruturas piramidais de controle, Revista Base da UNISINOS, 2013. Disponível em: <https://www.redalyc.org/journal/3372/337228653001/html/#:~:text=Resumo%3A%20Estruturas%20piramidais%20de%20controle,as%20motiva%C3%A7%C3%B5es%20da%20sua%20ado%C3%A7%C3%A3o>. Acesso em 03/04/2024.

BRASIL. Câmara dos Deputados. Legislação Informatizada - Decreto nº 21.536, de 15 de junho de 1932 - Publicação Original. Art. 1º, §4º: É vedado o voto plural. Disponível em:

<https://www2.camara.leg.br/legin/fed/decret/1930-1939/decreto-21536-15-junho-1932-517361-publicacaooriginal-1-pe.html>. Acesso em: 03/04/2024.

BRASIL. Câmara dos Deputados. Projeto de Lei nº 10.736 de 14 de agosto de 2018. Acrescenta o art. 110-A à Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, de modo a autorizar a atribuição de voto plural a uma única classe de ações, e dá outras providências. Congresso Nacional. Medida Provisória nº 1040, de 2021. Disponível em: <https://www.congressonacional.leg.br/materias/medidas-provisorias/-/mpv/147864>. Acesso em: 15/02/2024.

BRASIL. Lei nº 14.195, de 26 de agosto de 2021. Dispõe sobre a facilitação para abertura de empresas e dá outras providências. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2021/lei/L14195.htm. Acesso em: 03/03/2024.

BRASIL. Câmara dos Deputados. Proposta de Emenda nº 17 à Medida Provisória nº 1.040/2021. Brasília, DF: Câmara dos Deputados, 2021. Disponível em: <https://www.congressonacional.leg.br/materias/medidasprovisorias/-/mpv/147864>. Acesso em: 30/02/2023.

BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/16404consol.htm. Acesso em: 19/02/2024

CFA INSTITUTE. Dual-Class Shares the good, the bad, and the ugly. cfainstitute.org. 2018. Disponível em: <https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/survey/apac-dual-classshares-survey-report.ashx>. Acesso em: 30/03/2024.

CFA INSTITUTE. Uma avaliação de “*dual class shares*” no Brasil. Um estudo da reforma do novo mercado. cfa society brazil, 2017. Disponível em: https://www.amecbrasil.org.br/wp-content/uploads/2017/05/Portuguese_Final_CFA_Amec.pdf. Acesso em 01/02/2024.

COSTA E SILVA, A avaliação de programas públicos: reflexões sobre a experiência brasileira. Brasília: Ipea, 2002.

DEAL POINT DATA. Dual Class Sunsets. Disponível em: https://www.dealpointdata.com/res/dpd_dual_class_sunset_20220413.pdf. Acesso em: 29/03/2024.

EIZIRIK, Nelson. A Lei das S/A Comentada. 2ª ed. v. 1. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

EZAME. Manchester United quer US\$ 1 bi com IPO em Cingapura, 2011. Disponível em: <https://exame.com/invest/mercados/manchester-united-quer-us-1-bi-com-ipo-em-cingapura/>. Acesso em: 22/04/2024.

FAIRCHILD, Richard; PAULIN, Alma. FLOW RIGHTS IN EMERGING ECONOMIES: THEORY AND MEXICAN EVIDENCE, 2007. Disponível em: https://virtusinterpress.org/IMG/pdf/10-22495_cocv5i1p4.pdf. Acesso em: 01/03/2024.

GOMPERS; ISHII; METRICK, incentives vs. Control: An Analysis of U.S. Dual-Class Companies, 2004. Disponível em: https://www.nber.org/system/files/working_papers/w10240/w10240.pdf Acesso em: 05/03/2024.

GORGA, É. Direito societário atual. Rio de Janeiro: Elsevier, 2013. Disponível em: <file:///C:/Users/Administrador/Downloads/GORGA.%20Direito%20Societ%C3%A1rio%20Atual.pdf>. Acesso em: 27/03/2024

GOSHEN, Zohar; HAMDANI, Assaf. Corporate control and idiosyncratic vision. Yale Law Journal, New Haven, v. 125, n. 3, p. 563-617, 2016. Disponível em: https://www.yalelawjournal.org/pdf/a.560.Goshen-Hamdani.617_jr2ezn12.pdf. Acesso em: 13/02/2024.

HENDRIKSEN, Eldon S.; VAN BREDA, Michael F. Teoria da contabilidade. 5. ed. São Paulo: Atlas, 1999.

