

LÍGIA PADOVANI CASTELA

**Ações preferenciais: os impactos na governança corporativa e sua exclusão
do Novo Mercado da B3**

Dissertação de Mestrado

Orientador: Professor Mauro Rodrigues Penteadó

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

FACULDADE DE DIREITO

São Paulo

2019

LÍGIA PADOVANI CASTELA

**Ações preferenciais: os impactos na governança corporativa e sua exclusão
do Novo Mercado da B3**

Dissertação apresentada à Banca Examinadora do Programa de Pós-Graduação em Direito, da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, como exigência parcial para obtenção do título de Mestre em Direito, na área de concentração Direito Comercial, sob a orientação do Professor Associado Doutor Mauro Rodrigues Penteado.

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE DIREITO

São Paulo

2019

Catálogo na Publicação
Serviço de Processos Técnicos da Biblioteca da
Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo

Castela, Lígia Padovani

Ações preferenciais: os impactos na governança corporativa e sua exclusão do Novo Mercado da B3 / Lígia Padovani Castela. -- São Paulo, 2019.

108 p. ; 30 cm.

Dissertação (Mestrado) – Programa de Pós-Graduação em Direito, Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2019.

Orientador: Mauro Rodrigues Penteado.

1. Ações preferenciais. 2. Uma ação, um voto. 3. Governança corporativa. 4. Proporcionalidade. Controle. I. Penteado, Mauro Rodrigues, orient. II. Título.

FOLHA DE AVALIAÇÃO

Nome: Castela, Lígia Padovani.

Título: Ações Preferenciais: os impactos na governança corporativa e sua exclusão no Novo Mercado da B3.

Dissertação apresentada à Faculdade de
Direito da Universidade de São Paulo para
a obtenção do título de Mestre em Direito
Comercial

Aprovado em:

Banca Examinadora

Prof. Dr.: _____
Instituição: _____
Julgamento: _____
Assinatura: _____

Prof. Dr.: _____
Instituição: _____
Julgamento: _____
Assinatura: _____

Prof. Dr.: _____
Instituição: _____
Julgamento: _____
Assinatura: _____

AGRADECIMENTOS

Ao meu querido esposo Fernando por sua compreensão, incentivo e incansável apoio ao longo do período de elaboração deste trabalho.

Aos meus queridos pais Reinaldo e Regina pela educação e por toda a dedicação e abdicção ao longo de suas vidas, para que fosse possível eu chegar até aqui e concluir este mestrado.

Ao meu ilustre professor e orientador Mauro Rodrigues Penteado, pela oportunidade de realização deste curso de mestrado e por seus irreparáveis ensinamentos e contribuições para meu desenvolvimento intelectual.

Ao meu mentor, Francisco Costa e Silva, que nos anos de convivência, muito me ensinou, e contribuiu para o desenvolvimento deste trabalho e para meu crescimento profissional.

RESUMO

Castela, Lígia Padovani. **Ações preferenciais: os impactos na governança corporativa e sua exclusão do Novo Mercado da B3.** 2019. 108 páginas. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2019.

O presente trabalho tem por objetivo: (i) sustentar a ideia de que as ações preferenciais têm seu espaço, importância e público; e a partir de uma análise crítica do conceito “uma ação, um voto” e da análise das diversas estruturas societárias utilizadas pelas companhias, (ii) demonstrar que as ações preferenciais exercem função muito relevante e, se bem utilizadas, podem se tornar indispensáveis para garantir o bom desempenho das companhias, inclusive do ponto de vista da governança corporativa, considerando os diversos interesses envolvidos nas sociedades anônimas. Dessa forma, eventual desalinhamento de interesses entre o controlador e os investidores (ou entre os acionistas e a administração nos mercados de valores mobiliários em que predominam companhias com capital disperso) deve ser devidamente precificado pelo mercado, sem prejuízo do exercício da fiscalização e punição dos acionistas e administradores pelos órgãos reguladores, em caso de eventuais descumprimentos de seus deveres legais. Para o desenvolvimento e conclusão deste trabalho, colhe-se dados de métodos dedutivos utilizados nos primeiros Capítulos e os aproveita por método indutivo, partindo para a análise dos dois casos selecionados, bastante ricos em informações e experiências, para a elucidação do tema.

Palavras-chave: Ações preferenciais. Uma ação, um voto. Governança corporativa. Proporcionalidade. Controle.

ABSTRACT

Castela, Lígia Padovani. **Preferred shares: the impacts on the corporate governance and its exclusion from the Novo Mercado of B3**. 2019. 108 pages. Degree (Master) – Faculty of Law, University of São Paulo, São Paulo, 2019.

This paper aims to: (i) support the idea that preferred shares have their space, importance and public; and based on a critical analysis of the “one share, one vote” concept and considering the analysis of the various corporate structures used by the companies, (ii) demonstrate that preferred shares play a very important role and, if well used, may become indispensable for ensure the good performance of companies, including from the corporate governance point of view, considering the various interests involved in corporations. Therefore, any misalignment of interests between the controlling shareholder and investors (or between shareholders and management in capital markets where companies with dispersed capital predominate) should be duly priced by the market, without prejudice to the exercise of supervision and punishment of shareholders and management by the regulatory agencies, in case of possible non-compliance with their legal duties. For the development and conclusion of this work, data are collected from the deductive methods used in the first chapters and used them by inductive method, starting with the analysis of the two selected cases, rich in information and experiences, to elucidate the topic.

Key-words: Preferred shares. One share, one vote. Corporate governance. Proportionality. Control.

