

RENATA PRADO SARDENBERG

VOTO PLURAL: ANÁLISE DO NOVO INSTITUTO DA LEI DAS S.A.

Dissertação de Mestrado

Orientador: Professor Associado Eduardo Secchi Munhoz

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

FACULDADE DE DIREITO

São Paulo/SP

2023

RENATA PRADO SARDENBERG

**VOTO PLURAL:
ANÁLISE DO NOVO INSTITUTO DA LEI DAS S.A.**

Versão Original

Dissertação de Mestrado 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 orientação do Prof. Associado Eduardo Secchi Munhoz.

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

FACULDADE DE DIREITO

São Paulo/SP

2023

Catálogo da Publicação
Serviço de Biblioteca e Documentação
Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo

PRADO SARDENBERG, Renata

VOTO PLURAL: ANÁLISE DO NOVO INSTITUTO DA LEI DAS
S.A.; Renata Prado Sardenberg; orientador Eduardo
Secchi Munhoz -- São Paulo, 2023.

184 f.

Dissertação (Mestrado - Programa de Pós-Graduação em
Direito Comercial) - Faculdade de Direito,
Universidade de São Paulo, 2023.

1. Sociedades Anônimas. 2. Ações. 3. Direito de
Voto. 4. Voto Plural.
Eduardo Secchi Munhoz, orient. II Título.

RENATA PRADO SARDENBERG

**VOTO PLURAL:
ANÁLISE DO NOVO INSTITUTO DA LEI DAS S.A.**

Dissertação de Mestrado apresentada como exigência parcial para obtenção do título de Mestra em Direito, na área de concentração Direito Comercial, sob orientação do Professor Associado Eduardo Secchi Munhoz.

Ata n. _____/2023

Aprovada em _____ de 2023

Banca Examinadora

Orientador: Prof. Associado Eduardo Secchi Munhoz

Examinador:

Examinador:

Examinador

RESUMO

PRADO SARDENBERG, Renata. **Voto Plural: Análise do Novo Instituto da Lei das S.A.** 2023. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2023.

Esta Dissertação trata da regulação do voto plural, que foi introduzido na Lei das S.A. pela Lei 14.195/2021. O voto plural permite que as ações tenham mais de um voto e, por isso, funcionam como mecanismos de alavancagem política dos seus titulares de forma desproporcional ao capital social. Instrumentos desta natureza permitem que as empresas captem recursos via emissão de ações sem que os controladores precisem ser diluídos na mesma proporção. De outro lado, a desproporção entre participação econômica e política pode aumentar os conflitos de interesse e gerar incentivos para que os controladores para a extração de benefícios privados das companhias. Esta Dissertação busca entender os contornos dados ao instituto no ordenamento societário Brasileiro, para auxiliar na interpretação e aplicação da Lei das S.A., bem como analisar de forma crítica e propor aprimoramentos. Para embasar tal estudo, são estabelecidos três pressupostos teóricos: (i) o direito de voto na lei das S.A.; (ii) os autonomia privada no direito societário; (iii) os mecanismos de efetivação dos deveres dos administradores e controladores na Lei das S.A. O primeiro visa situar o voto plural na dinâmica das sociedades anônimas. O segundo analisa os contornos da liberdade das partes para entender em que medida a regulação do voto plural poderia ser flexibilizada; (iii) o terceiro demonstra que as discussões relacionadas à alavancagem do poder de controle estão atreladas aos mecanismos para repressão de abusos dos controladores e reparação dos acionistas. Estabelecidos os pressupostos teóricos, a Dissertação trata do histórico da evolução legislativa referente ao voto plural. A exposição do processo legislativo mostra que a Lei 14.195/2021 foi resultado de embates entre visões antagônicas. Havia, de um lado, quem defendesse a continuidade da vedação do voto plural e, de outro, os que buscavam a sua liberação total, sem qualquer restrição. O resultado foi a liberação do voto plural, porém com diversas amarras. Após a análise de cada um dos dispositivos da Lei 14.195/2021 à luz dos pressupostos teóricos, o trabalho conclui que houve uma grande preocupação da lei em limitar os poderes do controlador *a priori*, o que pode diminuir a utilização do instituto. Sendo assim, a regulação do voto plural poderia ser flexibilizada para dar mais autonomia às partes, combinada com uma melhora dos mecanismos de *enforcement* da Lei das S.A. Ou seja, haveria maior controle *a posteriori* diante de abusos concretos, do que restrições *a priori* para o poder dos controladores.

Palavras-Chave: Sociedade anônima; ações; direito de voto; voto plural.

ABSTRACT

PRADO SARDENBERG, Renata. **Multi voting shares: Analysis of the New Institute of the Brazilian Corporations Law.** 2023. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2023.

This work is about the regulation of multi-voting shares, which were introduced in the Brazilian Corporations Law by Law 14.195/2021. multi-voting shares allow shares to have more than one vote and, therefore, they function as mechanisms of political leverage for their holders disproportionately to the share capital. Instruments of this nature allow companies to raise funds via share issues without being diluted in the same proportion. On the other hand, the disproportion between economic and political rights can increase conflicts of interest and generate incentives for the controlling shareholders to extract private benefits from the companies. This study seeks to comprehend the outlines of the institute in the Brazilian corporate law, to assist in the interpretation and application of the Brazilian Corporations Law, as well as to critically analyze and propose improvements. To support this study, three theoretical foundations are set forth: (i) voting rights in the Brazilian Corporations Law; (ii) private autonomy in corporate law; (iii) mechanisms to enforce the duties of managers and controlling shareholders in the Brazilian Corporations Law. The first one explains how the multi voting shares affect the dynamics of corporations. The second one analyzes the contours of the freedom of the parties in order to understand to what extent the regulation of multi voting shares could be more flexible; (iii) the third one demonstrates that the discussions related to the leverage of the power of control are linked to the mechanisms for repression of abuses of the controlling shareholders and compensation for the shareholders. Once the theoretical assumptions have been established, the dissertation examines the history of the legislative evolution regarding multi voting shares. The exposition of the legislative process reveals that Law 14.195/2021 was the result of disputes between antagonistic views. There were, on one side, those who defended the continuance of the prohibition of multi voting shares, and, on the other, those who sought its total liberation, without any restriction. The result was a liberation of multi voting shares, but with several restrictions. After analyzing each of the provisions of Law 14,195/2021 considering the theoretical assumptions, the paper concludes that there was a strong concern in the law to limit the powers of the controlling shareholder beforehand, which may decrease the utilization of the institute. Therefore, the regulation of multi voting shares could be made more flexible to provide more freedom to the parties, combined with an improvement in the enforcement mechanisms of the Brazilian Corporations Law. In other words, there would be more ex-post control in case of concrete abuses, rather than priori restrictions on the power of the controlling shareholders.

Keywords: company; shares, voting rights; multi voting shares.

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

§	Parágrafo
§§	Parágrafos
Art.	Artigo
B3	B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão
Cf.	Conforme
CFA	<i>Chartered Financial Analyst Institute</i>
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
Decreto 2.627	Decreto-Lei n. 2.627/1940
DOJ	<i>Department of Justice</i>
Ed.	Edição
FGV	Fundação Getúlio Vargas
GTMK	Grupo de Trabalho sobre Mercado de Capitais e Poupança a Longo Prazo
HKX	<i>Hong Kong Exchange</i>
IMK	Iniciativa de Mercado de Capitais
IPO	Oferta Pública Inicial de Ações
Lei das S.A.	Lei 6.404/1976
MP 1.040	Medida Provisória n. 1.040 de 29 de março de 2021
n.	Número
NASDAQ	<i>National Association of Securities Dealers Automatic Quotation System</i>
NYSE	<i>New York Stock Exchange</i>
OCDE	Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico
OPA	Oferta Pública de Aquisição
p.	Página
PL	Projeto de Lei
Resolução CVM	Resolução expedida pela CVM
SEC	<i>Securities Exchange Commission</i>
SGX	Singapore Stock Exchange

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO.....	13
1.1	TEMA E JUSTIFICATIVA.....	13
1.1.1	O tema: voto plural e sua definição conceitual.....	13
1.1.2	Justificativa da escolha e importância do tema	15
1.2	METODOLOGIA E ESTRUTURA DO TRABALHO	17
2	PRESSUPOSTOS TEÓRICOS	23
2.1	PRIMEIRO PRESSUPOSTO TEÓRICO: DIREITO DE VOTO NAS SOCIEDADES ANÔNIMAS.....	23
2.1.1	Teorias sobre a natureza jurídica e sobre os fundamentos do direito de voto 25	
2.1.2	Fundamento do direito de voto.....	27
2.1.3	Função do Direito de Voto	33
2.1.4	O princípio majoritário	35
2.2	SEGUNDO PRESSUPOSTO TEÓRICO: AUTONOMIA PRIVADA NO DIREITO SOCIETÁRIO	39
2.2.1	O sistema de tipicidade fechada no direito societário Brasileiro.....	40
2.2.2	Regime jurídico das sociedades anônimas	43
2.2.3	Como definir quais normas precisam, necessariamente, ser cogentes?	46
2.3	TERCEIRO PRESSUPOSTO TEÓRICO: A IMPORTÂNCIA DOS MECANISMOS DE <i>ENFORCEMENT</i> PARA DEBATES SOBRE ESTRUTURAS DE ALAVANCAGEM DO PODER DE CONTROLE	48
2.3.1	Os mecanismos de <i>enforcement</i> no direito Brasileiro e suas fragilidades.....	49
2.3.2	Caminhos para o aprimoramento dos mecanismos de <i>enforcement</i> no ordenamento societário Brasileiro.....	54
3	EVOLUÇÃO HISTÓRICA DO VOTO PLURAL NA LEGISLAÇÃO BRASILEIRA.....	59
3.1	AS OLIGARQUIAS SOCIETÁRIAS (1882-1932).....	59
3.2	DEMOCRACIA SOCIETÁRIA ENTRE AÇÕES ORDINÁRIAS (1932-2021).....	60
3.2.1	O Decreto n. 21.536/1932 e o Decreto-Lei n. 2.627/1940	60
3.2.2	A Lei das S.A. até 2021	61
3.2.3	Fundamentos para a vedação do voto plural até 2021	62
3.3	AS AÇÕES PREFERENCIAIS E AS AÇÕES COM VOTO PLURAL: ANÁLISE COMPARATIVA.....	66
3.3.1	Razão para introdução das ações preferenciais no ordenamento jurídico Brasileiro	66
3.3.2	Razões para adoção do limite de 50% para emissão de ações preferenciais.....	68
3.3.3	As salvaguardas conferidas pela Lei das S.A. aos preferencialistas	73
3.3.4	As ações ‘superpreferenciais’	75
3.4	BREVE EXPOSIÇÃO SOBRE AS ESTRUTURAS PIRAMIDIAIS.....	78
3.5	A INTRODUÇÃO DO VOTO PLURAL NO ORDENAMENTO JURÍDICO BRASILEIRO.....	78
3.5.1	O processo legislativo.....	79
3.5.1	O voto plural como resultado de duas visões antagônicas sobre a regulação do mercado de capitais	87

4	INTERPRETAÇÃO E ANÁLISE CRÍTICA DOS DISPOSITIVOS QUE REGULAM O VOTO PLURAL NA LEI DAS S.A. (ARTIGO 110-A).....	91
4.1	ARTIGO 110 <i>CAPUT</i> , INCISOS I E II	91
4.1.1	Classes de ações ordinárias nas companhias abertas e	91
4.1.2	Diversas classes de ações com voto plural.....	92
4.1.3	Limite de dez votos por ação	92
4.1.4	Impedimento da criação de ações com voto plural nas companhias que já tenham valores mobiliários negociados em mercado	95
4.2	ARTIGO 110, § 1º, 2º E 3º	103
4.2.1	Quórum de aprovação	104
4.2.2	Direito de recesso.....	106
4.3	ARTIGO 110-A, § 4º	107
4.4	ARTIGO 110, § 5º.....	111
4.5	ARTIGO 110, § 6º.....	112
4.6	ARTIGO 110, § 7º.....	113
4.6.1	O prazo de 7 anos.....	113
4.6.2	Renovação do prazo por qualquer prazo.....	119
4.7	ARTIGO 110, § 8º.....	122
4.8	ARTIGO 110, § 9º.....	126
4.8.1	Voto múltiplo e voto plural.....	127
4.8.2	Eleição em separado e voto plural	128
4.8.3	Direito de preferência e voto plural	129
4.8.4	Poder de controle e voto plural.	130
4.9	ARTIGO 110, § 11	131
4.10	ARTIGO 110, § 12.....	132
4.10.1	Remuneração dos administradores.....	133
4.10.2	Transações com partes relacionadas	135
4.11	ARTIGO 110-A, § 13.....	141
4.12	ARTIGO 110-A, § 14.....	142
5	CONCLUSÃO	145
5.1	AFINAL, O QUE É O VOTO PLURAL E QUAIS SUAS IMPLICAÇÕES NA ESTRUTURA DE PODER DAS SOCIEDADES ANÔNIMAS?	145
5.2	BUSCANDO CONCILIAR VISÕES ANTAGÔNICAS, A LEI N. 14.195/2021 FICOU AQUÉM DO SEU OBJETIVO PRINCIPAL.....	146
5.3	ALTERNATIVA: FLEXIBILIZAÇÃO COMBINADA COM NECESSÁRIAS REVISÕES NOS MECANISMOS DE EFETIVAÇÃO DOS DEVERES DOS CONTROLADORES E ADMINISTRADORES	149
	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	151
	ANEXOS	173

1 INTRODUÇÃO

1.1 TEMA E JUSTIFICATIVA

1.1.1 O tema: voto plural e sua definição conceitual

O tema desenvolvido nesta Dissertação é a regulação do voto plural na legislação Brasileira. Sendo assim, é importante, desde logo, definir conceitualmente o instituto jurídico que é objeto deste trabalho.

Sob a perspectiva do direito positivo no Brasil, há referência expressa ao instituto no artigo 110-A da Lei 6.404/1976 (Lei das S.A.). O dispositivo autoriza a criação de classes de ações ordinárias e permite que as classes tenham direitos de voto diferenciados, isto é, que seja atribuído mais de um voto a cada ação ordinária, limitado a dez votos por ação e garantindo o mesmo tratamento a todos os acionistas na mesma classe.

O voto plural é justamente o instituto que permite que uma ação possua mais de um voto. O principal resultado do voto plural, assim como o de outros instrumentos de alavancagem do poder nas sociedades anônimas, é criar uma desproporção entre os direitos políticos e a participação dos acionistas no capital da companhia.¹ Ou seja, as ações com voto plural permitem que seus titulares tenham mais poder político que outros, ainda que com participação equivalente no capital social. Com isso, reduz-se a exposição econômica e os recursos necessários para assegurar o controle das companhias, permitindo que os controladores captem mais recursos no mercado via *equity* sem renunciar à sua capacidade de comandar a companhia.

Entre 1932 e 2021, o ordenamento jurídico Brasileiro vedava expressamente o voto plural, estabelecendo que cada ação ordinária deveria ter direito a um voto nas deliberações sociais, independentemente da sua classe.² Sendo assim, não era possível atribuir (i) apenas uma fração de voto por ação e/ou (ii) mais de um voto por ação. Isso significa que a Lei das S.A. filiava-se ao

¹ É o que explica Renato Ventura Ribeiro: “Ações de voto plural são aquelas que atribuem ao acionista mais do que um voto por ação, tendo direito de voto em proporção maior do que sua participação no capital votante.” RIBEIRO, Renato Ventura. **Exclusão de sócios nas sociedades anônimas**. São Paulo: Quartier Latin, 2005. p. 235.

² A Lei das S.A., no artigo 16, autoriza a emissão de ações ordinárias em diferentes classes em companhias fechadas, observadas as limitações nele previstas.

conceito de “democracia societária” (entre ações ordinárias), que consiste no tratamento igualitário de todas as ações ordinárias (não dos acionistas) em termos políticos.

Ainda assim, até mesmo antes da introdução do voto plural, a Lei das S.A. já admitia grande flexibilização ao princípio geral de “uma ação, um voto”. Há duas disposições legais relevantes nesse sentido.

A primeira é a possibilidade de o estatuto social limitar o direito de voto para cada acionista, na forma do art. 110, § 1º da Lei das S.A.³ Nesse caso, uma vez atingido o limite de votos fixado no estatuto, deixa de valer a regra de um voto para cada ação ordinária e, conseqüentemente, deixa de haver proporcionalidade entre o direito de voto e a participação no capital votante do acionista em questão. Isso porque, ainda que ele adquira mais ações, não poderá exercer os direitos políticos correspondentes.

A segunda é a admissão, pelo ordenamento jurídico Brasileiro, de ações preferenciais sem direito de voto. Esse tipo de ação também permite que haja uma desproporção entre participação no capital social e direitos políticos, como indicado acima. Ou seja, havia igualdade política apenas entre as ações ordinárias da companhia e não entre todas as ações emitidas por determinada companhia.