KOSMAS, Papadopoulos, Institutional Shareholder Services, Dual Class Shares: Governance Risks and Company Performance, Harv. L. Sch. F. on Corp. Governance, 2019. Disponível em:

<https://corpgov.law.harvard.edu/2019/06/28/dual-class-shares-governance-risks-and-company-performance>. Acesso em: 29/03/2024.

KRAAKMAN, Reiner et. al. A anatomia do direito societário: Uma abordagem comparada e funcional. Trad. Mariana Pargendler. São Paulo: Singular, 2018.

LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). Direito das Companhias. 2ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

LOPES, A.B.; MARTINS, E. Teoria da contabilidade: uma nova abordagem. São Paulo: Atlas, 2007.

MACHADO, Meyer. O voto plural e suas salvaguardas, 2021. Disponível em: <https://www.machadomeyer.com.br/pt/inteligencia-juridica/publicacoes-ij/m-a-e-private-equity-ij/o-voto-plural-e-suas-salvaguardas#:~:text=A%20sunset%20clause%20pode%20ser,plural%20%C3%A9%20permi tida%20na%20companhia>. Acesso em: 01/02/2024.

MAGALHÃES, Daniel. Voto plural à brasileira: um verdadeiro "antes feito que perfeito", 2022. Disponível em: <https://www.migalhas.com.br/depeso/357720/voto-plural-a-brasileira-um-verdadeiro-antes-feito-que-perfeito>. Acesso em 08/02/2024.

OXERA. Introducing competition between stock exchanges: the costs and benefits. Disponível em: <https://www.oxera.com/wp-content/uploads/2018/03/Introducing-competition-between-stock-exchanges.pdf>. Acesso em 21/02/2024.

PEREIRA, Jorge. A dupla face da regulação do voto plural na sociedade anônima, 2022. Disponível em: <https://repositorio.ucp.pt/bitstream/10400.14/40050/1/101720980.pdf>. Acesso em: 25/03/2024.

SOUTH CHINA MORNING POST. Loss of Alibaba IPO spurs calls for reforms of Hong Kong listing rules, 2013. Disponível em: <https://www.charltonslaw.com/newsletters/hong-kong-law/en/2014/253/SCMP-loss-of-Alibaba-IPO-calls-for-Hong-Kong-listing-rules-reforms.pdf>. Acesso em: 22/04/2024.

SUN, Leo. If You'd Invested \$5,000 in Alibaba in 2014, This Is How Much You Would Have Today, 2021. Disponível em: [https://www.nasdaq.com/articles/if-you-d-invested-\\$5000-in-alibaba-in-2014-this-is-how-much-you-would-have-today#:~:text=Alibaba%20\(NYSE%3A%20BABA\)%2C,largest%20U.S.%20IPO%20in%20history](https://www.nasdaq.com/articles/if-you-d-invested-$5000-in-alibaba-in-2014-this-is-how-much-you-would-have-today#:~:text=Alibaba%20(NYSE%3A%20BABA)%2C,largest%20U.S.%20IPO%20in%20history). Acesso em: 22/02/2024.

TELLECHEA, Rodrigo. Autonomia privada no direito societário. São Paulo: Quartier Latin, 2016.

TRINDADE, Marcelo. Em meio ao caos, o voto plural. Disponível em: <https://valorinveste.globo.com/blogs/marcelo-trindade/coluna/em-meio-ao-caos-o-votoplural.ghtmlpr>. Acesso em: 25/02/2024.

VICTER, Renata. Ações preferenciais e problemas de agência – análise do caso das ações superpreferenciais da Azul, Revista do BNDES, 2017. Disponível em: https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/13855/1/RB%2048%20A%3%A7%3%B5es%20preferenciais%20e%20problemas%20de%20ag%3%AAncia%20%E2%80%93%20an%3%A1lise%20do%20caso%20das%20a%3%A7%3%B5es%20superpreferenciais%20da%20Azul_P_BD.pdf. Acesso em: 22/02/2024.

WISE, David. *NYSE Ends 'One-Share, One-Vote' Rule*, 1986. Disponível em: <https://www.washingtonpost.com/archive/business/1986/07/04/nyse-ends-one-share-one-vote-rule/a6808ded-3e71-4dcf-b6aa-5445121baeb1/>. Acesso em: 22/03/2024.

WILLE; RUARO. Breves comentários de Direito comparado acerca da multiplicação do poder de voto por ação nas Sociedades Anônimas Francesas e Brasileiras, 2023. Disponível em: <https://ojs.focopublicacoes.com.br/foco/article/view/2305/1451>. Acesso em 24/04/2024.

ZHI, Lin. *Sunset Clause in the Dual Class Share Structure*, Journal of Economics, Business and Management, 2022. Disponível em: <https://www.joebm.com/vol10/679-RJ0035.pdf>
Acesso em: 30/04/2024.