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	9
CAPÍTULO I - O PRINCÍPIO DA PROPORCIONALIDADE: O IMPACTO DAS AÇÕES PREFERENCIAIS SEM DIREITO DE VOTO NO DIREITO SOCIETÁRIO BRASILEIRO	12
2 O PRINCÍPIO DA PROPORCIONALIDADE ENTRE O PODER POLÍTICO E O PRIVILEGIO ECONÔMICO	14
2.1 BREVE CONTEXTO HISTÓRICO BRASILEIRO.....	16
2.2 UMA AÇÃO – UM VOTO (“ONE SHARE – ONE VOTE”): JUSTIFICATIVAS E SIGNIFICADO.....	17
3 A IGUALDADE ENTRE OS ACIONISTAS	23
CAPÍTULO II - ESTRUTURA DO CAPITAL SOCIAL DAS SOCIEDADES POR AÇÕES: A CHAMADA COMPOSIÇÃO POR “DUAS ESPÉCIES DE AÇÕES” (“DUAL CLASS”)	24
4 FORMAS DE ORGANIZAÇÃO DA ESTRUTURA DO CAPITAL SOCIAL NAS SOCIEDADES POR AÇÕES.....	25
4.1 O CONCEITO “DUAL CLASS”	27
5 UMA VISÃO GERAL SOBRE A UTILIZAÇÃO DA ESTRUTURA “DUAL CLASS”	30
5.1 O MODELO AMERICANO: AS SUPER-AÇÕES	31
5.2 O MODELO EUROPEU	37
6 AÇÕES PREFERENCIAIS: CONSIDERAÇÕES INICIAIS E TRAJETÓRIA LEGISLATIVA	43
6.1 AS FUNÇÕES DAS AÇÕES PREFERENCIAIS	50
6.1.1 <i>A função econômica das ações preferenciais</i>	52
6.1.1.1 As vantagens econômicas superiores das ações preferenciais sem direito de voto - as superpreferenciais	54
7 OS DESVIOS PERPETRADOS PELO USO DAS AÇÕES PREFERENCIAIS SEM DIREITO DE VOTO.....	57
CAPÍTULO III - AS AÇÕES PREFERENCIAIS E A GOVERNANÇA CORPORATIVA	59
8 UMA VISÃO GERAL SOBRE A GOVERNANÇA CORPORATIVA	60
8.1 A B3 E SEUS NÍVEIS DIFERENCIADOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA	62
8.1.1 <i>Conceito e Requisitos do Novo Mercado</i>	63
8.1.1.1 A inspiração no Neuer Markt alemão	66

8.2 A RELAÇÃO ENTRE AS AÇÕES PREFERENCIAIS E O RATING DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. OS IMPACTOS NA PERFORMANCE FINANCEIRA DAS COMPANHIAS	68
9 AS ESTRUTURAS SOCIETÁRIAS E O (DES)ALINHAMENTO DE INTERESSES DOS ACIONISTAS	71
CAPÍTULO IV - A REVALORIZAÇÃO DO PAPEL E A UTILIZAÇÃO SOFISTICADA DAS AÇÕES PREFERENCIAIS	75
10 A CRIAÇÃO DE VALOR ATRAVÉS DA ESTRUTURA “DUAL CLASS”	77
11 O CASO AZUL E A ATUAÇÃO DA CVM.....	80
11.1 BREVE DESCRIÇÃO DOS FATOS.....	80
11.2 INTERPRETAÇÃO HISTÓRICA VS. INTERPRETAÇÃO SISTEMÁTICA DA LEI DAS SOCIEDADES POR AÇÕES (O ENTENDIMENTO DA CVM).....	85
12 O CASO ALIBABA GROUP HOLDING LIMITED E A BOLSA DE HONG KONG	89
13 ADEQUAÇÃO DO ORDENAMENTO JURÍDICO À REALIDADE ECONÔMICA.....	92
14 CONCLUSÃO	95
REFERÊNCIAS	98
ANEXO A – Exemplos de Estruturas de Capital Social.....	107

1 INTRODUÇÃO

Não é de hoje que discussões envolvendo as ações preferenciais movimentam as ondas de reforma da Lei nº 6.404, de 15.12.1976 (Lei das S.A.).

O uso abusivo das ações preferenciais sem direito de voto e as práticas empresariais censuráveis fizeram com que elas passassem a ser mal vistas pelos participantes do mercado, resultando na valorização do lema “uma ação, um voto”, em manifesta aversão às ações preferenciais.

No Brasil, a evolução (ou retrocesso) da legislação a respeito do tema seguiu este raciocínio e, a partir de 2001, com a redação dada pela Lei nº 10.303 ao parágrafo 2º, do artigo 15 da Lei das S.A., a emissão de ações preferenciais ficou limitada a 50% (cinquenta por cento) do total das ações emitidas pelas sociedades anônimas.

No mesmo sentido, a bolsa de valores brasileira – B3 – Brasil, Bolsa, Balcão¹, em razão da contaminação negativa gerada pelas operações abusivas e influenciada pelo *Neuer Markt* alemão², criou o segmento especial de listagem de companhias abertas para negociação de valores mobiliários, denominado Novo Mercado, que exclui a negociação de ações preferenciais.