A partir de 2018, foram intensificados os debates sobre a introdução do voto plural no ordenamento jurídico Brasileiro. Isso ocorreu depois que estruturas utilizando voto plural foram utilizadas por diversas empresas de tecnologia estrangeiras e Brasileiras, que optaram por realizar suas aberturas de capital nos Estados Unidos.

Nesse contexto, começou a haver uma percepção de que o mercado de capitais Brasileiro poderia estar perdendo competitividade em virtude da vedação do voto plural e que a Lei das S.A. deveria ser revista, como forma de incentivar empresas de tecnologia com empreendedores visionários a acessarem o mercado de capitais no Brasil. Assim, haveria uma melhora nas fontes de captação das empresas e os investidores Brasileiros teriam acesso a investimentos em tais empresas.

³ Art. 110. [...] § 1º O estatuto pode estabelecer limitação ao número de votos de cada acionista.

O debate foi polêmico e contrapôs diferentes pontos de vista sobre o instituto. Em 26 de agosto de 2021, foi aprovada a Lei n. 14.195/2021, que introduziu o voto plural no Brasil. A permissão do voto plural, contudo, veio acompanhada de diversos limites à sua utilização, que serão discutidos ao longo deste trabalho.

A Dissertação trata da regulação jurídica do voto plural no Brasil, de modo a auxiliar na interpretação do instituto, bem como analisar de forma crítica se a Lei n. 14.195/2021 criou o arcabouço jurídico adequado para a sua utilização.

Em conjunto com a análise crítica do novo instituto jurídico, serão feitas sugestões para possíveis aperfeiçoamentos.

1.1.2 Justificativa da escolha e importância do tema

A Lei das S.A. e a Lei 6.385/1976 foram concebidas de forma conjunta e tinham como objetivo criar um arcabouço jurídico sólido para sustentar o desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil.⁴

Desde a edição de tais marcos legais, o mercado de capitais no Brasil teve evolução significativa, especialmente na primeira década dos anos 2000. Ademais, nos últimos anos, em virtude da redução da taxa de juros no país, houve um fluxo significativo de investidores – especialmente pessoas físicas – para a bolsa de valores.⁵ Todavia, ainda pode-se considerar o mercado nacional diminuto e pouco desenvolvido.⁶

Fortalecer o mercado de capitais é salutar para o desenvolvimento econômico do país, pois ele é uma fonte de financiamento para as empresas, criando alternativas ao sistema financeiro tradicional. Trata-se de uma das pontes possíveis entre os poupadores e os empreendedores que precisam de capital para as atividades empresariais, o que pode proporcionar retornos positivos para ambas as partes e para a sociedade como um todo.

⁴ LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. **A lei das S.A.**: pressupostos, elaboração, aplicação. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1997. p. 127-130.

⁵ Conforme estudo: TOTAL de investidor pessoa física cresce 43% no primeiro semestre, mostra estudo da B3. **B3**, São Paulo, 11 ago. 2021. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/noticias/porcentagem-de-investidores-pessoa-fisica-cresce-na-b3.htm. Acesso em: 10 mar. 2023.

⁶ NEDER CERZETTI, Sheila Christina. Regulação do Mercado de Capitais e Desenvolvimento. *In*: SALOMÃO FILHO, Calixto (org.). **Regulação e Desenvolvimento**: Novos Temas. São Paulo: Malheiros, 2012. p. 193.

Isso é especialmente relevante tendo em vista que o Brasil vem enfrentando - e deve continuar enfrenando nos próximos anos - um cenário de recessão econômica⁷, com aumento das taxas de juros⁸, que pode gerar um retorno dos investidores para títulos públicos e saída de investimentos mais arriscados, invertendo o movimento descrito acima de ampliação de pessoas físicas comprando ativos na bolsa e cotas de fundos de investimento.

Nesse cenário, todos os esforços para ampliar os recursos acessíveis às empresas para que consigam desenvolver suas atividades, gerar empregos, bens e serviços para a sociedade são bem-vindos. O mercado de capitais pode ser uma alternativa vantajosa para as companhias em cenários de juros altos, em que o financiamento por meio de dívida fica encarecido.

Uma das medidas necessárias para fortalecer cada vez mais o mercado de capitais é a constante calibração da sua regulação, de modo a torná-lo seguro e, conseqüentemente, capaz de atrair recursos nacionais e internacionais. Isso porque, tais normas definem os contornos jurídicos dos investimentos e as proteções que serão conferidas aos investidores. Além disso, também deve haver segurança jurídica e previsibilidade na aplicação das regras. O estudo do voto plural se insere neste contexto.

Como explicado acima, a introdução do voto plural na Lei das S.A. foi realizada justamente com o objetivo de aumentar a competitividade do mercado de capitais Brasileiro, para que os empresários nacionais tivessem mais incentivos para abrir capital mantendo o controle das companhias. Assim, a ideia por trás da norma é aumentar as alternativas de financiamento para as companhias, bem como o rol de produtos disponíveis para aplicação da poupança dos investidores.

A Lei n. 14.195/2021 foi bastante debatida pelos setores especializados, o que gerou muita repercussão antes e depois de sua publicação. A norma traz consigo diversos pontos de atenção.

De um lado, o voto plural é uma ferramenta para alavancagem do poder de determinados acionistas que, justamente por tal natureza, tem o potencial de criar desalinhamento de interesses

⁷ Em estudo, a Fundação Getúlio Vargas prevê que o Brasil só retomará o patamar anterior à pandemia em 2025. Cf. CUCOLO, Eduardo. Economia brasileira só retoma tendência pré-pandemia a partir de 2025, calcula FGV. **Folha de S.Paulo**, São Paulo, 9 out. 2021. Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2021/10/economia-brasileira-so-retoma-tendencia-pre-pandemia-a-partir-de-2025-calcula-fgv.shtml>. Acesso em: 10 mar. 2023.

⁸ Em 2021, a taxa SELIC subiu mais de 4 pontos, a maior elevação em duas décadas. Cf. ELIAS, Juliana. Aumento da taxa de juros em 2021 é o maior do país em duas décadas. **CNN Brasil**, 22 set. 2021. Disponível em: <https://www.cnnbrasil.com.br/business/aumento-da-taxa-de-juros-em-2021-e-o-maior-do-pais-em-duas-decadas/>. Acesso em: 10 mar. 2023.

entre os acionistas da companhia, prejudicando sua governança. Nas companhias que adotam estruturas com voto desproporcional à participação no capital social há um aumento do risco de práticas abusivas por parte dos acionistas controladores.

De outro lado, a imposição de restrições excessivas ao instituto, como ocorreu com a Lei n. 14.195/2021, acaba por desincentivar sua utilização. Sendo assim, as diversas amarras impostas pelo legislador podem fazer com que o voto plural simplesmente não seja adotado pelas companhias.

De toda forma, é necessário que as normas que regulam o instituto sejam bem compreendidas pelos participantes de mercado e adequadamente aplicadas, a fim de mitigar eventuais dúvidas e inseguranças geradas pelo voto plural. Também é essencial que os demais mecanismos destinados à prevenção de abusos – já previstos desde a edição da Lei das S.A. – sejam utilizados de forma efetiva.

A Dissertação tem como objetivo contribuir para a compreensão e a aplicação dos dispositivos da Lei das S.A. que regulam o voto plural. Esse estudo interpretativo e crítico é necessário tendo em vista a recente alteração legislativa e a existência de poucos trabalhos acadêmicos sobre ela. Este será um dos primeiros trabalhos a tratar do tema de forma aprofundada.

O estudo dos institutos jurídicos é o primeiro passo para que eles sejam adequadamente aplicados, avaliados de forma crítica e aprimorados ao longo do tempo. Estudar temas específicos de direito societário e mercado de capitais é essencial para que a regulação possa seja aplicada de forma efetiva, gerando previsibilidade e segurança jurídica. Também é importante que as imperfeições das normas sejam identificadas e aprimoradas ao longo do tempo, permitindo que o direito das companhias evolua em conjunto com o mercado em que elas atuam.

Com isso, espera-se oferecer uma pequena contribuição ao desenvolvimento do mercado acionário Brasileiro, naquilo que compete à ciência jurídica.

1.2 METODOLOGIA E ESTRUTURA DO TRABALHO

Este trabalho busca analisar e interpretar cada um dos dispositivos que regulam o voto plural inseridos na Lei das S.A. pela Lei n. 14.195/2021, bem como avaliar a compatibilidade de tais instrumentos com o restante do diploma legal.

Em conjunto com a análise interpretativa do instituto e sua compreensão no âmbito de regime da Lei das S.A., é feita uma análise crítica dos dispositivos, com sugestões pontuais de aprimoramento.

Para realizar tal análise, foi necessário estabelecer alguns pressupostos teóricos de modo a fundamentar as reflexões e interpretações realizadas na parte do trabalho que trata dos dispositivos legais em si. Eles são objeto do Capítulo 2 da presente Dissertação.

Há diversos pressupostos teóricos que poderiam ser explorados para tratar do voto plural, contudo, três foram escolhidos tendo em vista o enfoque pretendido para a Dissertação: (i) direito de voto nas sociedades anônimas; (ii) autonomia privada no direito societário; e (iii) os mecanismos de *enforcement* disponíveis no ordenamento societário Brasileiro para combater abusos. A partir deles, é possível entender como o voto plural se insere na dinâmica das sociedades anônimas, traçar críticas à forma como foi regulado pela Lei n. 14.195/2021 e propor mudanças na norma.

A seguir estão resumidos os objetivos e contribuições de cada um dos pressupostos teóricos para a análise da disciplina jurídica do voto plural.

O estudo do direito de voto (primeiro pressuposto teórico) permite compreender o papel e a relevância do voto plural como instrumento de distribuição de poder nas sociedades anônimas, bem como seu impacto no funcionamento das companhias. Para saber a consequência de atribuir direitos de votos potencializados a determinados acionistas, é necessário ter clareza sobre o papel do direito de voto para o funcionamento das companhias.

O estudo da autonomia privada no direito societário (segundo pressuposto teórico) embasa a análise das diversas restrições ao voto plural estabelecidas na Lei n. 14.195/2021 (ex. limite máximo de 10 votos por ação, prazo máximo de sete anos de duração etc.). Isso porque, conforme se verá nos Capítulos 3 e 4, as principais críticas ao voto plural dizem respeito a tais restrições.

Trata-se de um embate sobre visões mais e menos liberais sobre a regulação societária. O primeiro grupo entende que o voto plural deveria ser liberado sem qualquer restrição, cabendo às partes negociar eventuais limites e restrições, como em qualquer relação contratual. O segundo entende que a liberação ilimitada da alavancagem política dos controladores na companhia teria como consequência a piora da governança das companhias, o aumento dos conflitos de agência e a piora do mercado Brasileiro de forma geral.

Esse debate, contudo, não envolve uma análise propriamente jurídica, mas, sim, análises econômicas e de política regulatória. Para avaliar se determinada norma tem efeitos negativos ou positivos para o desenvolvimento do mercado, é necessário fazer um estudo empírico sobre os efeitos de tal norma no comportamento dos agentes econômicos. Uma análise exclusivamente jurídica e interpretativa das normas não ajuda a fundamentar debates desta natureza.

Assim, uma forma de analisar o debate sobre as restrições estabelecidas ao voto plural na Lei das S.A. e sobre quanto elas deveriam – ou não – ser flexibilizadas, atendo-se ao escopo jurídico, é sob o prisma da autonomia privada no direito societário. Por meio deste estudo, é possível identificar até que ponto as normas que regulam as sociedades anônimas podem ser flexibilizadas sem alterar a natureza de tais estruturas. É este estudo que ajuda a entender por que as normas são dispositivas ou cogentes no ordenamento jurídico societário.

Por fim, o estudo dos mecanismos de *enforcement* no direito societário (terceiro pressuposto teórico) também é relevante para as discussões sobre a disciplina do voto plural. Isso porque, são os mecanismos de responsabilização que delineiam o tratamento que será dado a eventuais abusos praticados pelos acionistas que terão seus direitos alavancados pelo voto plural.

Nesse sentido, a discussão sobre deixar a regulação mais ou menos liberal, isto é, com maior ou menor nível *a priori* de controle de determinadas condutas, passa necessariamente pela análise da efetividade de mecanismos de *enforcement*. É necessário saber se os mecanismos de controle e punição *a posteriori* são adequados para prevenir e remediar eventuais abusos. Essa análise também tem dimensões econômicas, contudo, é possível avaliar juridicamente o desenho de tais mecanismos e sua adequação à finalidade que se propõem.

Após serem estabelecidos os pressupostos teóricos, o Capítulo 3 por sua vez, trata de evolução histórica do voto plural no ordenamento jurídico Brasileiro, desde sua vedação expressa em 1932 até a permissão em 2021. A retrospectiva histórica bem como as informações sobre o processo legislativo são fundamentais para entender o contexto de surgimento da Lei n. 14.195/2021, além das razões por trás de cada um dos dispositivos que regulam o voto plural.

Somente com o entendimento do *status quo* anterior, das razões que levaram à introdução do voto plural na Lei das S.A. e dos debates travados durante o processo legislativo, é possível compreender os dispositivos que regulam o instituto.

Após a exposição dos (i) pressupostos teóricos e (ii) arcabouço histórico, o Capítulo 4 analisa detalhadamente, artigo por artigo, todos os dispositivos que regulam o voto plural no Brasil, indicando seus objetivos, significado, méritos e potenciais problemas.

Nesse capítulo, além do recurso ao embasamento estabelecido nos Capítulos 2 e 3 da Dissertação, foi feita uma pesquisa de doutrina sobre outros institutos do direito societário correlatos a cada aspecto da disciplina jurídica do voto plural.

Por exemplo, o voto plural não se aplica a deliberações sobre remuneração dos administradores (cf. art. 110-A, § 12, inciso I). Para analisar tal dispositivo, foi necessário um estudo doutrinário sobre a regulação da remuneração dos administradores aplicáveis às sociedades anônimas em geral, prevista no art. 152 da Lei das S.A.

Por fim, o Capítulo 5 apresenta a conclusão do trabalho, com um balanço geral sobre a regulação do voto plural no Brasil, especificando os principais pontos negativos e positivos da norma, à luz do histórico legislativo e dos pressupostos teóricos analisados inicialmente.

Para realizar o trabalho, a metodologia adotada baseou-se em estudos doutrinários sobre os pressupostos teóricos e sobre a Lei n. 14.195/2021. Para a elaboração do Capítulo 3, foi realizada uma pesquisa histórica da evolução legislativa, com recurso à doutrina e a materiais oficiais referentes aos projetos de lei e suas discussões, disponíveis em sites oficiais.

Por fim, é importante esclarecer que na elaboração desta Dissertação, optou-se por não elaborar um capítulo específico sobre a regulação do voto plural em outras jurisdições. Durante a pesquisa, foram estudadas a regulação dos Estados Unidos, que é a jurisdição onde o voto plural é mais adotado, bem como a regulação de Hong Kong e Singapura, que passaram por processos semelhantes ao do Brasil recentemente – i.e. foram da vedação à permissão do voto plural. Contudo, durante o estudo do processo legislativo, ficou claro que todas as soluções estrangeiras foram analisadas de forma aprofundada, debatidas e consideradas para elaboração do projeto que resultou na Lei n. 14.195/2021. Sendo assim, embora haja ampla bibliografia estrangeira sobre o tema, considerando que ela já foi analisada e aplicada na elaboração da lei, entende-se que esta Dissertação traria mais contribuição para a ciência jurídica por meio da análise da norma tal como editada e da sua inserção no regime jurídico das companhias Brasileiras.

Nessa linha, as referências ao direito estrangeiro e à experiência internacional foram feitas em algumas passagens, de forma pontual, com objetivo de auxiliar na compreensão de determinados dispositivos, bem como em algumas colocações sobre críticas e alternativas.

2 PRESSUPOSTOS TEÓRICOS

Neste capítulo da Dissertação, serão expostos três pressupostos teóricos que serviram como base para a análise dos dispositivos que regulam o voto plural no direito Brasileiro.

2.1 PRIMEIRO PRESSUPOSTO TEÓRICO: DIREITO DE VOTO NAS SOCIEDADES ANÔNIMAS

A análise do voto plural, objeto desta Dissertação, é recorte de um tema mais amplo: a regulação do direito de voto na legislação societária. Por isso, ainda que este trabalho tenha escopo mais específico, é necessário tratar do direito de voto na Lei das S.A. para que os impactos do voto plural no regime das sociedades anônimas sejam adequadamente compreendidos. Apenas a partir da análise da relevância do voto para o funcionamento das sociedades anônimas, é possível tirar conclusões sobre as implicações de se conferir a determinados acionistas direitos de voto potencializados.

O direito de voto consiste no “direito do acionista de manifestar sua vontade na Assembleia Geral, a favor ou contra a aprovação de proposta de deliberação, e de ter seu voto computado na formação da vontade social”⁹, sendo o voto em si “manifestação individual e unilateral de vontade, tendente a produzir uma decisão coletiva.”¹⁰

Trata-se, portanto, de um direito central na dinâmica das sociedades anônimas.¹¹ É por meio do seu exercício que os sócios influenciam a formação da vontade social. As deliberações tomadas

⁹ LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (Coord.). **Direito das companhias**. 2. ed. rev. atual. Rio de Janeiro: Forense, 2017. p. 278.