Vale ressaltar que dentre os níveis diferenciados de governança corporativa da B3 – Brasil, Bolsa, Balcão, a adesão ao Novo Mercado é a mais desejada pelas sociedades já que, em tese, garante um ambiente de negociação que estimula, simultaneamente, o interesse dos investidores (com maior liquidez das ações) e a valorização da companhia. E não foram poucas as grandes

¹ A B3 – Brasil, Bolsa, Balcão é a atual denominação jurídica da BM&FBovespa - Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros, após a fusão com a CETIP S.A. - Mercados Organizados, conforme fato relevante divulgado no site da Comissão de Valores Mobiliário (CVM) em 22 de março de 2017. Disponível em: <<http://siteempresas.bovespa.com.br/consbov/ArquivoComCabecalho.asp?motivo=&protocolo=553289&funcao=visualizar&Site=C>>. Acesso em: 18 set. 2017.

² Cf. obra apoiada pela revista Capital Aberto: “*Segmento diferenciado da bolsa de valores alemã com regras de governança e transparência mais rígidas que serviu de referência à equipe contratada pela Bovespa para reinventar o “produto-ação” no Brasil, no início de 1999*”. (AZEVEDO, Simone. *10 anos de novo mercado: a história da ousadia que transformou o mercado de capitais brasileiro e seus desafios para o futuro*. São Paulo: Saint Paul, 2012. p. 34-35).

companhias que fizeram a conversão de suas ações preferenciais em ordinárias e aderiram ao Novo Mercado para lançarem suas ações no mercado³.

O Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), igualmente, recomenda que exceções à regra “uma ação, um voto” sejam evitadas.

Por sua vez, o Código Brasileiro de Governança Corporativa – Companhias Abertas, resultado do trabalho conjunto de 11 (onze) entidades do mercado de capitais, lançado em 16 de novembro de 2016, adota o princípio de que cada ação deve dar direito a um voto, sob o fundamento de que “Estruturas acionárias aderentes ao princípio ‘uma ação, um voto’ promovem o alinhamento de interesses entre todos os acionistas, ao fazer com que o poder político, representado pelo direito de voto, seja proporcional aos direitos econômicos atribuídos às ações”.⁴

E a Comissão de Valores Mobiliários Brasileiro (CVM), sedimentando o assunto, editou a Instrução CVM 586, de 8 de junho de 2017 (alterando a Instrução CVM 480, que dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados), cuja principal inovação consiste na incorporação do dever das companhias abertas, registradas na categoria A, de divulgar informações sobre a aplicação das práticas de governança previstas no Código Brasileiro de Governança Corporativa – Companhias Abertas, em um modelo “pratique ou explique”, ou seja, caso o capital social das companhias seja composto por ações ordinárias e preferenciais, elas devem justificar ao mercado as razões de sua utilização e eventuais mecanismos adotados para mitigar a assimetria de direitos políticos e econômicos.

³ Entre elas é possível citar grandes companhias como Embraer, Tim e Perdigão (atual BR Foods).

⁴ INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA – IBGC (Coord.). *Código Brasileiro de Governança Corporativa: Companhias Abertas / Grupo de Trabalho Interagentes*. São Paulo: IBGC, 2016. Disponível em: <http://www.ibgc.org.br/userfiles/files/2014/files/Codigo_Brasileiro_de_Governanca_Corporativa_Companhias_Abertas.pdf>. Acesso em: 8 jul. 2018. p. 19.

O fato é que a visão negativa sobre as ações preferenciais e o entendimento de que elas não são um “bom negócio” parecem ter se alastrado pelo mercado, se materializando mundo afora.

No Brasil, o caso paradigmático da Azul S.A. submetido à CVM e que será analisado ao longo do presente estudo, porém, dá sinais de que o princípio uma ação, um voto - como a melhor forma de garantir a “igualdade” de direitos dos acionistas - começa a ser questionado.

A estrutura acionária de “superpreferencial” criada pela companhia aérea foi aprovada pela Autarquia com o fundamento de que tal proposta seria, até mesmo, mais transparente e mais direta do que a maioria dos outros mecanismos de dissociação entre poder político e contribuição econômica presentes no Brasil⁵.

Outros casos ao redor do mundo como das empresas de tecnologia norte-americanas Facebook, Google Inc., Snapchat e da empresa chinesa de e-commerce varejista Alibaba são, igualmente, bons exemplos de que a força e estabilidade dos controladores ou fundadores no poder é o que garante o investimento nessas companhias, muito longe de ser considerado algo perverso para a sua governança corporativa.

Dessa forma, é importante a análise - que será feita a seguir - da “sombra” que paira hoje no mercado sobre as ações preferenciais e da estrutura da composição acionária proposta por determinadas companhias, a fim de demonstrar que as ações preferenciais podem exercer função muito relevante e, se bem utilizadas, podem se tornar indispensáveis para garantir o bom desempenho das companhias, inclusive no processo de desenvolvimento da governança corporativa.

⁵ A esse respeito vide declaração de voto da ex-diretora da CVM - Luciana Dias no Processo CVM n.º RJ2013/5993 (Reg. Col. n.º 8923/2013), no julgamento do recurso interposto pela Azul S.A. contra indeferimento de Pedido de Registro Inicial de Emissor de Valores Mobiliários - Categoria A - Sem Oferta Concomitante. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0010/8923-3.pdf>>. Acesso em: 08 jul. 2018.

14 CONCLUSÃO

O movimento tendente à abolição de ações sem direito de voto ou com votos múltiplos ou diferenciados é grande e conta com o apoio de inúmeros e relevantes grupos de investidores institucionais, juristas, órgãos reguladores e bolsas de valores ao redor do mundo.

No Brasil, as ações preferenciais sem direito de voto foram desvirtuadas de sua finalidade original com a verificação de abusos cometidos por parte de empreendedores-controladores das companhias. Tal fato resultou em reformas na Lei das S.A. na tentativa de dar maior garantia aos participantes da sociedade que são meros investidores e atribuir vantagens econômicas efetivas como forma de compensação pelo não exercício do poder político.

No entanto, a prática empresarial e a dinamicidade e realidade do mercado de capitais demonstraram, mais uma vez, a simpatia pela estrutura *dual class* de ações como forma de organização do capital social das companhias. O sucesso das últimas ofertas públicas de ações (IPOs) lançadas ao redor do mundo, tais como das empresas Facebook, LinkedIn, Alibaba, Groupon e Snap é capaz de comprovar isso.

Esses são bons exemplos de que a força e estabilidade dos controladores-fundadores no poder é o que garante o investimento nessas companhias, muito longe de ser considerado algo perverso para a sua governança corporativa.

Após uma forte onda de repressão e rejeição das ações sem direito de voto ou com votos múltiplos, o mercado de capitais começa a acenar no sentido de não compactuar com o seu desaparecimento e mostra que a concentração do direito de voto pode ser determinante para o sucesso e prosperidade de determinadas companhias; beneficiando a todos, inclusive aos investidores que não estão interessados em participar da gestão da companhia, mas primariamente em valorizar suas ações e receber os dividendos a que têm direito.

A criação de valor com a utilização desse instrumento pelas companhias justifica a sua repaginação e utilização repensada, sempre que

necessário para afastar as distorções criadas pelos participantes do mercado. O mundo empresarial evolui, é dinâmico, influenciado por condições políticas e econômicas que se alteram o tempo todo e é importante que haja diversidade de instrumentos e flexibilidade de mecanismos de investimento para garantir o sucesso e prosperidade das companhias, especialmente em um mercado ainda em desenvolvimento como o brasileiro.

É preciso cuidado com a simples afirmação feita pelos apoiadores do princípio uma ação, um voto de que ações preferenciais sem direito de voto não estão alinhadas às melhores práticas de governança corporativa. Como demonstrado ao longo deste trabalho, não há base empírica incontestada para tal assertividade.

Deve-se observar que mesmo titulares de ações ordinárias, se não integrarem o bloco de controle em uma companhia, estarão na mesma posição dos acionistas investidores titulares de ações sem direito de voto, pois dificilmente conseguirão fazer prevalecer seu voto em qualquer deliberação da companhia. Nesse caso, o poder político, representado pelo direito de voto, é proporcional aos direitos econômicos derivados da propriedade das ações ordinárias, conforme defendido pelo princípio uma ação, um voto, mas sem qualquer presunção de utilidade para tal voto.

Nesse contexto, cada participante deve exercer o seu devido papel: (a) ao legislador compete regulamentar as características e vantagens patrimoniais mínimas atribuídas às ações preferenciais sem direito de voto, para que as companhias possam utilizá-las da forma que lhes convier, a fim de estabelecer uma estrutura ótima, inclusive do ponto de vista da governança corporativa; (b) ao mercado cabe a precificação de um potencial desalinhamento de interesses entre o acionista controlador e os investidores (no Brasil ou nos mercados em que predomina o controle concentrado) em razão da estrutura acionária das companhias; (c) aos órgãos reguladores compete a fiscalização do devido cumprimento da lei e dos deveres e responsabilidades dos acionistas controladores e dos administradores por ela previstos para garantir que abusos sejam punidos; e, por fim, (d) aos administradores e controladores das companhias, conforme o caso,

compete a tomada de decisões relacionadas ao modelo de estruturação de capital social levando em consideração suas necessidades, interesses e expectativas de negócio.

Por fim, não há uma fórmula ou arranjo único que deva ser adotado pelas companhias capaz de garantir o desenvolvimento de um mercado saudável. Os exemplos de companhias bem-sucedidas (inclusive do ponto de vista de governança corporativa) que adotam a estrutura *dual class* apresentados ao longo deste trabalho, evidenciam que uma certa dose de flexibilidade e o uso sofisticado das ações preferenciais (ou que permitem o voto plural) pode ser uma boa forma de garantir o fortalecimento do mercado de capitais no Brasil ou no exterior, conforme o caso.

REFERÊNCIAS

AZEVEDO, Simone. *10 anos de novo mercado: a história da ousadia que transformou o mercado de capitais brasileiro e seus desafios para o futuro*. São Paulo: Saint Paul, 2012.

BARBOSA, Henrique Cunha. *Tracking Stocks – Ações Preferenciais e Dividendos Prioritários no Direito Brasileiro*. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

BEBCHUK, L.; KASTIEL, K. The Untenable Case for Perpetual Dual-Class Stock, *Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*, 24 April 2017. Disponível em: <<https://poseidon01.ssrn.com/delivery.php?ID=282093115122108084123115097010095069019088031054017090087071094000084096066000068103023026019052022005116113125086104067112106011066028011020099086124116093098022018064089096125068098015007094126095117006090022084064071084066007005118086016123067&EXT=pdf>>. Acesso em: 1 maio 2017.

BERLE, Adolph A.; MEANS, Gardiner C. *The Modern Corporation and Private Property*. 2. ed. New York: Transaction Publishers, 1991.

BERTSCH, Ken. Snap and the Rise of No-Vote Common Shares. *Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*, Friday, May 26, 2017. Disponível em: <<https://corpgov.law.harvard.edu/2017/05/26/snap-and-the-rise-of-no-vote-common-shares/>>. Acesso em: 21 jan. 2018.

BHAGAT, Sanjai; BOLTON, Brian. Corporate governance and firm performance. *Journal of Corporate Finance*, v. 14, n. 3. p. 257–273, 2008. Disponível em: <<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0929119908000242?via%3Dihub>>. Acesso em: 10 dez. 2017.

BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito Societário*. 8. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2003.

BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito Societário*. 12. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2010.

BOULOS, Eduardo Alfred Taleb; SZTERLING, Fernando. O Novo Mercado e as práticas diferenciadas de governança: exame de legalidade frente aos poderes das Bolsas de Valores. *Revista de Direito Mercantil*, São Paulo, n. 125, p. 96-113, jan./mar. 2002.

BRONZATTO, Thiago. Mercado Novo com cheiro de velho na Bovespa? *Revista Exame*. Edição 1015. São Paulo: 3 maio 2012 às 05h55. Disponível em: <<http://exame.abril.com.br/revistaexame/edicoes/1015/noticias/mercado-novo-com-cheiro-de-velho-na-bovespa>>. Acesso em: 14 nov. 2016.

BULGARELLI, Waldírio (Coord.). *Reforma da Lei das Sociedades por Ações*. São Paulo, Pioneira, 1998.

B3 – Brasil, Bolsa, Balcão. *Ofertas públicas e IPOs*. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/servicos/ofertas-publicas/estatisticas/>. Acesso em: 26 jan. 2018.

CANTIDIANO, Luiz Leonardo. O Novo Regime das Ações Preferenciais. In: LOBO, Jorge (Org.). *A Reforma da Lei das S.A.* São Paulo: Atlas, 1998, p. 85-95.

CANTIDIANO, Luiz Leonardo. *Reforma da Lei das S.A.* Rio de Janeiro: Renovar, 2002.

CANTIDIANO, Luiz Leonardo. Características das Ações, Cancelamento de registro e *Tag Along*. In: LOBO, Jorge (Org.) *Reforma da Lei das Sociedades por Ações: inovações e questões controversas da Lei nº 10.303, de 31.10.2001*. Rio de Janeiro: Forense, 2002. p. 61-105.

CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas*. 6. ed. São Paulo: Saraiva, 2011. v. 1.

CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas*. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2011. v. 2.

CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas: Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. 6. ed. São Paulo: Saraiva, 2011. v. 1.

CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. *A nova lei das S/A*. São Paulo: Saraiva, 2002.

CASTRO, Luiz Ricardo Kabbach de; CLADERA, Rafel Crespí; AGUILERA, Ruth V. *Corporate ownership in Latin American firms: a comparative analysis of dual-class shares*. May 31, 2012, p. 4. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2071217>. Acesso em: 16 maio 2018.

CHAN, Raymond Siu Yeung; SHAN HO, Jonh Kong. Should Listed Companies Be Allowed to Adopt Dual-Class Share Structure in Hong Kong? In: *Common Law World Review*. Los Angeles: Sage Publications, v. 43, 2014.

CHASAN, Emily. Facebook to Join Ranks of Dual-Class Listings. *Wall Street Journal*. 08 fev. 2012. Disponível em: <<http://blogs.wsj.com/cfo/2012/02/08/the-big-number-20/>>. Acesso em: 31 jan. 2017.

CHEFFINS, Brian R. *Company Law – theory, structure and operation*. Oxford: Oxford University Press, 1997.

CHEMMANUR, T. J.; JIAO, Y. Dual class IPOs, share recapitalizations, and unifications: a theoretical analysis, European Corporate Governance Institute (ECGI), *Finance Research Paper Series*, Forthcoming. 2006. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract_id=925236>. Acesso em: 11 abr. 2017.

CHHAOCHHARIA, Vidhi; GRINSTEIN, Yaniv. Corporate governance and firm value: the impact of the 2002 governance rules. *Journal of Finance*, v. 62. p. 1789–1825, 2007. Disponível em: <<https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2007.01257.x>>. Acesso em: 15 dez. 2017.

CHINA. Hong Kong Exchange and Clearing Limited. *Consultation Conclusions: a listing regime for companies from emerging and innovative sectors*. Disponível em: <[https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Market-Consultations/2016-Present/February-2018-Emerging-and-Innovative-Sectors/Conclusions-\(April-2018\)/cp201802cc.pdf?la=en](https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Market-Consultations/2016-Present/February-2018-Emerging-and-Innovative-Sectors/Conclusions-(April-2018)/cp201802cc.pdf?la=en)>. Acesso em: 4 out. 2018.

CLARK, Robert. *Corporate Law*, New York, Aspen Law & Business, 1986.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Alavancagem em Fundos de Investimento*, jul. 2016. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/acesso_informacao/serieshist/estudos/anexos/Paper_Alavancagem_FINAL270716.pdf>. Acesso em: 28 maio 2017.

DAVIES, Paul L.; WORTHINGTON, Sarah. *Gower and Davies' Principles of Modern Company Law*. 9th ed. London: Sweet & Maxwell, 2012.

DEANGELO, H.; DEANGELO, L. Managerial ownership of voting rights: a study of public corporations with dual classes of common stock. *Journal of Financial Economics*, 14 (1985), 33-69. North-Holland. Disponível em: <http://schwert.ssb.rochester.edu/f423/JFE85_DD.pdf>. Acesso em: 05 abr. 2018.

EIZIRIK, Nelson. *Reforma das S.A. & do Mercado de Capitais*. 2. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1998.

EIZIRIK, Nelson. *Temas de direito societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005.

EIZIRIK, Nelson. A ação “super preferencial” é legal?. *Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários*, São Paulo, maio 2015. p. 125-143.