¹⁰ BORBA, José Edwaldo Tavares. **Direito societário**. 14. ed. São Paulo: Atlas, 2015. p. 55.

¹¹ Analisando o contexto norte-americano, Easterbrokk e Fischel, partindo do conceito de sociedade como um conjunto de contratos, define o direito de voto como o mecanismo para preencher o que não está previsto no contrato e tampouco na lei. Confira-se: “*From an economic perspective, a corporation is just a name for a great web of contractual arrangements. The many factors of production assemble under the corporate umbrella: investors contribute capital, managers entrepreneurial skills, engineers their distinctive skills, and so on. The availability of the corporate form of doing business makes it easier for people to achieve the benefits of the division of labor, with those who have money but not managerial skills joining forces with those who have managerial skills but not capital. The plentitude of firms makes it possible for investors to diversify their portfolios, obtaining returns at lower total risk. [...] On many occasions the legal rules will not be sufficiently detailed. The standby rule of corporate law, the fiduciary principle, requires actors to behave in the way that they would have agreed to do by contract, if detailed contracts could be reached and enforced at no cost. Yet the structural rules and the fiduciary principle together cover only the outlines of the relations among corporate actors. Something must fill in the details. Voting serves that function. The right to vote is the right to make all decisions not otherwise provided by contract-whether the contract is express or supplied by legal rule. The right to make the decisions include the right to delegate them. Thus voters may elect directors and give them discretionary powers over things voters otherwise could control.*” EASTERBROOK, Frank H; FISCHEL,

em assembleia geral resultam do concurso de manifestações dos acionistas por meio de seus respectivos votos. Não se trata, contudo, de uma soma de vontades individualmente consideradas, mas da conjunção de votos formar a vontade una da sociedade. Nas palavras de Tulio Ascarelli:

Na deliberação da assembleia se exprime a própria vontade social. A deliberação, por um lado, deve ser considerada como uma manifestação unilateral de vontade, pois representa justamente a vontade de um único sujeito; por outro lado, porém, ela resulta do concurso de outras tantas vontades (votos) diversas, que concorrem justamente em formar a vontade do sujeito-sociedade.¹²

Nas sociedades anônimas Brasileiras, vigora o princípio majoritário (art. 129 da Lei das S.A.), de modo que os acionistas que detém a maioria dos votos conseguem prevalecer nas assembleias gerais. Prevalecer nas assembleias significa ser capaz de comandar a atividade empresarial, pois os que dominam os conclaves são os que decidem sobre operações relevantes (art. 122 da Lei das S.A.) e sobre a eleição da maioria dos administradores, responsáveis pela gestão ordinária da sociedade.¹³

Assim, concentrar votos significa concentrar poder político no âmbito de determinada sociedade anônima.

Neste capítulo, o direito de voto será tratado em quatro tópicos. No primeiro, serão apresentadas as principais teorias sobre a natureza jurídica do direito de voto. No segundo, serão expostos os fundamentos do direito de voto, isto é, o que justifica a atribuição de tal direito a determinadas ações e, conseqüentemente, aos respectivos titulares. No terceiro, será endereçada a função do direito de voto. No quarto, serão feitas considerações sobre o princípio majoritário e sua importância para o funcionamento das sociedades anônimas.

Daniel R. Voting in corporate law. *The Journal of Law & Economics*, Chicago, v. 26, n. 2, p. 395–427, 1983. p. 401-402. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/725110>. Acesso em: 10 mar. 2023.

¹² ASCARELLI, Tullio. **Problemas das sociedades anônimas e direito comparado**. São Paulo: Saraiva, 1945. p. 375.

¹³ Nesse sentido, Nelson Eizirik explica que: “O direito de voto é uma das características mais marcantes das companhias, visto que constitui o meio de se chegar às decisões não previstas no contrato social, ou de delegar aos administradores poderes para adotá-las.” EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A comentada: artigos 1 a 120**. São Paulo: Quartier Latin, 2011. v. 1. p. 620. Ver também: ROBERT, Bruno. **Exercício de direito de voto nas assembleias das companhias brasileiras, pedidos públicos de procuração, voto e participação à distância**. 2014. Tese (Doutorado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014. DOI 10.11606/T.2.2014.tde-11022015-145315.

2.1.1 Teorias sobre a natureza jurídica e sobre os fundamentos do direito de voto

Existem algumas teorias sobre a natureza jurídica do direito de voto. Para fins desta Dissertação, basta a exposição das duas principais.

De um lado, alguns autores defendem que o voto é um direito subjetivo dos titulares das ações ordinárias. Isso porque, eles podem decidir exercê-lo ou não. Trata-se de uma faculdade do acionista.¹⁴ Segundo essa concepção, o voto pode ser exercido de acordo com o interesse particular do acionista, servindo para tutelar seus interesses egoísticos.¹⁵ Ou seja, ao exercer o direito de voto, o titular da ação pode considerar seus interesses individuais e não necessariamente agir como um membro de um órgão que formará a vontade imputável à companhia. O indivíduo poderia, portanto, votar de forma contrária ao interesse da sociedade se isso favorecesse seus interesses individuais.

Esta concepção acaba por atribuir mais peso ao direito individual de propriedade do acionista sobre a ação do que ao seu papel como membro de uma organização com personalidade jurídica própria e independente. Isto é, a ação é tratada como um bem de titularidade do acionista que pode ser utilizado como ele entender mais conveniente e oportuno.¹⁶ Assim, não haveria qualquer limitação sobre o conteúdo do exercício do direito de propriedade sobre a ação – i.e. sobre o conteúdo do voto.

De outro lado, há autores entendem que o direito de voto seria um “poder-dever” ou “direito função”¹⁷ do sócio, uma vez que deve ser sempre exercido no interesse da sociedade¹⁸, conforme preceitua o art. 115 da Lei das S.A.¹⁹ Nesta concepção, o acionista, ao votar, teria que cumprir sua

¹⁴ MIRANDA, Francisco Cavalcanti Pontes de. Tratado de Direito Privado. 3. ed. Rio de Janeiro, Borsoi. p. 81. v. 60. 1957, Tomo VI apud LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (Coord.). **Direito das companhias**. 2. ed. rev. atual. Rio de Janeiro: Forense, 2017. p. 279.

¹⁵ RIBEIRO, Renato Ventura. **Direito de voto nas sociedades anônimas**. São Paulo: Quartier Latin, 2009. p. 174-176.

¹⁶ LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (Coord.). **Direito das companhias**. 2. ed. rev. atual. Rio de Janeiro: Forense, 2017. p. 279.

¹⁷ Art. 115. O acionista deve exercer o direito a voto no interesse da companhia; considerar-se-á abusivo o voto exercido com o fim de causar dano à companhia ou a outros acionistas, ou de obter, para si ou para outrem, vantagem a que não faz jus e de que resulte, ou possa resultar, prejuízo para a companhia ou para outros acionistas.

¹⁸ RIBEIRO, Renato Ventura. **Direito de voto nas sociedades anônimas**. São Paulo: Quartier Latin, 2009. p. 174-176.

¹⁹ Art. 115. O acionista deve exercer o direito a voto no interesse da companhia; considerar-se-á abusivo o voto exercido com o fim de causar dano à companhia ou a outros acionistas, ou de obter, para si ou para outrem, vantagem a que não faz jus e de que resulte, ou possa resultar, prejuízo para a companhia ou para outros acionistas.

função de direcionar a sociedade ao atingimento de seus fins: realização do objeto social e produção de lucros.

O dever de votar no interesse da companhia configura uma limitação legal e expressa ao direito do acionista. A justificativa para tal limitação é que o voto serve justamente para que o acionista possa contribuir para a formação da vontade da sociedade, uma pessoa jurídica independente, que congrega os interesses de uma coletividade de sócios. O direito deve, portanto, ser exercido de forma compatível com a sua função, sob pena de configuração de abuso de direito – quando o titular o exerce de forma que “excede manifestamente os limites impostos pelo seu fim econômico ou social, pela boa-fé ou pelos bons costumes.”²⁰

Mas a determinação da Lei das S.A. vai além. Exige que o acionista diferencie seus interesses particulares daqueles que detém enquanto membro da sociedade. Trata-se, portanto, de uma exigência específica para o contexto das sociedades que encontra eco na vedação geral existente no ordenamento jurídico Brasileiro ao exercício abusivo de direitos, mas com mais intensidade. Isto é, a lei não busca apenas reprimir o exercício manifestamente excessivo de um direito, mas, sim, de exigir que o indivíduo efetivamente considere o interesse de outro sujeito – a sociedade – no seu exercício.

Em algumas situações, contudo, a Lei das S.A. permite que os acionistas votem considerando exclusivamente seus interesses particulares – quando se manifestam como partes do contrato de sociedade. Esse é o caso das deliberações que buscam alterar questões fundamentais do contrato de sociedade, que garantem aos dissidentes direito de recesso (artigos 136 e 137 da Lei das S.A.).²¹

Quando colocado diante de tais situações, o acionista pode votar considerando seu interesse particular de permanecer, ou não, como parte de uma sociedade com as novas características.

²⁰ Cf. artigo 187 do Código Civil: Art. 187. Também comete ato ilícito o titular de um direito que, ao exercê-lo, excede manifestamente os limites impostos pelo seu fim econômico ou social, pela boa-fé ou pelos bons costumes.

²¹ Nesse sentido, confira-se a explicação de Marcelo Lamy Rego: “Entendemos que o voto é ao mesmo tempo direito subjetivo e direito-dever; é direito subjetivo porque o acionista pode exercê-lo ou não; mas, com relação ao conteúdo do voto, é direito-dever, uma vez que deve ser exercido no interesse da companhia, salvo nas deliberações da assembleia em que se manifesta como parte do contrato de companhia, quando pode validamente exercer o voto no seu interesse, quando é direito subjetivo. Seguimos a lição de Asquini (1959, p. 631), de que o direito de voto é direito de dupla face, de um lado direito subjetivo para tutela de interesse individual do acionista e, de outro, poder concedido ao acionista no interesse social.” LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (Coord.). **Direito das companhias**. 2. ed. rev. atual. Rio de Janeiro: Forense, 2017. p. 280.

Nestes casos, ele não precisa avaliar se a mudança pretendida atende ou não aos interesses da companhia.

Sendo assim, a explicação mais correta e adequada parece combinar as duas correntes: o voto é um direito subjetivo do titular da ação, na medida em que ele decorre da propriedade do título, mas há limites ao seu exercício. Assim sendo, exige-se que ele seja sempre exercido no interesse da sociedade.

2.1.2 Fundamento do direito de voto

Para fins desta Dissertação, contudo, mais relevante do que definir a natureza jurídica do direito de voto, é verificar o fundamento de sua atribuição aos acionistas, isto é, entender quais as justificativas (i) para que os acionistas sejam titulares do direito de voto e (ii) para a distribuição dos votos entre os acionistas. Com isso, é possível avaliar as justificativas a concessão de pluralidade de voto a determinados acionistas.

Quando se trata de direito de voto, a primeira referência intuitiva é à organização das sociedades democráticas. Em tal contexto, o direito de voto é tratado como algo inerente à qualidade de membro de determinada organização – *in casu* a sociedade. Trata-se de uma concepção mais próxima àquela do direito público, em que todo cidadão, por fazer parte do contrato social constitutivo do Estado, tem direito a um voto (sistema de voto por cabeça – *one man, one vote*). Assim, todos os membros da organização deveriam ser tratados de forma igual e ter a mesma influência na formação da vontade coletiva.

Essa concepção de igualdade entre os acionistas independentemente da participação era encontrada originalmente em empreendimentos de menor porte nos quais os sócios eram todos os produtores dos bens manufaturados, figurando como clientes e acionistas das sociedades, de modo que buscavam evitar o domínio de sócios com interesses exclusivamente financeiros.²² Contudo, essa concepção foi sendo alterada quando as sociedades passaram a possuir e buscar cada vez mais recursos de investidores capitalistas cujo objetivo é exclusivamente obter lucro com o capital

²² PARGENDLER, Mariana; HANSMANN, Henry. A View of Shareholders Voting in the Nineteenth Century: Evidence from Brazil, England and France. **Business History**, v. 55, n. 4, p. 582-597, 2013. DOI 10.1080/00076791.2012.741972.

aplicado no empreendimento, não apenas melhores condições para o desenvolvimento da produção.²³

Tendo em vista o papel da sociedade anônima como forma de captar recursos e financiar a atividade produtiva, a concepção de um voto por cabeça não é a mais adequada. Tampouco é acolhida pela Lei das S.A. As sociedades anônimas visam o lucro e regem suas atividades pela lógica de mercado. As relações entre os sócios também são pautadas majoritariamente em interesses econômicos, de modo que não há sentido em aplicar princípios de igualdade entre os membros e democracia a tais organizações.

Sobre o tema, é lapidar a explicação dos autores do anteprojeto da Lei das S.A. que comparam os acionistas a “sacos de dinheiro” que votam. Confira-se:

O princípio da decisão em assembléia geral pelo voto majoritário (única solução prática possível para a deliberação coletiva de mais de uma dúzia de pessoas) contribuiu para que alguns teóricos, mais interessados nos aspectos estéticos das construções ideais do que na realidade do funcionamento da economia, pretendessem construir, a partir de comparações com a sociedade política, um modelo utópico de sociedade anônima, estranho ao esquema legal criado por empresários e pelo mercado, com base na experiência. Extrapolaram para a sociedade anônima os princípios políticos do sufrágio universal e da igualdade de todos perante a lei — que nada têm a ver com o voto do acionista e os direitos e garantias que lhe devem ser assegurados. O investidor ingressa na companhia que escolhe, dela sai quando quer ou pode, visa ao lucro, e compra e vende ações — isto é, votos — sem restrições, a não ser as do mercado. Uma assembléia geral — repita-se o que se disse alhures — é uma reunião de “sacos de dinheiro que votam”, e não uma festa cívica. E bastaria, para dirimir dúvidas, ir à essência do direito societário, em que se definem os pontos básicos de toda sociedade mercantil: co-participação nos lucros e prejuízos e direito de fiscalizar, mas não de participar das deliberações (arts. 288 e 296 do Código Comercial). Daí as comanditas, em que os comanditários são proibidos de gerir (art. 314), o mesmo ocorrendo com o sócio de indústria (art. 321). Daí também as primeiras S.A. restringirem o voto aos maiores acionistas, com o ocorria com o estatuto do Banco do Brasil.²⁴

Partindo desse entendimento, é possível justificar o direito de voto por sua correlação com a contribuição econômica do acionista à sociedade. O acionista adquire ações mediante aportes ao capital social.²⁵ O acionista que aportar mais recursos na sociedade terá maior quantidade de ações e, conseqüentemente, mais exposição em relação à companhia, isto é, maior o risco no caso de insucesso do empreendimento. Da mesma forma, quanto maior a quantidade de ações detidas, mais

²³ Nesse sentido: DUNLAVY, Colleen A. Social Conceptions of the Corporation: Insights from the History of Shareholder Voting Rights. **The Washington and Lee Law Review**, n. 63, n. 4, Fall, p. 1347-1388, 2006.

²⁴ LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. **A Lei das S.A.**: pareceres. 2. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1997. v. 2.

²⁵ Para fins didáticos, a aquisição secundária não foi considerada na explicação.

o acionista será beneficiado pelo bom desempenho da sociedade, pois receberá maior parcela dos lucros. Isso justificaria uma proporcionalidade entre capital social e voto (participação econômica e participação política).

Segundo essa concepção, aqueles que investem mais recursos na sociedade devem ter mais poder para decidir sobre a destinação dos seus ativos já que, presumivelmente, terão interesses mais alinhados com aqueles da empresa.

Em sentido semelhante, há autores norte-americanos, como Easterbrook e Fischel, que fundamentam a atribuição de direito de voto aos acionistas no fato de eles serem titulares de um interesse *residual* na empresa. Isto é, os titulares das ações somente são remunerados pelo seu investimento com o que for excedente após o pagamento de trabalhadores, credores, das obrigações fiscais, entre outros.

Assim, partindo da concepção da empresa como um conjunto de contratos destinado a exercer determinada atividade econômica, a atribuição de voto aos acionistas seria a forma mais eficiente de alocar o poder e, conseqüentemente, de reduzir os custos de transação para o desempenho da atividade empresarial.