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

ÉPOCA NEGÓCIOS. O revolucionário da bolsa. *Revista Época*. 20 jan. 2009. Disponível em: <<http://epocanegocios.globo.com/Revista/Common/0,,ERT22128-16380,00.html>>. Acesso em: 14 nov. 2016.

FERNANDES, Nirlene Aparecida Carneiro; DIAS, Warley de Oliveira; CUNHA,

Jacqueline Veneroso Alves. Governança Corporativa no contexto brasileiro: um estudo do desempenho das companhias listadas nos níveis da BM&FBOVESPA. *Revista Organizações em Contexto*, v. 6, 2011.

FISCHEL, Daniel R. Organized Exchanges and the Regulation of Dual Class Common Stock. *The University of Chicago Law Review*, v. 54, p. 119-152, 1987. Disponível em: <https://chicagounbound.uchicago.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2412&context=journal_articles>. Acesso em: 16 jun. 2017.

FERRARINI, Guido; HOPT, Klaus; WINTER, Jaap; WYMEERSCH, Eddy. *Reforming Company and Takeover Law in Europe*. New York: Oxford University Press, 2004. Disponível em: <http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-report_en.pdf>. Acesso em: 21 jan. 2018.

FRAGOSO, Daniela Neves Reali, e AKKERMAN, Gustavo. “Ações Preferenciais: Evolução ou Retrocesso?”. In: ADAMEK, Marcelo Vieira Von (Coord.). *Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos* (obra coletiva). São Paulo: Malheiros, 2011. p. 278-297.

GOSHEN, Zohar; HAMDANI, Assaf. Corporate Control and Idiosyncratic Vision. *The Yale Law Journal*. New Haven: The Yale Law Journal Co., v. 125, 2016.

GOSHEN, Zohar; SQUIRE, Richard C. Principal costs: a new theory for corporate law and governance. *Columbia Law Review*, v. 117, No. 767, 2017. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=2571739>>. Acesso em: 12 jan. 2018.

INSTITUTIONAL SHAREHOLDER SERVICES, et. al. *Report on the Proportionality Principle in the European Union* 15, 18 maio 2007. Disponível em: <http://www.ecgi.org/osov/documents/final_report_en.pdf>. Acesso em: 1 maio 2017.

KAPAZ, Emerson. Relatório sobre os projetos de lei nº 3.115/97, 3.519/97 e 1.000/99 à Comissão de Economia, Indústria e Comércio da Câmara dos Deputados. In. REPÚBLICA FEDERATIVA DO BRASIL. *Diário da Câmara dos Deputados*. Brasília (DF), ano 55, n. 72, 20/04/2000.

KLINGSBERG, Ethan A. Index Eligibility as Governance Battlefield: Why the System is Not Broken and We Can Live With Dual Class Issuers. *Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*, 5 July 2017. Disponível em: <<https://corpgov.law.harvard.edu/2017/07/05/index-eligibility-as-governance-battlefield-why-the-system-is-not-broken-and-we-can-live-with-dual-class-issuers/>>. Acesso em: 13 maio 2017.

LA SALA, G. P. *Principio capitalístico e voto non proporzionale nella società per azioni*. Torino: G. Giappichelli, 2011.

LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A lei das S.A. (pressupostos, elaboração, aplicação)*. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1997. v.1.

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

LEME, Ernesto. *Das Acções Preferenciaes nas Sociedades Anonymas*. São Paulo: Saraiva, 1933.

LOBO, Jorge (Org.). *A Reforma da Lei das S.A.* São Paulo: Atlas, 1998.

LOBO, Jorge (Org.) *Reforma da Lei das Sociedades por Ações: inovações e questões controvertidas da Lei nº 10.303, de 31.10.2001*. Rio de Janeiro: Forense, 2002.

LOPES, Humberto Elias Garcia; BERNARDES, Patrícia; LARA, Lucas de Carvalho. Governança corporativa e desempenho: um estudo em empresas de capital aberto no Brasil. *Revista Economia e Gestão*, v. 9, n. 19, p. 26-43, 2009. Disponível em: <file:///legal/saodfs01/homedirectory/lpadovan/Downloads/461-1455-1-PB.pdf>. Acesso em: 3 out. 2018.

MARTINS, Eliseu et al. *Manual de contabilidade societária: aplicável a todas as sociedades*. 3. ed. FIECAFI – Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras, FEA/USP. São Paulo: Atlas, 2018.

MEDEIROS, Lucas. O caso da Alibaba e o debate sobre os méritos de companhias controladas. *RI: Relações com Investidores*. Maio 2014, n. 183. Disponível em: <<http://www.revistari.com.br/183/826>>. Acesso em: 5 maio 2017.

MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Aquisição de controle na sociedade anônima*. São Paulo: Saraiva, 2013.

MÜSSNICH, Francisco. Voto Plural: quebrando paradigmas. *Valor Econômico*. 15 dez. 2017. Disponível em: <<https://www.valor.com.br/legislacao/5228253/voto-plural-quebrando-paradigmas>>. Acesso em: 13 nov. 2018

NICHOLAS, Blair; MARSH, Brandon. Dual-Class: The Consequences of Depriving Institutional Investors of Corporate Voting Rights. *Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*, May 17, 2017. Disponível em: <<https://corpgov.law.harvard.edu/2017/05/17/dual-class-the-consequences-of-depriving-institutional-investors-of-corporate-voting-rights/#more-87631>>. Acesso em: 21 nov. 2017.

ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT. *Lack of Proportionality Between Ownership and Control: Overview and Issues for Discussion*, 2007. Disponível em: <<http://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/40038351.pdf>>. Acesso em: 25 jan. 2018.

PARENTE, Norma. Principais Inovações introduzidas pela Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001, à Lei de Sociedade por Ações. In: LOBO, Jorge (Org.) *Reforma da Lei das Sociedades por Ações: inovações e questões controvertidas da Lei nº 10.303, de 31.10.2001*. Rio de Janeiro: Forense, 2002. p. 11-49.

PELA, Juliana Krueger. *As golden shares no direito brasileiro*. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

PENTEADO, Mauro Rodrigues. Ações Preferenciais. In: LOBO, Jorge (Org.) *Reforma da Lei das Sociedades por Ações: inovações e questões controvertidas da Lei nº 10.303, de 31.10.2001*. Rio de Janeiro: Forense, 2002. p. 183-217.

PENTEADO, Mauro Rodrigues. Lei nº 9.457/97: outros direitos patrimoniais e políticos dos acionistas. In: BULGARELLI, Waldírio (Coord.). *Reforma da Lei das Sociedades por Ações*. São Paulo: Pioneira, 1998. p. 9-82.

PITTA, André Grünspun. *Aspectos jurídicos do processo de formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários: As alternativas de organização e capitalização das sociedades empresárias*. Tese (Doutorado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2017.

REPÚBLICA FEDERATIVA DO BRASIL. *Diário da Câmara dos Deputados*. Brasília (DF), ano LV, nº 72, 20/04/2000, p. 17703. Disponível em: <<http://imagem.camara.gov.br/Imagem/d/pdf/DCD20ABR2000.pdf#page%3D1>>. Acesso em: 26 jan. 2017.

SECURITIES EXCHANGE COMMISSION (SEC). *Amendment No. 9 to Form S-1 Registration Statement*. Google Inc. 18 August 2004. Registration No. 333-114984. Disponível em: <http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1288776/000119312504142742/ds1a.htm#toc59330_1>. Acesso em: 1 dez. 2016

SECURITIES EXCHANGE COMMISSION (SEC). *Form 10-K*. Google Inc., 2017. Disponível em: <https://abc.xyz/investor/pdf/20171231_alphabet_10K.pdf>. Acesso em: 02 out. 2018.

SELIGMAN, Joel. Equal Protection in Shareholder Voting Rights: The One Common Share, One Vote Controversy. *The George Washington Law Review*. Washington: The George Washington University, v. 54, 1985-1986.

SEGALA, Mariana. Acionistas Desiguais: Comissão Europeia propõe direitos ampliados para acionistas de longo prazo, rompendo com o conceito de “uma ação, um voto”; no Brasil, ações preferenciais ganham apelo. *Capital Aberto*, São Paulo, ano 10, n. 119, p. 28-32, julho 2013.

SHARFMAN, Bernard S. A Private Ordering Defense of a Company’s Right to Use Dual Class Share Structures in IPOs. *Villanova Law Review*, v. 63, No. 1, 2018.

Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=2986164>>. Acesso em: 13 set. 2018.

SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997.

SILVA, Andre Luiz Carvalho da; LEAL, Ricardo Pereira Camara (Org.). *Governança Corporativa: evidências empíricas no Brasil*. São Paulo: Atlas, 2007. v.1.

SILVA, Francisco da Costa e. Ações Preferenciais – Inovações da Lei nº 10.303. In: LOBO, Jorge (Org.) *Reforma da Lei das Sociedades por Ações: inovações e questões controvertidas da Lei nº 10.303, de 31.10.2001*. Rio de Janeiro: Forense, 2002. p. 117-140.

SILVEIRA, Alexandre di Miceli da. *Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil*. 2004. Tese (Doutorado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004. doi:10.11606/T.12.2004.tde-23012005-200501. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-23012005-200501/pt-br.php>>. Acesso em: 02 out. 2018.

SOLOMON, S. Shareholders Vote with Their Dollars to Have Less of a Say. *The New York Times: DealBook*, 04 nov. 2015. Disponível em: <<https://www.nytimes.com/2015/11/05/business/dealbook/shareholders-vote-with-their-dollars-to-have-less-of-a-say.html>>. Acesso em: 01 maio 2017.

SZTAJN, Rachel. *Contrato de sociedade e formas societárias*. São Paulo: Saraiva, 1989.

VALENTI, Graziella. Ações preferenciais já não assustam como antigamente. *Valor Econômico*, São Paulo, 17 mai 2013, Empresas. Disponível em: <<https://www.valor.com.br/empresas/3127502/acoes-preferenciais-ja-nao-assustam-como-antigamente>>. Acesso em: 18 jun. 2016.

VALVERDE, Trajano Miranda. *Sociedade por Ações*. Rio de Janeiro: Revista Forense, v. I, 2. ed., 1959.

VENTORUZZO, Marco. Experiments in comparative corporate law: the recent Italian reform and the dubious virtues of a market for rules in the absence of effective regulatory competition. Research Paper No. 06-02. *Legal Studies Research Paper Series*, Bocconi. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=556601>>. Acesso em: 13 nov. 2017.

WESSELS, Roberto E.; WANSBEEK, Tom; DAM, Lammertjan. What is the relation (if any) between a firm's corporate governance arrangements and its financial performance? (July 4, 2017). *Multinational Finance Journal*, v. 20, No. 4, p. 323-354, 2016. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2997920>. Acesso em 17

nov. 2017.

Legislação

ALEMANHA. AktG. Disponível em: <<http://www.nortonrosefulbright.com/files/german-stock-corporation-act-147035.pdf>>. Acesso em: 16 nov. 2017.