Assim, a manutenção do princípio do *one share, one vote*, ou seja, da proporcionalidade entre o direito de voto e o interesse econômico dos acionistas, seria a maneira de concretizar o alinhamento e os ganhos de eficiência anteriormente descritos. A distribuição de direitos políticos desproporcionais ao interesse residual do acionista em relação ao todo seria contrária a essa lógica.²⁶

Ademais, a atribuição de direito de voto a cada uma das ações é compatível com a natureza de sociedade de capitais da sociedade anônima, em que a posição perante a sociedade independe do indivíduo em si, mas, sim, dos títulos que ele possui e que circulam livremente, de modo que a figura dos sócios pode ser constantemente alterada. Ou seja, o que determina a posição do indivíduo

²⁶ Nesse sentido: “*The presumptively equal voting right attached to shares is, however, a logical consequence of the function of voting we have discussed above. Voting flows with the residual interest in the firm, and unless each element of the residual interest carries an equal voting right, there will be a needless agency cost of management. Those with disproportionate voting power will not receive shares of the residual gains or losses from new endeavors and arrangements commensurate with their control; as a result they will not make optimal decisions.*” EASTERBROOK, Frank H; FISCHEL, Daniel R. Voting in corporate law. **The Journal of Law & Economics**, Chicago, v. 26, n. 2, p. 395-427, 1983.

perante a sociedade são as ações representativas de frações políticas e econômicas da sociedade que ele possui, não suas características particulares.

Na legislação societária Brasileira, contudo, a proporcionalidade entre contribuição para o capital e direito de voto é bastante mitigada. Logo, a regra do *one share, one vote* não é suficiente para explicar a divisão do poder nas sociedades anônimas.

A primeira razão para esse descasamento está na admissão da emissão de ações preferenciais sem direito de voto, que podem gerar uma desproporção entre o capital social e o capital votante. Tanto as ações ordinárias quanto as ações preferenciais são emitidas em contrapartida a um aporte de capital, de modo que nas sociedades em que 50% do capital social é formado por ações preferenciais, por exemplo, os acionistas titulares da totalidade do capital votante respondem por apenas metade dos recursos destinados ao capital social (assumindo que todos os aportes ocorreram em um mesmo momento e pelo mesmo preço de emissão das ações).

A segunda razão é a possibilidade da emissão de ações com voto plural, nos termos do art. 110-A da Lei das S.A., objeto deste trabalho. O instituto permite que os indivíduos titulares de tais ações adquiram direitos de voto potencializados em relação à sua participação econômica na sociedade.

Outra razão que leva a esse descasamento é a possibilidade de emissão de ações sem valor nominal (art. 11 da Lei das S.A.). Em sociedades que adotam esse modelo, o valor das ações é ajustado em função do número de ações e do capital social, o que beneficia aqueles que adquirem ações por um preço de emissão mais baixo. Nesse sentido, um acionista pode ter desembolsado um valor “x” para adquirir “y” ações e outro acionista, em outro aumento de capital, precise aportar “2x” para adquirir as mesmas “y” ações. Em tal caso, não haverá uma correspondência exata entre contribuição para o capital social e a titularidade de ações e, por conseguinte de direitos políticos.²⁷

²⁷ É o que explica Modesto Carvalhosa: “Porém, vai mais longe a nossa legislação, ao instituir as ações sem valor nominal (art. 14), que não exprimem a parcela que constitui a contribuição do acionista na formação ou no aumento do capital. Em consequência, a participação do acionista, no capital da companhia, medir-se-á em razão do número de ações de que é titular proporcionalmente ao número total de ações emitidas. Se, v. g., numa emissão do capital, a subscrição foi de R\$ 50,00 (cinquenta reais) por ação e, no aumento subsequente, a subscrição foi de R\$ 150,00 (cento e cinquenta reais), em ambos os casos, contar-se-ão o mesmo número de ações, independentemente, portanto, da diferença de contribuição do acionista ao capital, numa e noutra oportunidade. Além disso, determinou a lei vigente de 1976 que o valor do ágio das ações com valor nominal e bem assim, facultativamente, uma parcela do valor de emissão das ações sem valor nominal integrem as reservas de capital (art. 182). No entanto, tal alocação não importará

Ainda assim, é possível defender que, apesar de os aportes em valores distintos darem aos acionistas o mesmo número de ações e a mesma participação no capital social, não significa que haja um desequilíbrio em termos de valor econômico das participações. Isso porque, geralmente, os acionistas que ingressam mais cedo na companhia adquirem as ações a um valor mais baixo. Com o crescimento da empresa, há uma valorização das participações e, conseqüentemente, um aumento do preço a ser pago pelas ações emitidas em aumentos de capitais posteriores.

Ou seja, o preço pago pelas novas participações tem como base o valor econômico da empresa no momento do aumento do capital, independentemente do valor nominal aportado anteriormente. Nesse sentido, é possível afirmar que todas as ações, se avaliadas no mesmo marco temporal, têm o mesmo conteúdo econômico.

De toda forma, considerando as disposições da Lei das S.A., não é possível enquadrá-la de forma perfeita em nenhum dos fundamentos para o exercício do direito de voto anteriormente descritos – i.e.: (i) princípio democrático e (ii) proporcionalidade entre interesse econômico e direito de voto.

Parece adequado afirmar que o fundamento do direito de voto em cada sociedade anônima é *contratual*. Isso porque, dentro dos limites estabelecidos pela Lei das S.A., há espaço para o acordo entre os sócios sobre as regras constitutivas da companhia, que inclui a disciplina sobre a estrutura política da empresa.

A Lei das S.A. contém algumas regras cogentes que buscam assegurar algum nível de proporcionalidade entre direitos econômicos e políticos das ações, de modo a impedir que eles fiquem totalmente descolados. Tais regras serão discutidas ao longo desta Dissertação. Contudo, referidas disposições dão margem significativa para que os particulares definam as regras políticas internas da sociedade e a divisão de votos entre as ações.

Além disso, deve-se mencionar a liberdade conferida aos indivíduos para tomar decisões econômicas e de alocação do capital, garantida pela própria Constituição Federal.²⁸ Isso porque, a

necessariamente a posterior capitalização, por isso que as reservas de capital não integram obrigatoriamente o capital social (art. 200). Disso tudo decorre que o capital social não mais reflete, necessariamente, o valor de todas as entradas de capital.” CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**: arts. 75 a 137. 4. ed. rev. atual. São Paulo: Saraiva, 2008. v. 2. p. 436.

²⁸ Cf. Art. 5º, XVII, XX e Art. 170.

adesão a determinada sociedade é sempre voluntária. O sujeito avalia se quer aportar recursos pelo preço de emissão em determinado aumento de capital, quanto quer aportar ou se quer adquirir ações no mercado secundário. Nesse ato, o investidor pode avaliar, também, a estrutura de poder da sociedade e os direitos políticos conferidos às ações que está adquirindo.

A Lei das S.A. trata de direitos patrimoniais disponíveis. Por essa razão há algum grau de liberdade e flexibilidade para que os sócios possam disciplinar, nos documentos constitutivos, diferentes formas de alocação do poder na sociedade.²⁹

Assim, observadas as restrições legais – i.e., o limite de 50% de ações preferenciais (art. 15, §2º da Lei das S.A.) e o máximo de dez votos por ação no caso das ações com voto plural (art. 110-A, *caput* da Lei das S.A.) – a proporção entre capital e voto dependerá das regras políticas da empresa refletidas no estatuto, acordadas contratualmente entre os sócios.

Se a companhia tiver apenas ações ordinárias com um voto cada, o capital social corresponderá ao capital votante. Se a companhia tiver metade do capital representado por ações preferenciais sem direito de voto, caberá apenas a outra metade das ações o exercício dos direitos políticos. O acionista, ao adquirir ações de uma sociedade, está exercendo sua autonomia privada e aderindo de forma tácita à estrutura de capital da sociedade, seja ela qual for.

Por tais razões, como alerta Bruno Robert³⁰, é preciso ser judicioso nas comparações entre democracia e sociedade anônima, bem como na incorporação de conceitos de justiça e de igualdade

²⁹ Como ao contrário do que ocorre com a sociedade civil, a adesão à organização empresarial é voluntária, os arranjos de poder e participação são mais flexíveis. A contraprestação em direitos de participação varia conforme cada arranjo contratual, conferindo maior ou menor significado ao direito de voto.

³⁰ “O conceito de shareholder democracy, portanto, tem um apelo muito mais simbólico do que técnico na compreensão das organizações societárias. As premissas da distribuição de poder na empresa não coincidem com os valores de justiça e com os objetivos sociais que influenciam o desenho democrático da sociedade civil. [...] Embora em casos de abuso de poder dentro da organização societária sejam socialmente repreensíveis com recurso aos mesmos princípios que avaliam as injustiças na vida comum, inclusive por meio de instrumentos expressamente previstos pelo direito, a sensibilidade para a proteção do significado político de cada sócio é muito menor do que a que se refere ao significado político de cada cidadão em um estado democrático. [...] Essa constatação é importante, pois restringe a utilização de analogias com a democracia social no sistema político societário. A eficiência da organização societária, que, diferentemente da sociedade civil, está focalizada de modo praticamente exclusivo no desenvolvimento econômico da entidade, depende de arranjos políticos muito mais flexíveis que a democracia efetiva exige. Confundir, de forma excessiva, a democracia com o funcionamento das organizações societárias pode trazer mais entraves do que soluções para o funcionamento das sociedades. Essa é uma ressalva de grande importância em tempos de crescente inclusão no ambiente empresarial de preocupações sociais, ligadas, por exemplo, ao meio-ambiente, à regulação e transparência no mercado financeiro, a redes de corrupção internacional e ao fluxo ilegal de divisas, que podem levar, se não controladas e ainda que socialmente positiva em princípio, a uma socialização da empresa.” ROBERT, Bruno.

Exercício de direito de voto nas assembleias das companhias brasileiras, pedidos públicos de procuração, voto

neste universo, pois as atividades econômicas desenvolvidas pelas empresas são dinâmicas, complexas e exigem diferentes formas de organização.

De toda forma, há diversas regras cogentes na Lei das S.A. que limitam a autonomia privada dos sócios na definição da estrutura política das sociedades. Eles não podem dispor de forma plena e irrestrita sobre a disciplina política da sociedade, por razões que serão discutidas na Seção 2.2. do trabalho.

O objetivo desta Dissertação é justamente analisar uma das regras que limita a esfera da autonomia privada das partes no tocante a configuração da estrutura de capital da empresa: a disciplina do voto plural, instituto que era vedado pela Lei das S.A. até 2021. Isso porque, o instrumento, apesar de permitir uma alavancagem dos direitos políticos de alguns acionistas e conferir mais alternativas à organização de poder na sociedade anônima, possui uma série de limitações à livre disciplina de direitos políticos pelas partes.

Os debates acerca de regulação do voto plural estão muito atrelados às limitações à autonomia dos sócios com relação à regulação da estrutura política interna das sociedades e aos incentivos por elas gerados. Isso porque, levando-se ao extremo o argumento de que os sócios são livres para avaliar e decidir aderir ou não à estrutura política de determinada sociedade, não haveria razões para prever qualquer limite à autonomia privada nesse aspecto, cada sociedade poderia escolher a estrutura interna que entendesse mais oportuna e conveniente.

Não foi essa, contudo, a escolha do legislador Brasileiro. Há limites à autonomia privada para a disciplina dos direitos políticos internos da sociedade. As razões de existir de tais limitações ficarão claras nos itens seguintes relativos à função do direito de voto e do princípio majoritário nas sociedades anônimas, bem como no item 2.1.4. que trata justamente desta controvérsia em abstrato.

2.1.3 Função do Direito de Voto

Esclarecidos a natureza jurídica do direito de voto e seus fundamentos, é importante entender qual a função do voto para o funcionamento das sociedades anônimas.

e participação à distância. 2014. Tese (Doutorado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014. DOI 10.11606/T.2.2014.tde-11022015-145315. p. 22-23.

As regras para o funcionamento da sociedade são estabelecidas pelo estatuto social – documento acordado entre os sócios que disciplina o objeto (i.e., as atividades que serão desenvolvidas pela empresa), a sede e as regras de governança, bem como as regras para sua própria alteração. Contudo, é evidente que as regras previstas no estatuto social não exaurem toda disciplina necessária para o funcionamento das sociedades. O estatuto social contém apenas normas genéricas que guiam o funcionamento dos órgãos da companhia. É necessário que as lacunas sejam preenchidas com tomadas de decisões ao longo da vida da empresa³¹, que é dinâmica por natureza.

As lacunas são preenchidas pelos órgãos sociais – que dão vida à empresa e permitem que ela exerça suas atividades perante terceiros. São eles: a assembleia (esfera dos acionistas), o conselho de administração e a diretoria (esfera dos administradores).

A assembleia geral tem, sem prejuízo de eventuais competências definidas no Estatuto, a competência para decidir sobre todos os temas relevantes e estruturais da sociedade, conforme rol elencado no art. 122 da Lei das S.A.

Além disso, é da assembleia a competência de eleger os administradores que cuidarão da gestão ordinária da companhia, tocando o dia a dia. O poder de eleger os administradores e demitir *ad nutum* faz com que os acionistas consigam orientar a administração mesmo fora do ambiente da assembleia, como explica Alexandre Tavares Guerreiro³², se projetando em diversos âmbitos, sob uma perspectiva sociológica e Weberiana.³³

É do voto, portanto, que decorrem todos os direitos dos acionistas de participação nas

³¹ “O voto, assim, viabiliza a execução contínua do contrato de sociedade, fazendo atuar a vontade fundamental das partes contratantes nas decisões necessárias ao longo do desenvolvimento das atividades empresariais. De um outro ponto de vista, o voto é instrumento para o preenchimento das incompletudes do contrato de sociedade, ao longo de sua execução.” ROBERT, Bruno. **Exercício de direito de voto nas assembleias das companhias brasileiras, pedidos públicos de procuração, voto e participação à distância**. 2014. Tese (Doutorado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014. DOI 10.11606/T.2.2014.tde-11022015-145315. p. 19.

³² “[c]omo os eleitores-acionistas têm poder de vida e morte sobre a administração, podendo a qualquer tempo destituir qualquer administrador em caráter discricionário, fácil é de perceber que, do ângulo sociológico, o poder de controle se projeta para além do foro assemblear, impondo-se sobre a administração como uma força coativa de caráter permanente, condicionando a gestão dos administradores-eleitos [...] na medida em que a própria lei admite e até afirma tal possibilidade de dirigir/orientar por parte do acionista controlador, resulta claro que, por trás da administração profissional ou burocrática, atua a eminência parda dos titulares do poder acionário” GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Sociedade anônima: poder e dominação. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico, Financeiro**, ano XXIII (nova série), n. 53 – janeiro/março de 1984. p. 75-76.

³³ GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Sociedade anônima: poder e dominação. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico, Financeiro**, ano XXIII (nova série), n. 53 – janeiro/março de 1984. p. 75-76.

decisões e orientação dos negócios da Lei das S.A. Os direitos essenciais previstos no art. 109³⁴ e outras prerrogativas esparsas ao longo da lei são de natureza econômica e fiscalizatória, isto é, não permitem que os acionistas definam os rumos da companhia³⁵ e que a sociedade efetivamente funcione.

O sistema depende do impulso autorizativo dos seus membros (sócios) – que se dá por meio do voto – para exercer as suas atividades.³⁶ O voto é, portanto, o mecanismo a partir do qual as decisões necessárias para o desenvolvimento são tomadas e, conseqüentemente, o que define os rumos de determinada empresa. Sob a perspectiva dos seus titulares, trata-se do direito que garante a participação nas decisões que definirão a destinação dos ativos sociais. É o meio do acionista expressar sua visão sobre os caminhos a serem seguidos para que a sociedade atinja seu fim último: a produção de lucros.

2.1.4 O princípio majoritário

Estabelecido que o voto é o mecanismo de exercício do poder no âmbito das sociedades anônimas, é necessário expor como esse poder se organiza por meio do princípio majoritário, consagrado pelo art. 129 da Lei das S.A.

Trata-se de uma “da regra do regime de funcionamento dos órgãos de deliberação colegiada da companhia segundo a qual as deliberações são tomadas por maioria de votos e, quando

³⁴ Art. 109. Nem o estatuto social nem a assembléia-geral poderão privar o acionista dos direitos de:

I - participar dos lucros sociais;

II - participar do acervo da companhia, em caso de liquidação;

III - fiscalizar, na forma prevista nesta Lei, a gestão dos negócios sociais;

IV - preferência para a subscrição de ações, partes beneficiárias conversíveis em ações, debêntures conversíveis em ações e bônus de subscrição, observado o disposto nos artigos 171 e 172;

V - retirar-se da sociedade nos casos previstos nesta Lei.

³⁵Por exemplo, o direito de pedir uma nova avaliação em caso de oferta pública para cancelamento de registro e fechamento de capital, nos termos do artigo 4º -A da Lei.

³⁶“Votar significa o reconhecimento da importância relativa do indivíduo para o sistema no qual o voto atua. O sistema espera o voto e depende do seu impulso autorizativo. O voto, assim, nos modelos que os instituem, é instrumento de retribuição à capacidade efetiva ou potencial de contribuição, que, além de um direito em si mesmo, é um ônus e um protetor de outros direitos, próprios e de terceiros, igualmente reconhecidos pelo mesmo sistema.” ROBERT, Bruno. **Exercício de direito de voto nas assembleias das companhias brasileiras, pedidos públicos de procuração, voto e participação à distância**. 2014. Tese (Doutorado em Direito Comercial) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo. São Paulo, 2014. DOI 10.11606/T.2.2014.tde-11022015-145315.

conformes com a lei e o estatuto social, vinculam todos os membros, ainda que ausentes ou dissidentes.”³⁷

A sociedade, portanto, apesar de possuir natureza contratual, não exige o consenso de todas as partes para a tomada de decisões ou mesmo para a realização de modificações no próprio contrato. Isso é diferente da regra geral dos contratos, segundo a qual aditamentos e modificações só podem ser realizados mediante anuência de todas as partes.

A delegação do poder decisório à maioria tem uma explicação de ordem prática e outra de ordem filosófica.

Sob a perspectiva prática, exigir que as decisões fossem tomadas por todos os sócios tornaria o desenvolvimento dos negócios sociais completamente inviável. Especialmente nas sociedades anônimas que aglutinam um conjunto amplo e pulverizado de investidores, não haveria como obter o consenso de todos a cada decisão necessária. O resultado seria a estagnação completa da sociedade. A estrutura jurídica, neste caso, não atenderia à sua finalidade econômica de permitir o desenvolvimento eficiente da atividade empresarial.³⁸

Sob a perspectiva filosófica, deve-se pensar na justificativa para que a decisão da maioria possa prevalecer e vincular inclusive aqueles que não concordaram. Conforme Fábio Konder Comparato, o princípio é que “o ordenamento social deve estar de acordo com o maior número possível de sujeitos, e em desacordo com o menor número possível.”³⁹

Sendo assim, o princípio majoritário assume que a concordância da maioria dos votos sobre determinado tema pode representar a coletividade como um todo. A sociedade, portanto, deve seguir os rumos definidos por aqueles que detém a maioria dos direitos políticos.

³⁷ LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (Coord.). **Direito das companhias**. 2. ed. rev. atual. Rio de Janeiro: Forense, 2017. p. 587.

³⁸ Cf. explica Alfredo Lamy Filho: “As razões que explicam e justificam tal singularidade decorrem das características dessas sociedades: a duração ilimitada, o grande número de sócios, que podem ser substituídos sem anuência ou conhecimento dos demais mediante a simples transferência das ações, tornaram a exigência da unanimidade para tomar deliberações que se fizessem necessários ao longo do tempo incompatível com o funcionamento normal da sociedade.” LAMY FILHO, Alfredo. **Temas de S.A.** Rio de Janeiro: Renovar, 2007. p. 195.

³⁹ COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O poder de controle na sociedade anônima**. 6. ed. rev. atual. Rio de Janeiro: Forense, 2014.

De acordo com Dalmo Dallari, a prevalência da vontade da maioria sobre a de qualquer indivíduo ou grupo é uma das características elementares da democracia.⁴⁰ Tal afirmação é compreensível, tendo em vista que é impossível que haja uma unanimidade na definição das diretrizes da comunidade, de modo que se faz necessária a prevalência da vontade do povo. O autor complementa:

Todo homem é um ser racional, dotado de inteligência e de vontade, sendo todos igualmente capazes de proferir julgamentos sobre os fatos que presenciam e que afetam seus interesses. E como esses julgamentos sempre deverão variar, em função dos pontos de vista de quem os profira, verifica-se que é inerente à convivência humana o direito de divergir, e que a todos os indivíduos deve ser assegurado esse direito. É este, aliás, o fundamento do predomínio da vontade da maioria, que tem por pressuposto que a vontade de todos os indivíduos é substancialmente igual em valor [...].⁴¹

Ressalta-se, ainda, que os funcionamentos da democracia moderna se encontram, sobretudo, no pensamento de Rousseau. A partir de suas ideias, depreende-se a noção de que a aceitação da vontade da maioria como critério para obrigar o todo só se justifica se for acolhido o princípio de que todos os seres humanos são iguais.⁴² Em meio à democracia, o supremo poder de decisão é atribuído à maioria.⁴³ Em um espaço onde convivem múltiplas vontades, a síntese das aspirações da maioria será a vontade preponderante.⁴⁴ É lógico, portanto, que se há igualdade entre os indivíduos, a decisão formulada por aqueles que compõem o grupo majoritário deverá ser aceita pelo restante.

Contudo, conforme exposto acima, o funcionamento das sociedades democráticas não pode ser simplesmente equiparado ao das sociedades anônimas, embora ambas recorram a votos e ao princípio majoritário. Nas sociedades anônimas não há presunção de igualdade entre os acionistas em termos de poder decisório.

O poder decisório é atribuído aos acionistas que possuem a maioria do capital votante, que pode ser mais ou menos próximo do capital social, a depender da estrutura de distribuição de poder adotada. Isto é, se a sociedade emitir apenas ações ordinárias com um voto por ação, a maioria dos votos corresponderá a maioria do capital social. Contudo, se houver ações com voto plural ou ações

⁴⁰ DALLARI, Dalmo de Abreu. **Elementos de Teoria Geral do Estado**. 30. ed. São Paulo: Saraiva, 2011. p. 284.

⁴¹ DALLARI, Dalmo de Abreu. **Elementos de Teoria Geral do Estado**. 30. ed. São Paulo: Saraiva, 2011. p. 284.

⁴² DALLARI, Dalmo de Abreu. **Elementos de Teoria Geral do Estado**. 30. ed. São Paulo: Saraiva, 2011. p. 29.

⁴³ FERREIRA FILHO, Manoel Gonçalves. **Curso de Direito Constitucional**. 38. ed. São Paulo: Saraiva, 2012. Capítulo 9º: Formas, sistemas e regimes políticos.

⁴⁴ DEL VECCHIO, Giorgio. Teoria do Estado. São Paulo: Saraiva, 1957 apud DALLARI, Dalmo de Abreu. **Elementos de Teoria Geral do Estado**. 30. ed. São Paulo: Saraiva, 2011. p. 131.

preferenciais, haverá um descolamento entre o direito de voto e participação no capital social. Assim, ao se tornar sócio de determinada sociedade, o acionista está concordando com a forma de se atingir a maioria naquela empresa específica, definida no estatuto social.

O que há em comum entre as democracias e as sociedades anônimas é o consenso de que a decisão tomada por maioria dos votos deve ser equiparada à vontade da coletividade e é vinculante para todos, ainda que dissidentes.

De toda forma, o princípio majoritário não é absoluto, isto é, há limites impostos pela Lei das S.A. que não podem ser alterados nem pelo estatuto, nem por decisão da assembleia geral. Ou seja, apesar de definir os rumos da companhia, os representantes da maioria dos votos não podem suprimir determinados direitos atribuídos individualmente a cada um dos acionistas.

As principais proteções são os direitos essenciais dos acionistas previstos no art. 109 da Lei das S.A., dos quais eles não podem ser privados, em nenhuma hipótese. Dentre eles, destaca-se o direito de recesso que é garantido aos acionistas nos casos em que há alterações em elementos essenciais da sociedade. Assim, os sócios têm alguma garantia de que não serão obrigados a permanecer em uma sociedade fundamentalmente distinta daquelas em que concordaram ingressar.

Outra limitação importante ao princípio majoritário está nas próprias normas que definem a estrutura e os deveres no âmbito das sociedades anônimas. São elas, por exemplo, as que estabelecem limites para a emissão de ações preferenciais, limites ao voto plural, deveres dos administradores, regras para a realização de operações societárias. Ou seja, a institucionalidade da sociedade anônima acaba tendo pontos estruturais que limitam o poder majoritário.

As referidas limitações são essenciais para que a empresa consiga atrair os investidores. Ao mesmo tempo, a imposição de limitações extremas faz com que os controladores das empresas não queiram aceitar novos investidores. Sendo assim, o legislador deve sempre buscar um equilíbrio das normas para ao mesmo tempo (i) conferir segurança aos acionistas minoritários e (ii) tornar atrativa para os controladores a captação de recursos via mercado de capitais - isto é, sem a imposição de restrições excessivas aos seus poderes. Nesse sentido, vale conferir a explicação de Alfredo Lamy Filho:

Não é demais insistir que o funcionamento das companhias em todo o seu potencial, capaz de alimentar um vigoroso mercado de capitais — de que tanto dependem as economias de todos os países democráticos —, supõe o equilíbrio de direitos e poderes dos acionistas

no interior da S.A. pois, se a lei amplia os direitos da maioria, afasta necessariamente os minoritários, mas se amplia os direitos dos minoritários, a tendência dos incorporadores é fechar a companhia ou evitar tal forma societária, para não perder ou dividir o poder.⁴⁵

Essa discussão foi a tônica de toda a evolução histórica acerca do voto plural na legislação Brasileira, que será detalhada no Capítulo 3 desta Dissertação.

Antes, contudo, os próximos dois tópicos tratarão de outros dois pressupostos importantes para embasar as discussões sobre a introdução do voto plural na Lei das S.A. que também estão diretamente relacionados aos freios e contrapesos ao princípio majoritário.

2.2 SEGUNDO PRESSUPOSTO TEÓRICO: AUTONOMIA PRIVADA NO DIREITO SOCIETÁRIO

Outro ponto que, como se verá adiante, permeou todo o debate ao longo do processo legislativo para a introdução do voto plural na Lei das S.A., bem como a maior parte das críticas à Lei n. 14.195/2021 diz respeito aos limites da autonomia privada no direito societário e, mais especificamente, nas sociedades anônimas.

O voto plural foi introduzido na legislação Brasileira com diversas restrições que sofreram muitas críticas por, supostamente, deixarem o dispositivo engessado e limitarem excessivamente a liberdade das partes de definir a estrutura de poder das sociedades das quais escolhem voluntariamente ser sócias. São exemplos destas restrições: (i) o limite de 10 votos por ação; (ii) o limite temporal de sete anos para duração do voto plural; (iii) a impossibilidade de transferência das ações com voto plural; e (iv) a inaplicabilidade do voto plural às deliberações sobre transações com partes relacionadas e definição da remuneração dos administradores. Ou seja, há um embate entre concepções mais ou menos liberais sobre como o instituto deveria ser regulado.

Ocorre que esse tipo de discussão não está restrito à ciência jurídica. A decisão sobre qual nível de interferência na autonomia privada é melhor para o desenvolvimento do mercado acionário nacional depende de estudos econômicos e de política regulatória. Devem ser feitas análises empíricas para testar se níveis maiores de proteção aos minoritários ou de limites à alavancagem do poder de controle melhoram ou pioram o grau de investimentos em determinado mercado.

⁴⁵ FILHO, Alfredo Lamy. **Temas de S.A.** Rio de Janeiro: Renovar, 2007. p. 167.

Ainda assim, como há um conjunto significativo de variáveis que afetam o desenvolvimento de determinado mercado (ex. desenvolvimento econômico do país, qualidade das instituições, câmbio, cenário econômico mundial etc.) e é difícil isolá-las para testar o impacto de cada uma. Consequentemente, é quase impossível medir o impacto de normas específicas no desenvolvimento do mercado. Assim, parte das decisões sobre política legislativa serão afetadas, também, por componentes ideológicos dos agentes envolvidos na sua elaboração.

Como tanto a análise econômica quanto a análise ideológica fogem ao escopo desta Dissertação, buscou-se identificar como a questão poderia ser analisada sob uma perspectiva jurídica – ainda que, como se viu, o direito não tenha condições de esgotar o debate.

Neste exercício, concluiu-se que, para analisar com embasamento jurídico a regulação do voto plural sob a ótica descrita acima – i.e. com mais ou menos restrições –, é necessário compreender qual o espaço da autonomia privada no ordenamento societário Brasileiro. Com isso, é possível compreender se as restrições colocadas ao voto plural destoam, ou não, do restante da legislação no que diz respeito à liberdade conferida aos particulares para estabelecer as regras que regem as sociedades anônimas das quais são sócios.

Esse capítulo pretende trazer este embasamento teórico-jurídico necessário para analisar as críticas feitas à Lei n. 14.195/2021. Para tanto, foi utilizada a obra de Rodrigo Tellechea⁴⁶ que discutiu de forma bastante detalhada os limites da autonomia privada no direito societário e, especialmente, nas sociedades anônimas abertas e fechadas.

2.2.1 O sistema de tipicidade fechada no direito societário Brasileiro

No ordenamento jurídico Brasileiro, os indivíduos não são livres para criar quaisquer tipos de sociedades. O Código Civil, no art. 983⁴⁷, estabelece de forma taxativa as diferentes sociedades que podem ser criadas e as características de cada uma delas. Não é possível criar uma sociedade que não se enquadre em nenhum dos tipos previstos na lei (i.e. sociedade atípica).

⁴⁶ TELLECHEA, Rodrigo. **Autonomia privada no direito societário**. São Paulo: Quartier Latin, 2016.

⁴⁷ Art. 983. A sociedade empresária deve constituir-se segundo um dos tipos regulados nos arts. 1.039 a 1.092; a sociedade simples pode constituir-se de conformidade com um desses tipos, e, não o fazendo, subordina-se às normas que lhe são próprias.

Cada tipo societário é “um modelo estrutural definido por lei que as partes elegem para a realização de um negócio”.⁴⁸ Tais modelos auxiliam na organização da atividade empresarial, preenchendo lacunas que surgem ao longo da vida dos empreendimentos econômico, reduzindo custos de transação. É o que explica Rodrigo Tellechea:

Em uma perspectiva econômica, a adoção dos tipos legais em matéria societária tem direta relação com a função econômica exercida por este ramo jurídico, qual seja: reduzir os custos de contratação/transação dos agentes na escolha do modelo jurídico para exploração de seu negócio, fornecendo estruturas normativas capazes de preencher, de forma eficiente, as lacunas contratuais que os sócios não puderam completar de forma antecipada, seja em razão da racionalidade limitada, seja pelo alto custo que a negociação dessas cláusulas acarretaria à sociedade.

Os tipos societários cumprem essa função, representando, assim uma solução *ex ante* para o problema da organização jurídica do negócio, sendo ofertados aos agentes econômicos preliminarmente ao início da exploração da atividade econômica desejada. A escolha do modelo jurídico será determinante na resolução de problemas contingentes advindos na vigência da contratação, sendo que, em situações excepcionais (que geralmente envolvem operações societárias tais como fusão, cisão, incorporação, transformação), eles representarão alternativas *ex post* para a reorganização do negócio societário.⁴⁹

Por não haver a possibilidade de utilização de outros tipos societários além daqueles previstos em lei, o sistema Brasileiro é classificado com um sistema de tipicidade fechada. A ideia deste sistema é conferir maior segurança jurídica às relações das sociedades com terceiros, o que é fundamental para o bom fluxo das transações econômicas. É o que explica Erasmo Valladão:

o Código Civil estabeleceu a tipicidade das sociedades, vedando a criação de sociedades inominadas, produto exclusivo da autonomia da vontade, ao mesmo tempo que admitiu, no art. 425, a existência e validade de contratos atípicos, nas condições abaixo discutidas. A razão de ser dessa atitude do Código, contrária às sociedades inominadas, prende-se ao mesmo motivo que o leva a discriminar os direitos reais em *numerus clausus* (ar. 1.225). Como explica um tratadista, **da mesma forma como terceiros devem conhecer sem hesitação os direitos de um proprietário ou de um usufrutuário, os terceiros devem poder saber quais são os traços essenciais de tal ou qual forma de sociedade, sem necessitar se dispor a efetuar complexas investigações [...]**.⁵⁰ (grifo nosso)

O fato de haver um sistema de tipicidade fechada, contudo, não significa que não haja qualquer espaço para o exercício da autonomia privada. Afinal, o direito societário lida com direitos patrimoniais e disponíveis dos sócios, e, nestes casos, as restrições à liberdade de contratar devem ser exceções.

Sendo assim, para cada tipo societário há normas cogentes e dispositivas. As primeiras são obrigatórias e se aplicam ao tipo em questão independentemente da vontade das partes. As

⁴⁸ TELLECHEA, Rodrigo. **Autonomia privada no direito societário**. São Paulo: Quartier Latin, 2016. p. 180.

⁴⁹ TELLECHEA, Rodrigo. **Autonomia privada no direito societário**. São Paulo: Quartier Latin, 2016. p. 180.

⁵⁰ FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. **A sociedade em comum**. São Paulo: Malheiros, 2013. p. 135.

segundas podem ser afastadas pela vontade das partes.⁵¹ Além disso, respeitadas as normas cogentes, os sócios podem incluir cláusulas atípicas nos contratos de sociedade para torná-los mais próximos dos seus interesses específicos para aquele empreendimento.⁵²

O desafio é saber, contudo, quais são as normas que podem ou não ser derogadas. Para tanto, é necessário entender quais os interesses tutelados por cada norma. Só assim é possível saber se os sócios terão legitimidade para dispor de determinada regra aplicável ao tipo societário em questão.

Em primeiro lugar, não podem ser derogadas as regras que constituem o núcleo de tipo, isto é, aquelas que refletem suas características estruturantes. Isso porque, se a alteração de tais regras fosse permitida, seria possível descaracterizar os tipos elencados em lei, criando sociedades atípicas, o que é vedado para criar um arcabouço que facilite as transações econômicas, conforme explicado acima.