B3 – Brasil, Bolsa, Balcão. *Regulamento de Listagem no Novo Mercado*, em vigor a partir do dia 02 de janeiro de 2018. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/regulacao/regulamentos-e-manuais/#item-2>. Acesso em: 26 jan. 2018

B3 – Brasil, Bolsa, Balcão. *Superintendência de Regulação, Orientação e Enforcement de Emissores*. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/>. Acesso em: 26 jan. 2018.

BRASIL. Decreto-Lei nº 21.536, de 15 de junho de 1932. Dispõe sobre o modo de constituição do capital das sociedades anônimas, permitindo que ele se constitua, em parte, por ações preferenciais de uma ou mais classes. *Diário Oficial da União*, Brasília, DF, 21 jun. 1932. Seção 1, p 11877.

BRASIL. Decreto-Lei nº 2.627, de 26 de setembro de 1940. Dispõe sobre as sociedades por ações. *Diário Oficial da União*, Brasília, DF, 1 out. 1940.

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/l6404consol.htm>. Acesso em: 05 ago. 2017.

BRASIL. Lei nº 9.457, de 5 de maio de 1997. Altera dispositivos da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as sociedades por ações e da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. *Diário Oficial da União*, Brasília, DF, 6 maio 1997.

BRASIL. *Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001*. Altera e acrescenta dispositivos na Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/leis_2001/l10303.htm>. Acesso em: 05 ago. 2017.

CHINA. Hong Kong Exchange and Clearing Limited. *Consultation Conclusions: a listing regime for companies from emerging and innovative sectors*. Disponível em: <

Consultations/2016-Present/February-2018-Emerging-and-Innovative-Sectors/Conclusions-(April-2018)/cp201802cc.pdf?la=en. Acesso em: 04 out. 2018.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM. *Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009*. Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst480.html>>. Acesso em: 6 jun. 2018.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM. *Instrução CVM nº 586, de 8 de junho de 2017*. Altera e acrescenta dispositivos à Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst586.html>>. Acesso em: 20 set. 2017.

FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY. *Listing Rules, LR 7 Listing Principles and Premium Listing Principles*. Disponível em: <<https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/LR.pdf>>. Acesso em: 14 nov. 2018.

FRANÇA. *Code de Commerce*. Disponível em: <https://www.legifrance.gouv.fr/affichCode.do;jsessionid=C872DE2D5D1BA2E6AB0D003E5E625C0C.tplgfr26s_2?idSectionTA=LEGISCTA000006161273&cidTexte=LEGITEXT000005634379&dateTexte=20181217>. Acesso em: 8 set. 2018.

HONG KONG EXCHANGES AND CLEARING LIMITED. *Concept Paper Weighted Voting Rights, 2014*. Disponível em: <<http://www.hkex.com.hk/eng/newsconsul/mktconsul/Documents/cp2014082.pdf>>. Acesso em: 04 out. 2018.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. *Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa*. 5. ed. São Paulo: IBGC, 2015.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA – IBGC (Coord.). *Código Brasileiro de Governança Corporativa: Companhias Abertas / Grupo de Trabalho Interagentes*. São Paulo: IBGC, 2016. Disponível em: <http://www.ibgc.org.br/userfiles/files/2014/files/Codigo_Brasileiro_de_Governanca_Corporativa_Companhias_Abertas.pdf>. Acesso em: 8 jul. 2018.

ITÁLIA. *Codice Civile*. Disponível em: <<https://www.brocardi.it/codice-civile/libro-quinto/titolo-v/capo-v/sezione-v/art2351.html>>. Acesso em: 8 set. 2018.

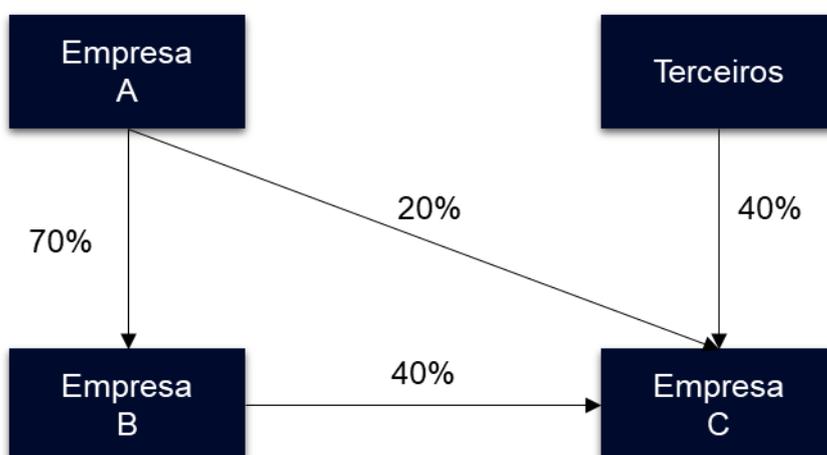
ITÁLIA. *Testo Unico*. Disponível em: <http://www.consob.it/documents/46180/46181/dlgs58_1998.pdf/e15d5dd6-7914-4e9f-959f-2f3b88400f88>. Acesso em: 8 set. 2018.

ANEXO A – Exemplos de Estruturas de Capital Social

As imagens incluídas neste Anexo A foram extraídas do Manual de Contabilidade Societária da FIPECAFI (p. 710), que visa à orientar as empresas, os profissionais e o mercado a respeito das importantes evoluções em matéria contábil no Brasil, e é coordenado por professores da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo (FEA-USP).

As imagens abaixo têm por objetivo elucidar os exemplos citados no Capítulo III, item 9, do presente trabalho.

- **Exemplo 1 (p. 71)**



- Exemplo 2 (p. 72)