Assim como as regras que constituem o núcleo dos tipos societários, há outras que não podem ser afastadas pelas partes justamente porque visam proteger o funcionamento da economia de forma geral, bem como interesses de terceiros que se relacionam com a sociedade. Ou seja, restrições que encontram fundamento na ordem pública. Nesse sentido:

A tipicidade legal taxativa não impede que a autonomia privada construa soluções adaptadas às suas conveniências. Podemos distinguir adaptações internas e externas. As primeiras resultam da estipulação nos estatutos, dentro dos limites da elasticidade dos tipos, as segundas, de combinações de sociedades e de estipulação ou pactos anexos aos estatutos. O direito das sociedades comerciais é direito privado e, como tal dominado pelo princípio da liberdade e da autonomia. As limitações injuntivas à autonomia privada são excepcionais e só encontram fundamento e justificação na ordem pública. **A ordem pública societária assenta fundamentalmente nos princípios de proteção dos credores, das minorias e dos investidores. Fora do seu âmbito, é lícito estipular livremente.**⁵³ (grifo nosso)

Consequentemente, a autonomia privada dos sócios é menor quanto maior for a relevância de determinado tipo societário para a economia e para a sociedade. É o que explica Rodrigo Tellechea:

⁵¹ TELLECHEA, Rodrigo. **Autonomia privada no direito societário**. São Paulo: Quartier Latin, 2016. p. 184.

⁵² TELLECHEA, Rodrigo. **Autonomia privada no direito societário**. São Paulo: Quartier Latin, 2016. p. 191.

⁵³ VASCONCELOS, Pedro Pais de. A participação social nas sociedades comerciais. 2. ed. Coimbra: Almedina, 2006. p. 47-48 apud TELLECHEA, Rodrigo. **Autonomia privada no direito societário**. São Paulo: Quartier Latin, 2016. p. 190.

Do exame das previsões gerais aplicáveis às sociedades empresárias, conclui-se que **tanto maior será a autonomia privada dos sócios na regulação dos seus interesses societários quanto menor a relevância do tipo societário delineado pela lei**. Em outras palavras, isso significa que as formas societárias para as quais a lei dedicou maior atenção, regulando-as de forma exaustiva, tendem a ser estruturadas com um número reduzido de normas dispositivas e, por conseguinte, restringir a margem para atuação da autonomia privada dos sócios. Por outro lado, os tipos societários menos regulados tendem a outorgar às partes maior liberdade para ajustar o contrato da sociedade às suas necessidades (sendo, portanto, mais flexíveis).

Tudo indica que a técnica legislativa adotada pelo legislador **foi a de regular intensa e exaustivamente os tipos societários socialmente relevantes e que tem maior impacto na sociedade, como é o caso das sociedades limitadas e anônimas, duas das estruturas jurídicas mais utilizadas pelos agentes econômicos**, e dispensar menor atenção e tratamento aos tipos societários historicamente importantes, porém socialmente irrelevantes, como é o caso das sociedades em nome coletivo e da comandita simples.⁵⁴ (grifo nosso)

Em alguns casos, tal regulação pode ser considerada excessiva, por não se ater exclusivamente a elementos estruturantes e com isso, reduzir significativamente o limite de atuação dos sócios, que são os principais interessados no bom funcionamento da sociedade.

Por fim, é importante destacar que tal regulação tem importantes consequências para o funcionamento das sociedades. Recorre-se mais uma vez, à obra de Rodrigo Tellechea.

Disso tudo, percebe-se que a existência de diferentes níveis de regras cogentes e dispositivas é capaz de acarretar distintas consequências na categorização e no funcionamento das sociedades [...]. Mas não apenas isso: observa-se que algumas normas societárias imperativas não constituem apenas limites ao poder majoritário assemblear, mas também aos interesses dos titulares dos direitos em questão, na medida em que são inerentes ao tipo/ordenamento societário, protegendo valores de ordem superior, os quais acabam por tolher a autonomia privada das partes em modificá-los, seja no estatuto originário da companhia, seja em deliberação assemblear posterior (unânime).⁵⁵

Feito esse panorama geral sobre tipologia, normas cogentes e dispositivas, o próximo tópico detalhará como esses conceitos se aplicam às sociedades anônimas.

2.2.2 Regime jurídico das sociedades anônimas

As sociedades anônimas, como bem explicado por Ripert⁵⁶, são máquinas jurídicas que servem para atender finalidades econômicas. Elas foram criadas diante de necessidades práticas: captação de recursos de um amplo público para financiar atividades que exigiam grande volume de recursos – i.e. as grandes navegações.

⁵⁴ TELLECHEA, Rodrigo. **Autonomia privada no direito societário**. São Paulo: Quartier Latin, 2016. p. 216.

⁵⁵ TELLECHEA, Rodrigo. **Autonomia privada no direito societário**. São Paulo: Quartier Latin, 2016. p. 217.

⁵⁶ RIPERT, Georges. **Aspectos jurídicos do capitalismo moderno**. Trad. De Gilda exploração G. de Azevedo. Rio de Janeiro: Livraria Editora Freitas Bastos, 1946. p. 105-130.

A divisão do capital em ações permite que diversos indivíduos sejam titulares de um mesmo empreendimento e com limitação de responsabilidade. Limitar as perdas ao capital investido reduz de forma significativa os riscos assumidos pelos investidores e cria incentivos para que diversos indivíduos apliquem suas poupanças em empreendimentos que não irão administrar.

O instituto jurídico da sociedade anônima não tem, portanto, uma finalidade em si mesmo. Ele serve aos objetivos econômicos que justificaram sua criação e permanecem basicamente os mesmos até hoje: organização da atividade produtiva visando a produção de lucro e captação de investimentos para seu desenvolvimento.

As sociedades anônimas se dividem em dois tipos: abertas e fechadas, sendo que há relevantes diferenças entre os respectivos regimes jurídicos. O regime das sociedades fechadas, como era de se esperar, é mais flexível que o das abertas, justamente por que as companhias fechadas não podem captar recursos de um amplo público investidor. O acesso à poupança popular é limitado, o que reduz o interesse público na intervenção da relação entre os sócios.

Ainda assim, são comuns aos dois subtipos de sociedade anônimas os elementos que compõem o núcleo da estrutura deste tipo societário. São eles: (i) a divisão do capital em ações; (ii) a responsabilidade limitada dos sócios; (iii) a livre circulação de ações; e (iv) a estrutura orgânica da sociedade.

Sobre o item 'iv', Fábio Konder Comparato explica que:

ao contrário do que sucede nos demais tipos societários, a economia interna da sociedade anônima é não é deixada à livre decisão de seus fundadores ou acionistas. O legislador discriminou poderes-funções considerados fundamentais, atribuindo-os a órgãos próprios, insuprimíveis e inconfundíveis: o poder função deliberante à assembleia geral, o poder função administrativo à diretoria e o poder-função sindicante ao conselho fiscal. A liberdade negocial dos particulares é pois, limitada pelo respeito devido a essa estrutura básica. Reproduziu-se assim, no direito privado, a mesma problemática de divisão de Poderes do direito constitucional, com conseqüência de sua indelegabilidade.⁵⁷

Ou seja, a estrutura interna da sociedade não pode ser livremente definida pelos sócios. O caráter institucional da sociedade anônima traz essa limitação.

⁵⁷ COMPARATO, Fábio Konder. **O poder de controle na sociedade anônima**. 3. Ed. Rio de Janeiro: Forense, 1983. p. 16 apud TELLECHEA, Rodrigo. **Autonomia privada no direito societário**. São Paulo: Quartier Latin, 2016. p. 217.

Contudo, essas quatro características nucleares das sociedades anônimas não são suficientes para distinguir todas as normas cogentes das dispositivas.

Há outras normas cogentes relevantes que não fazem parte das características constitutivas das sociedades anônimas, mas ainda assim são extremamente relevantes para o sistema jurídico das companhias.

Dentre tais normas estão aquelas que regulam os direitos essenciais dos acionistas, as proteções das minorias (ex. possibilidade de eleição em separado de membros do conselho fiscal, possibilidade de pedir a eleição por voto múltiplo, dividendo mínimo obrigatório), normas que regulam a elaboração das demonstrações financeiras etc.

Nesse mesmo sentido, conforme exposto no item 2.1 desta Dissertação, uma das questões centrais da regulação das sociedades anônimas é o equilíbrio de poderes e proteções da maioria e da minoria, sendo as proteções das minorias contrapontos necessários ao poder majoritário no âmbito das sociedades anônimas. Ou seja, as normas que limitam o poder majoritário e consagram as proteções individuais e das minorias são cogentes.

Em resumo, as normas cogentes das sociedades anônimas devem ser identificadas de acordo com suas funções no sistema jurídico das companhias.

Nesse sentido, confira-se a explicação de José Luiz Bulhões Pedreira, que explica as razões das limitações à autonomia privada em diversas normas da Lei das S.A.

- a) em matéria dos direitos dos acionistas, a liberdade de contratar é limitada devido à possibilidade de grande número de acionistas, à circulabilidade das ações, à natureza das ações como valores mobiliários e à necessidade de assegurar o funcionamento eficiente dos mercados de capitais;
- b) como nenhum acionista responde pelas obrigações sociais além do capital com que contribuiu, a eficácia da responsabilidade patrimonial e a proteção dos credores depende do instituto do capital social, e grande número das normas da lei visa assegurar a fixidez, realidade e intangibilidade desse capital;
- c) o regime do capital social e a proteção dos interesses dos investidores dos mercados de capitais, assim como a determinação dos direitos de participação no lucro da companhia requerem normas sobre demonstrações financeiras e apuração e distribuição de resultados, que são cogentes;
- d) os valores mobiliários – que a companhia tem o privilégio de emitir – são regulados por normas legais cogentes para proteger seus titulares e os investidores do mercado;
- e) o funcionamento eficiente da organização da companhia, que pode atingir grande dimensão, requer a definição legal da estrutura interna e a disciplina dos seus órgãos, a fim de dar segurança às relações com terceiros e proteger os interesses de acionistas minoritários e investidores do mercado;

f) o regime de publicidade dos atos da companhia também visa proteger tanto acionistas quanto credores e investidores.⁵⁸

Sendo assim, para analisar se determinada norma é cogente ou dispositiva, é necessário entender suas funções dentro da regulação das companhias e quais interesses elas visam proteger.

2.2.3 Como definir quais normas precisam, necessariamente, ser cogentes?

As explicações tecidas no item anterior ajudam a diferenciar as normas cogentes e dispositivas das Lei das S.A. Contudo, elas não determinam quais normas precisam ou não ser cogentes na regulação das sociedades anônimas – que é a discussão que se coloca em relação às restrições ao voto plural impostas pela Lei n. 14.195/2021.

Especialmente com relação aos itens ‘a)’ e ‘e)’ mencionados por José Luiz Bulhões Pedreira, que tratam de direitos dos acionistas e proteção dos investidores de mercado, existe uma margem relevante para variação do nível de proteção conferido aos acionistas minoritários e investidores de mercado. Tais proteções em si, individualmente consideradas, não constituem elementos constitutivos do tipo. Ou seja, há margem para conferir mais ou menos proteções aos acionistas individuais e às minorias, bem como para alterar os tipos de proteções conferidas, sem que isso altere a natureza jurídica da sociedade anônima e os princípios de ordem pública que a norma visa proteger. Há vários caminhos para atingir o mesmo resultado.

Parte das definições sobre quais caminhos seguir remete a escolhas legislativas que são tomadas com recursos a elementos não jurídicos. Contudo, é possível olhar a questão sob o prisma das principais características do sistema jurídico das companhias, descrito anteriormente no item 2.2.3 e avaliar a coerência e o equilíbrio de determinadas normas com o referido sistema.

Essa constatação, apesar de abstrata, fica mais clara quando se analisa os instrumentos de alavancagem do poder de controle e seus limites – i.e. as ações preferenciais e o voto plural.

Conforme se verá em detalhe nos Capítulos 3 e 4, nos quais os instrumentos de alavancagem do poder de controle serão analisados com maior detalhamento, a existência de tais mecanismos não altera nenhuma característica integrante do núcleo do tipo das sociedades anônimas. Logo, entende-se que características centrais se mantêm, tais como: divisão do capital social em ações

⁵⁸ LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (Coord.). **Direito das companhias**. 2. ed. rev. atual. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 119-142. p. 127.

que circulam livremente; limitação de responsabilidade; e estrutura orgânica das sociedades, com órgãos bem definidos. Da mesma forma, continuam valendo o princípio majoritário, as regras de distribuição de dividendos, bem como o regime de publicidade dos atos societários, entre outras.

Os mecanismos de alavancagem do poder de determinados acionistas trazem a discussão sobre como proteger os interesses dos acionistas minoritários que não terão direitos políticos potencializados. Referidos mecanismos criam uma desproporção entre exposição econômica e direitos políticos, com potenciais aumentos dos riscos do surgimento de conflitos de interesses.

Há diversas alternativas para assegurar a proteção de tais acionistas. Uma delas é estabelecer controles *a priori* para limitar os poderes dos titulares dos direitos de voto potencializados. Exemplo desta alternativa são as regras de imposição de limites de alavancagem (como a que limita a 50% a possibilidade de emissão de preferenciais e a 10 votos as ações com voto plural), o estabelecimento de um prazo limite para o voto plural, a restrição da aplicação do voto plural na definição da remuneração dos administradores etc. Ou seja, são restrições aos próprios instrumentos de alavancagem.

Outra estratégia é conferir mecanismos de fiscalização aos acionistas minoritários (ex. possibilidade de eleger membros do conselho fiscal e do conselho de administração) e estabelecer direitos essenciais que não podem ser modificados pela maioria.

Um terceiro caminho é a imposição de deveres aos acionistas controladores e administradores, bem como o estabelecimento de mecanismos para puni-los em casos de desvio.

Todas essas estratégias são utilizadas pela Lei das S.A. – via normas cogentes – para atingir um equilíbrio entre as forças da maioria e da minoria.

Ainda assim, diante do regime atualmente posto na Lei das S.A., entende-se que há diversos caminhos para endereçar as preocupações geradas pelo voto plural. Portanto, há espaço para que as restrições ora impostas sejam revistas e substituídas por outras estratégias que não desvirtuariam a estrutura central das sociedades anônimas e atingiriam objetivos semelhantes. Tampouco haveria uma modificação drástica da divisão entre normas cogentes e dispositivas atualmente existentes.

Um caminho possível seria, por exemplo, o fortalecimento dos mecanismos de *enforcement*, que serão endereçados no próximo item.

Portanto, embora o debate sobre maior ou menor flexibilização do voto plural não possa ser definido com base em premissas exclusivamente jurídicas, a análise sobre o espaço da autonomia privada no direito societário e as razões para os limites existentes no sistema jurídico das sociedades anônimas atual, indicam que haveria espaço para alguma flexibilização.

2.3 TERCEIRO PRESSUPOSTO TEÓRICO: A IMPORTÂNCIA DOS MECANISMOS DE *ENFORCEMENT* PARA DEBATES SOBRE ESTRUTURAS DE ALAVANCAGEM DO PODER DE CONTROLE

Como se verá em detalhes nos próximos capítulos, os debates envolvendo o voto plural e outros mecanismos de alavancagem do poder de controle têm como pano de fundo comum o receio de que tal alavancagem aumente a ocorrência de abusos.

Isso porque, a desproporção entre os direitos econômicos e políticos dos acionistas tendem a ampliar os conflitos de agência e, conseqüentemente, aumentar os incentivos para a prática de ilícitos daqueles que tem o poder de dispor do patrimônio social (i.e. controladores e administradores).

A existência de práticas abusivas em companhias de um mesmo mercado, quando frequentes, podem acabar comprometendo a credibilidade do mercado como um todo, reduzindo sua capacidade proporcionar financiamento às empresas. Isso porque, os investidores não estarão dispostos a aplicar recursos se tiverem a sensação de que não serão adequadamente protegidos e de que há alta probabilidade de serem expropriados por administradores e controladores das empresas.

No Brasil, os principais responsáveis por abusos contra minoritários são os controladores e administradores que atuam como agentes, gerindo os recursos dos demais acionistas investidos na companhia. Diante deste cenário, a Lei das S.A. estabelece padrões gerais de conduta que devem ser observados na atuação de tais indivíduos.

Os administradores devem atuar sempre no interesse da companhia (art. 154), independentemente de quem os tenha elegido (art. 154, § 1º), atuar de forma diligente como todo homem ativo e probo (art. 153), atuar com lealdade perante a companhia (art. 155), não usurpar oportunidades comerciais (art. 155, I) e abster-se de agir em conflito de interesses (art. 156).

O controlador por sua vez, deve usar o poder de controle de modo a

fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender.⁵⁹

Tais normas gerais de conduta conferem liberdade para a condução das atividades empresariais, mas, ao mesmo tempo, permitem que os controladores e administradores sejam responsabilizados e punidos caso violem seus deveres, conforme preceituam os artigos 117⁶⁰ e 158⁶¹ da Lei das S.A., respectivamente.

Portanto, um fator extremamente relevante para que seja mantida a confiabilidade dos investidores em determinado mercado é a qualidade do respectivo sistema de efetivação dos deveres dos controladores e dos administradores. É necessário que haja confiança de que os administradores e os controladores serão punidos em caso de abuso e de que a companhia e os acionistas serão adequadamente ressarcidos por seus prejuízos.

Sem o *enforcement* eficiente dos deveres do controlador e dos administradores, os acionistas não estão adequadamente protegidos contra eventuais abusos. Não adianta haver previsão abstrata de deveres de conduta se, diante do descumprimento, faltar repressão adequada dos ilícitos. Ou seja, o *enforcement* é um elemento essencial para o desenvolvimento do mercado de capitais.

No Brasil, há um certo consenso da doutrina no sentido de que os mecanismos de *enforcement* são deficientes e há diversos aprimoramentos necessários. É o que será detalhado nos itens a seguir.

2.3.1 Os mecanismos de *enforcement* no direito Brasileiro e suas fragilidades

Conforme explicado por Eduardo Secchi Munhoz em artigo sobre o tema, os mecanismos de *enforcement* da Lei das S.A. podem ser divididos em duas categorias: (i) os públicos, que

⁵⁹ Art. 116, parágrafo único da Lei das S.A.

⁶⁰ Art. 117. O acionista controlador responde pelos danos causados por atos praticados com abuso de poder.

⁶¹ Art. 158. O administrador não é pessoalmente responsável pelas obrigações que contrair em nome da sociedade e em virtude de ato regular de gestão; responde, porém, civilmente, pelos prejuízos que causar, quando proceder: [...] I - dentro de suas atribuições ou poderes, com culpa ou dolo; [...] II - com violação da lei ou do estatuto.

representam a persecução realizada por órgãos do Estado e (ii) os privados, que podem ser acionados por qualquer indivíduo legitimado para obter reparação.⁶²

No Brasil, os mecanismos públicos são representados pela atuação da CVM e do Ministério Público.

A CVM, na qualidade de reguladora do mercado de capitais, tem competência para punir violações à Lei das S.A. praticadas por administradores e controladores de companhias abertas. Para tanto, são instalados processos administrativos sancionadores que podem resultar na aplicação de advertência, multa, inabilitação, suspensão, proibição (cf. art. 11 da Lei n. 6385/1976). A CVM, contudo, não pode condenar os infratores a indenizarem pelos danos que eventualmente tenham causado às companhias e aos investidores.

O Ministério Público, por sua vez, tem competência para processar criminalmente e para propor ações civis públicas em virtude de danos causados por investidores, nos termos da Lei 7.913/1989.

No campo dos mecanismos privados de *enforcement*, há as ações de responsabilidade contra os administradores (art. 159 da Lei das S.A.) e os acionistas controladores (art. 246 da Lei das S.A.), bem como as ações civis públicas que podem propostas por associações, nos termos da Lei 7.913/1989.

Os mecanismos existentes no Brasil se assemelham aos dos Estados Unidos, em que a SEC (*Securities Exchange Commission*) e o DOJ (*Department of Justice*) são responsáveis pelos mecanismos públicos e os agentes privados podem utilizar *derivative suits* e *class actions* para buscar seus direitos. Ainda assim, os mecanismos funcionam de forma completamente distinta nos dois países, sendo o *enforcement* Brasileiro bem menos robusto do que o dos Estados Unidos. Isso se deve, em parte, às fragilidades do sistema Brasileiro que serão descritas a seguir.

A primeira, de ordem prática, é que as instituições públicas Brasileiras – *in casu* a CVM e o Ministério Público – sofrem com falta de recursos. Sendo assim, sua capacidade de supervisão e

⁶² MUNHOZ, Eduardo Secchi. Influência do patrimonialismo na sociedade anônima - Importância dos mecanismos privados de efetivação dos devedores do acionista controlador e dos administradores. *In: FILHO, Alberto Venâncio; LOBO, Carlos Augusto da Silveira; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna (Org.). Lei das S.A. em seus 40 anos*. 1. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017, v. 1. p. 129-156.

repressão de eventuais abusos é limitada. Por isso, é conveniente fortalecer os mecanismos privados de *enforcement*.

Com relação aos mecanismos privados, um estudo realizado pela OCDE em 2020, intitulado “*Private Enforcement of Shareholder Rights: A Comparison of Selected Jurisdictions and Policy Alternatives for Brazil*”⁶³ (Estudo OCDE) fez uma comparação do sistema Brasileiro com outros países e diversos pontos a serem aprimorados a fim de tornar os mecanismos de *enforcement* mais efetivos.⁶⁴

Em resumo, com relação às ações derivadas contra os administradores e os controladores – nas quais a companhia é a legitimada para a propositura e os acionistas podem atuar como substitutos processuais –, as principais dificuldades são as seguintes:

- a) a Lei das S.A. exige uma participação acionária mínima de 5% para a propositura de tais ações (art. 159, § 4º e art. 246, § 1º, ‘a’) que, em alguns casos, pode ser um impeditivo. As ações contra o controlador podem ser propostas por qualquer acionista desde que preste caução pelas custas e honorários devidos no caso de a ação ser julgada improcedente, ou seja, a propositura da ação pode representar um custo de oportunidade relevante para o acionista considerando a alocação do seu capital. A CVM, por meio da Resolução CVM n. 70, art. 2º, reduziu tais percentuais. Contudo, eles ainda representam uma barreira importante, a despeito de terem um objetivo legítimo: impedir ações frívolas movidas por acionistas com pouca exposição na companhia;
- b) inexistem incentivos econômicos adequados para a propositura das ações. Isso porque os acionistas que decidem atuar como substitutos processuais da companhia devem arcar com todos os custos atrelados à condução das ações e, em caso de sucesso, os benefícios serão revertidos ao patrimônio da companhia, sem que esse retorno seja necessariamente refletido no valor de mercado das ações. Ou seja, há concentração dos custos e socialização dos

⁶³ OCDE. **Private Enforcement of Shareholder Rights A comparison of selected jurisdictions and policy alternatives for Brazil**. 18 nov. 2020. Disponível em: <https://www.oecd.org/corporate/shareholder-rights-brazil.htm>. Acesso em: 10 mar. 2023.

⁶⁴ Parte das fragilidades descritas no relatório também foram apontados por Eduardo Sechi Munhoz no artigo: Influência do patrimonialismo na sociedade anônima - Importância dos mecanismos privados de efetivação dos devedores do acionista controlador e dos administradores. *In*: FILHO, Alberto Venâncio; LOBO, Carlos Augusto da Silveira; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna. (Org.). **Lei das S.A. em seus 40 anos**. 1. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017, v. 1. p. 129-156.

benefícios. No caso das ações contra os controladores, a Lei das S.A. buscou corrigir esse problema, atribuindo um prêmio de 5% ao autor da ação e honorários de 20% ao respectivo advogado (art. 246, § 2º). Contudo, há precedentes no sentido de que o prêmio incide não sobre o valor integral da condenação, mas, sim, sobre a parcela proporcional à participação do acionista na companhia, reduzindo o tamanho do incentivo. Além disso, em caso de improcedência da ação, o autor deve arcar com os honorários da parte contrária, de modo que há risco de perder uma quantia relevante ao patrocinar ações desta natureza que muitos acionistas não estão dispostos ou nem sequer tem condições de assumir;

- c) o art. 159 da Lei das S.A. exige prévia deliberação em assembleia geral para que seja possível ajuizar ação de responsabilidade contra os administradores. O art. 246 não contém tal exigência com relação às ações contra os acionistas controladores, contudo, há precedente do STJ determinando que tal deliberação prévia seria necessária.⁶⁵ Isso aumenta os custos e gera atrasos nos procedimentos atrelados à propositura de tais ações;
- d) não há mecanismos e procedimentos definidos para a produção de provas, o que coloca os acionistas em posição de desvantagem. Isso porque os acionistas não têm acesso a todas as informações da companhia, o que dificulta com que eles consigam delimitar os ilícitos praticados e solicitar as provas que desejam produzir de forma adequada. Consequentemente, o ônus probatório que recai sobre os acionistas é muito pesado;
- e) a falta de clareza sobre a possibilidade de os acionistas atuando como substitutos processuais transacionarem – i.e. fecharem acordos – em nome da companhia;
- f) o judiciário Brasileiro é moroso e pouco especializado.

Com relação às ações civis públicas movidas por associações, as principais dificuldades estão relacionadas à legitimação das associações para a propositura das ações e a ausência de previsão de controles de verificação de representatividade adequada dos autores das ações. A Lei 7.913/1989, tal como estabelecida atualmente, permite que qualquer associação, com qualquer representação, ajuíze uma ação civil pública em nome dos acionistas. Contudo, considerando que a associação representa uma coletividade de acionistas de determinada companhia, seria necessário

⁶⁵ STJ, REsp. 798.264, Rel. Nancy Andriighi, j. 06/02/2007; e STJ, REsp 1.214.497, Rel. Raul Araújo, j. 23/09/2014.

a existência de mecanismos que assegurassem que ela tem representatividade dentro da classe que representa e escolherá os profissionais adequados para atuar na causa⁶⁶. Caso contrário, as ações são ajuizadas por representantes poucos expressivos que não defendem os interesses da coletividade utilizando os melhores argumentos e recursos.

Além disso, outra questão importante a ser considerada na análise dos instrumentos de *enforcement* privados existentes no Brasil diz respeito à ampla utilização de arbitragem para dirimir disputas societárias, sem que haja uma disciplina adequada para arbitragens coletivas. No Estudo OCDE, ficou demonstrado que apenas o Brasil e a Espanha, dentre as 10 jurisdições analisadas, admitem a utilização de arbitragem para solucionar este tipo de controvérsia.

Ocorre que a legislação Brasileira sobre arbitragem não oferece um tratamento adequado para as arbitragens coletivas. Isso porque, conforme, apontado no Estudo OCDE, as arbitragens são desenhadas para disputas comerciais envolvendo apenas duas partes. Sendo assim, não há regras claras para disciplinar a intervenção de terceiros, solucionar questões envolvendo litispendência, representação, efeitos da sentença sobre os indivíduos que não participaram da arbitragem, entre outras questões. Ou seja, as normas não estão desenhadas de forma satisfatória para que as arbitragens funcionem como um mecanismo amplo e adequado de *enforcement* da legislação societária.

Além disso, chama atenção o fato de que os processos arbitrais são conduzidos de forma confidencial, apesar de afetarem interesses de uma coletividade de indivíduos. Isso dificulta tanto a participação dos interessados quanto a formação de jurisprudência, que é algo essencial para garantir segurança jurídica e previsibilidade sobre a aplicação da lei.

A CVM deu um passo para solucionar esse problema com a edição da Resolução da Resolução CVM n. 80 de 29/03/2022, que exige a divulgação de comunicados ao mercado sobre os andamentos de determinadas demandas societárias que podem afetar os interesses dos investidores.

⁶⁶ MUNHOZ, Eduardo Secchi. Influência do patrimonialismo na sociedade anônima - Importância dos mecanismos privados de efetivação dos devedores do acionista controlador e dos administradores. *In*: FILHO, Alberto Venâncio; LOBO, Carlos Augusto da Silveira; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna (Org.). **Lei das S.A. em seus 40 anos**. 1. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017, v. 1, p. 129-156.

Ainda assim, há diversos aprimoramentos que podem ser realizados na legislação Brasileira com objetivo de melhorar a efetivação dos deveres dos acionistas controladores e administradores.

2.3.2 Caminhos para o aprimoramento dos mecanismos de enforcement no ordenamento societário Brasileiro

Considerando que a análise dos mecanismos de *enforcement* dos deveres dos controladores e administradores não é o ponto central deste trabalho, mas apenas um pressuposto teórico relevante a ser considerado na análise sobre a legislação sobre voto plural, este item trará uma abordagem resumida dos possíveis aprimoramentos, com base nos apontamentos realizados no Estudo OCDE.

Para a discussão sobre voto plural, é relevante entender que reformas para ampliar a alavancagem do poder de controle devem ser sempre acompanhadas de reflexões sobre os mecanismos de efetivação dos deveres de controladores e administradores. Isso porque, quanto mais eficiente for o sistema de repressão de práticas abusivas, menores serão os incentivos para a realização de tais práticas. Sendo assim, o aumento de risco criado por estruturas com desproporção entre direitos econômicos e políticos podem ser contrabalanceados por um sistema com *enforcement* eficaz.⁶⁷

⁶⁷ Nesse sentido, quando a Lei 14.195/2021 foi aprovada, Viviane Muller Prado Publicou um artigo indicando que o *enforcement* brasileiro, no estágio atual, não seria robusto o suficiente para receber alterações como a do voto plural. Nesse sentido: “Para enfrentar o argumento econômico contrário à adoção do voto plural e pensar a sua adequação ao mercado brasileiro, a pergunta que segue é *se são efetivas as regras que limitam o poder de controle e a atuação em conflito de interesses*. [...] Em relação aos instrumentos jurídicos de efetiva proteção dos investidores e forte mitigação dos abusos no exercício deste poder concentrado, seria preciso termos um sistema de *enforcement* eficaz – capaz de inibir eventuais atuações do acionista com controle concentrado – bem como nos aproximarmos dos benefícios mencionados pelos defensores desta forma de capitalização das empresas em outros mercados. Em suma, teríamos que ter um forte controle, *ex ante* e *ex post*, dos potenciais situações de conflito de interesses pelo regulador, pelo Poder Judiciário ou em arbitragem. [...] No âmbito da Comissão de Valores Mobiliários, a variação de interpretações sobre o conflito de interesses – formal ou substancial – gera incertezas sobre a possibilidade de um controle *ex ante* de situações em conflito. Por outro lado, na via punitiva, talvez a aplicação da nova dosimetria possa ser capaz de sinalizar as condutas reprováveis em relação ao abuso do poder de controle e conflito de interesses, existindo ainda a necessidade de jurisprudência firme para dar os contornos concretos dos conceitos jurídicos previstos em lei. [...] Na via litigiosa, os desafios já são bem conhecidos. No Judiciário, o tempo longo para uma decisão final, eventual falta de especialização e ausência de conjunto robusto de decisões que promovam segurança jurídica colocam em dúvida se a jurisdição estatal seria a esfera para se apostar no respeito aos limites do poder de controle. Em arbitragem, a questão está no custo, em especial se não houver dano direto envolvido. A isso se acrescenta que os resultados e efeitos da decisão arbitral também são desconhecidos, tendo em vista a confidencialidade. [...] Juntando as incertezas sobre o controle de conflito de interesses e abuso do poder de controle, demora e falta de especialidade na prestação jurisdicional estatal ou custo de procedimentos arbitrais e opacidade de decisões, no mínimo, coloca-se em xeque a aptidão do nosso sistema jurídico em inibir atuações abusivas de uma nova modalidade de controle concentrado em uma atuação *ex post*.” PRADO, VIVIANE MULLER; NANI, A. P. R. Estamos preparados para o voto plural? **JOTA**,

Os aprimoramentos sugeridos pelo Estudo da OCDE, em capítulo elaborado por Guilherme Setoguti J. Pereira, estão divididos em dois grupos: (i) aqueles voltados para as ações derivadas; (ii) aqueles voltados para arbitragens coletivas.⁶⁸

Abaixo, está reproduzida a tabela constante do Estudo OCDE, que resume as recomendações.

#	Recomendações para ações derivadas
1	Eliminate or modify the rule that exonerates the managers from liability (quitus) upon approval of financial statements and management accounts (LSA article 134, paragraph 3), to read that only the facts expressly reported to the shareholders at the general meeting or by the official communication of the company would have exonerating effects.
2	Consider establishing a pre-trial/screening lawsuit admission procedure to decide on the acceptance of derivative suits, to (i) eliminate abusive claims and permits the meritorious to move forward and (ii) to limit the exposure of the plaintiff to financial litigation risk.
3	Consider eliminating or modifying the rule that demands the prior shareholders meeting to pursue liability against managers (LSA article 159) This rule is not in line with most of the jurisdictions analyzed by Prof. Gelter. In Brazil the potential plaintiff should have the option to submit the claim to the shareholder meeting to obtain certain effects, such as the disqualification of the defendant manager (LSA article 159, paragraph 2). But submitting the matter to the shareholder meeting would be an option and not a necessary requirement.
4	Establish that any controlling shareholder can be the defendant in the lawsuit set out in LSA article 246: a company, an individual or any other entity (e.g., an investment fund). This modification is necessary because LSA article 246 states that “the controlling company will be required to redress the damage (...)”, which may be construed as only a controlling company can be sued for damages. The law should clarify that the suit for damages can be brought against any kind of controlling shareholder to avoid misinterpretation.
5	Clarify that the lawsuit set out in LSA article 246 is not subject to the provisions outlined in LSA article 159 and no previous resolution at a general meeting is needed to file the suit. LSA article 246 does not refer whatsoever to a general meeting resolution, which leads to the conclusion that such requirement has no legal grounds. But it is advisable that the law expressly state such position considering some court rulings have adopted a different interpretation.
6	Unify the systems for reimbursement of expenses for the lawsuits brought under LSA articles 159 and 246. The two claims should have been afforded the same provisions as they all lead to the same: a shareholder acting as nominal plaintiff of the company seeking payment for damages that will ultimately accrue to the company if successful. They should be governed by the same provisions – preferably those set out in LSA article 159, paragraph 5 which is more comprehensive by determining the reimbursement of all

12 ago. 2021. Disponível em: <https://www.jota.info/opiniao-e-analise/colunas/disclosure/estamos-preparados-para-o-voto-plural-12082021>. Acesso em: 10 mar. 2023.

⁶⁸ OCDE. **Private Enforcement of Shareholder Rights A comparison of selected jurisdictions and policy alternatives for Brazil**. 18 nov. 2020. Disponível em: <https://www.oecd.org/corporate/shareholder-rights-brazil.htm>. Acesso em: 10 mar. 2023.

	reasonable expenses incurred with the case including interest and adjustment for inflation.
7	Modify the rule set out in LSA article 159, paragraph 3, to establish that when a shareholder brings a suit on account of the company's unresponsiveness the latter must bear all costs of litigation regardless of its outcome. There should be full reimbursement of the costs in the event of LSA article 159, paragraph 3, when the general shareholders meeting has adopted the filing of a suit (resolution to sue) but the management has failed to comply. The company should reimburse the costs regardless of the outcome of the suit in these cases. If the Brazilian law adopts a preliminary procedure for the admission of derivative suits, as discussed in item 2.1.2.(b) of this Chapter, the reimbursement by the company of the reasonable litigation costs should also be considered if the plaintiff is successful in a preliminary stage.
8	Extend the attorney fees and bonus payment provisions under LSA article 246 to the lawsuit laid out in LSA article 159. The 5% bonus and the 20% attorney fees set out in LSA article 246 are justifiable not only in the context of lawsuits brought against the controlling shareholder but also for those against the managers.
9	Expressly state that the 20% attorney fees and the 5% bonus accrue on the total amount of the award and not only on the amount that is proportionate to the ownership of the shareholder. Contrary to what LSA article 246, paragraph 2° establishes, some court rulings have ruled that the 5% bonus and the 20% attorney fees should be calculated not on the total amount of the award but rather on the plaintiff shareholder's ownership percentage multiplied by the amount of the award. This amendment is necessary to clarify the existing legal rule and to eliminate those interpretations.
10	Consider modifying the "loser pays" rule to foster derivative suits. The "loser pays" rule discourages frivolous litigation but also deters shareholders from filing lawsuits as representatives of the company. Perhaps the rule should be addressed to foster derivative litigation in the Brazilian capital market. If the Brazilian law adopted a preliminary procedure to decide on the admission of derivative suits and if the claim is cleared as discussed in item 2.1.2.(b) of this Chapter, then the reimbursement of the reasonable litigation costs by the company, including attorney fees, should also be considered. A second possible solution would be to cap the attorney fees for unsuccessful derivative lawsuits. The third possibility would be to exempt the plaintiff from paying attorney fees except in case of bad-faith or frivolous claims. This rule would be similar to articles 17 and 18 of Law 7,347/1985 which states that if an association initiates a class action (ação civil pública) and the case is dismissed the plaintiff must not be condemned to pay attorney fees and other costs of the proceedings except in case of bad faith.
11	Modify the law to give the CVM greater leeway to change the percentage ownership interests set out in LSA article 291 by considering criteria other than the capital stock. Criteria better reflecting a company's ownership dispersion should be included in LSA article 291 for a reduction in the threshold percentages. It would be advisable that LSA article 291 gave the CVM some leeway to reduce the threshold percentages after considering the capital stock but also other factors, such as extent of stock dispersion, the existence of a defined controlling entity, to name a few.
12	Consider establishing rules regarding contemporaneous and continuous ownership of stock. There is no requirement under Brazilian law on contemporaneous and continuous ownership of stock of the harmed company at the time when the wrongdoing was committed or when the court decision is rendered. We face two central questions in relation to the issue: (i) whether the law should require contemporaneous and continuous ownership of stock of the harmed company at the time when the wrongdoing until the

	court decision is rendered; (ii) in either case, if the law should be amended in order to clarify which rule applies in Brazil.
13	Consider establishing rules regarding subsequent control over a derivative suit and settlements. The LSA does not have any provision regarding the requirements for settling or waiving a derivative claim. Perhaps the Brazilian lawmakers should consider establishing a rule demanding that settlements must be approved by the court or by the shareholders, which could also include granting minority shareholders the right to veto the decision.
14	Consider establishing evidence production mechanisms in order to reduce the information asymmetry among shareholders, the company, the controlling shareholders and the managers. The best way to provide the shareholder with information and at the same time to prevent discovery abuse is to grant the plaintiff with reasonable production of evidence under supervision of the court or the arbitral tribunal, provided that the plaintiff shows preliminary evidence of the wrongdoing and proves that has tried to obtain the documents before requesting the judicial or arbitral order. In other words, the shareholder should be granted a broader access to evidence if it presents prima facie evidence of the facts that justify the derivative suite. We should also consider the shift in the burden of proof, pursuant to article 373 of the CPC.

#	Recomendações envolvendo arbitragens coletivas
1	Establish legal and contractual (arbitration center) rules governing collective arbitration. Taking into consideration the experience of other countries it appears that the best possible option would be to leave it to the arbitration centers to set out specific rules on collective arbitration but to also have some rules stated in the law. The Brazilian law could (i) expressly admit collective arbitration, which would clear up any doubt on its usage, and (ii) provide for only generic guidelines regarding the procedural safeguards that must be respected by the arbitration centers. The arbitration centers themselves would be entitled to delimitate and specify these rules.
2	Establish rules making public the information on corporate and capital market disputes involving listed companies. Arbitrations involving corporate litigation should generally be non-confidential. This Chapter suggests that if the litigation of listed companies has an impact on the legal realms of other shareholders and investors (litisconsórcio unitário), i.e., if the award is capable of binding people who are not parties in the arbitration, the whole market should have access to the data and documents surrounding the dispute. When the litigation has no such impact then the managers, in response to their disclosure duty (article 157, paragraph 4 of the LSA and CVM Ruling CVM 358), should consider whether the arbitration and its procedural acts characterize a material fact. If the answer is positive, then such state of affairs should be disclosed to the market. Otherwise no disclosure would be required
3	Establish rules to disclose to the market proper information about the commencement and development of the arbitration. Full disclosure is a fundamental aspect to legitimize the arbitral proceeding. Publishing the information, data and documents of the arbitration on the internet appears to be the most adequate and least costly way to provide full and effective disclosure. Brazil should consider adopting rules that set forth the duty of the company to properly inform the shareholders and the market on the initiation as well as the development of the proceeding. This Chapter believes that the internet is the best locus as it is the least expensive and most effective way to ensure that the shareholders will obtain the information.

4	Consider establishing a control of adequacy of representation in collective arbitration, taking into account different criteria such as (i) party's and counsel's previous experience regarding collective arbitration and the matters under discussion, (ii) potential conflicts of interest, (iii) financial capacity and (iv) other criteria that indicate that the party and its counsel will be able to fairly represent the class.
5	Establish rules regarding third party intervention. Rules establishing who may intervene, in what manner and at which stage of the proceeding are fundamental for a collective arbitration system. The question that arises is which rules to prescribe. This Chapter does not have all the answers to that question, but can provide some partial conclusions: (i) disclosing proper information to the interested parties is essential to any third party intervention mechanism; (ii) the indiscriminate transposition of the Brazilian Code of Civil Procedure to the arbitral proceedings is not the best option, as the latter presents peculiarities that must be addressed; (iii) third party intervention is usually accepted until the constitution of the arbitral tribunal, and this rule seems advisable in order to stabilize the arbitration; and (iv) the third parties should not only be summoned to join the arbitration, but also must be granted the opportunity to voluntarily do so.
6	Establish rules regarding the constitution of the arbitral tribunal. The parties should have the opportunity to reach a consensus on the appointment of the co-arbitrators and subsequently the arbitrators appoint the president of the tribunal. If the parties do not reach a consensus after a specific time, then the arbitration center should appoint the sole arbitrator or the co-arbitrators, and the president of the tribunal must be appointed by the co-arbitrators. If the intervention of a third party is admissible after the appointment of the arbitrators, then it must accept the composition of the tribunal.
7	Consider establishing specific allocation of costs rules in collective arbitration. This Chapter believes that the arbitration centers should prescribe specific allocation of costs rules in collective arbitration. However, the experiences of other countries suggest that perhaps corporate and collective arbitration should be governed by the general rules applicable to all arbitrations. This Chapter does not have a final conclusion on this subject and recommends its discussion in the OECD workshop
8	Establish rules prescribing terms and conditions for third party funding. The arbitration centers should consider rules expressly accepting third party funding and establishing the conditions for it. This would reduce the uncertainties involved in the third party funding as well as foster it.
9	Consider expressly stating that the CVM must be called to intervene as <i>amicus curiae</i> in capital market disputes arbitration and not only in judicial proceedings (article 31 of Law No. 6,385/1976). Perhaps the Brazilian law should consider clarifying that the CVM must be notified to offer information or advice on arbitration "involving matters within its sphere of authority" should the CVM find it advisable, and not only on court disputes. This amendment is necessary to clarify the existing legal rule (article 31 of Law No. 6,385/1976).

Fonte: elaboração própria.

Sendo assim, há diversas medidas que podem ser adotadas para aprimorar as ferramentas de *enforcement* no Brasil e algumas delas não exigem alterações complexas na legislação e nem nas instituições. Isso deve ser considerado nos futuros debates envolvendo o voto plural, seja para flexibilizar ou restringir a utilização do instituto.

3 EVOLUÇÃO HISTÓRICA DO VOTO PLURAL NA LEGISLAÇÃO BRASILEIRA

Para que se possa compreender o voto plural e seu papel na legislação societária Brasileira, é necessária uma retrospectiva histórica no Brasil sobre a regulação do direito de voto no ordenamento jurídico pátrio. Mais especificamente, buscou-se identificar: (i) em qual momento foi introduzida a vedação ao voto plural (que vigorou até 2021) na legislação societária; (ii) por quais razões tal vedação foi introduzida e mantida ao longo dos anos subsequentes; e (iii) por quais razões a vedação foi retirada do ordenamento pela Lei 14.195/2021 e quais os objetivos de tal alteração.

Além disso, este capítulo trata também de movimentos históricos relacionados às ações preferenciais. Isso porque, como se verá, os dois institutos têm objetivos bastante semelhantes, de forma que é difícil compreender o voto plural no ordenamento jurídico e sua evolução histórica sem conhecer a evolução da regulação das ações preferenciais na Lei das S.A. É o que será explorado a seguir.

3.1 AS OLIGARQUIAS SOCIETÁRIAS (1882-1932)

A primeira lei que regulou expressamente o direito de voto nas sociedades anônimas no Brasil foi a Lei n. 3.150, de 04 de novembro de 1882, responsável por instituir a liberdade de constituição de tais sociedades (afastando a necessidade de autorização estatal até então existente). A partir daí, ficou estabelecido que os estatutos sociais deveriam definir o número mínimo de ações que autorizariam o exercício do direito de voto pelo acionista.

O Decreto n. 434 de 1891 manteve tal orientação. Segundo o art. 141 do diploma, o estatuto social deveria estabelecer o número mínimo de ações para o exercício do direito de voto pelos acionistas. O regime adotado era um regime “censitário”, pois o acionista tinha que adquirir determinado número de ações para poder exercer o direito de voto. Não era assegurado a cada ação o direito a um voto, mas, sim, aos acionistas titulares de blocos de ações que atingiam o piso previsto no respectivo estatuto.⁶⁹ Havia, portanto, ampla flexibilidade para regulação do tema pelos estatutos para definir como seria exercido o direito de voto pelos acionistas.

⁶⁹ Para facilidade de referência, transcreve-se abaixo o dispositivo em comento: “Art. 141. Nos estatutos se determinará a ordem, que se ha de guardar nas reuniões da assembléa geral, o numero minimo de acções que é necessario aos accionistas para serem admittidos a votar em assembléa geral, e o numero de votos que compete a cada um na razão do numero de acções que possuir.”

Tal regime, segundo alguns autores,⁷⁰ consagrava o “domínio oligárquico” das sociedades anônimas ou a chamada “plutocracia dos dirigentes”, pois permitia que apenas os grandes acionistas das companhias pudessem votar e influenciar a formação da vontade social.⁷¹ Os acionistas minoritários assumiam uma posição passiva com relação à sociedade.

É possível afirmar que, em alguma medida, o regime político das sociedades anônimas refletia a situação política do país no momento, marcado pelo início da República, com domínio das oligarquias regionais.

3.2 DEMOCRACIA SOCIETÁRIA ENTRE AÇÕES ORDINÁRIAS (1932-2021)

3.2.1 O Decreto n. 21.536/1932 e o Decreto-Lei n. 2.627/1940

O voto plural passou a ser expressamente vedado no Brasil a partir do Decreto n. 21.536/1932 – o mesmo que autorizou formalmente as ações preferenciais sem direito de voto.

Em 1940, foi editado o Decreto n. 2.627/1940, que manteve a vedação ao voto plural, deixando clara a regra de concessão de apenas um voto por ação ordinária. Também foi incluída no decreto a possibilidade de que o estatuto estabelecesse um limite máximo de votos por acionista.⁷²

O Decreto n. 2.627/1940 buscava favorecer os acionistas minoritários, seja garantindo-lhes direitos políticos, seja impedindo a formação de blocos dominantes mediante o estabelecimento de um teto para o número de votos. Nesse sentido, confira-se a explicação de Trajano Miranda Valverde, autor do projeto:

O decreto-lei, seguindo a orientação das modernas legislações, conferiu a cada ação ordinária ou comum um voto nas deliberações da assembléia geral, procurando, por essa forma, assegurar à minoria a realização dos seus direitos. E, ainda, com o objetivo de

§1º Ainda que sem direito de votar, por não possuir o numero de ações exigido pelos estatutos, é permitido a todo o accionista comparecer á reunião da assembléa geral e discutir o objecto sujeito á deliberação.”

⁷⁰ LUCENA, José Waldecy. **Das sociedades anônimas**: comentários à Lei (arts. 1 a 120). Rio de Janeiro: Renovar, 2009, v. 1. p. 1027 e MIRANDA, Pontes de. **Tratado de direito privado**: parte especial, São Paulo: Revista dos Tribunais, 2012. Tomo 50. p. 323.

⁷¹ Nesse sentido, confira-se que o diz Trajano de Miranda Valverde: “Êsse sistema refletia ainda o pensamento de que somente os grandes participantes do capital da companhia deviam decidir dos seus destinos. A matéria era, pois, para ser regulada, exclusivamente, pelos estatutos.” VALVERDE, Trajano de Miranda. **Sociedades por ações**: comentários ao DL 2627, de 26 de setembro de 1940. 2. ed. rev. atual. Rio de Janeiro: Forense, 1953. v. 2. p. 54.

⁷² Para facilidade de referência, transcreve-se os dispositivos pertinentes: “Art. 80. A cada ação comum ou ordinária corresponde um voto nas deliberações da assembléia geral, podendo os estatutos, entretanto, estabelecer limitações ao número de votos de cada acionista. Parágrafo único. É vedado o voto plural.”

evitar o absoluto predomínio da maioria, permite que os estatutos estabeleçam limitações ao número de votos de cada acionista [...].⁷³

O Decreto-Lei Nº 2.627/1940 também permitia a emissão de ações preferenciais sem direito de voto. Sendo assim, o ordenamento não preceituava uma correspondência exata entre participação no capital e exercício do direito de voto. Preceituava-se a igualdade apenas entre as ações ordinárias.

Ou seja, com a edição dos dois decretos aqui descritos, o ordenamento jurídico escolheu que a alavancagem do poder de controle poderia se dar via ações preferenciais e não via ações com voto plural. Como se verá a seguir no tópico 3.3 os dois institutos têm efeitos bastante semelhantes, tanto que nos Estados Unidos, por exemplo, a discussões envolvendo voto plural e ações preferenciais acontecem de forma unificada, isto é, fala-se em “*dual-class shares*” para tratar de companhias com classes de ações que contenham diferentes direitos políticos, seja através do voto plural, seja através da supressão de direito de voto de determinada classe.

Não há clareza sobre a razão que determinou a escolha do legislador Brasileiro pelas ações preferenciais em detrimento do voto plural como mecanismo de alavancagem do controle, mas fato é que essa escolha foi realizada.

3.2.2 A Lei das S.A. até 2021

A Lei das S.A. praticamente replicou os comandos do Decreto-Lei Nº 2.627 de 1940 no tocante ao direito de voto.

Manteve-se a permissão de apenas um voto por ação ordinária, com vedação ao voto plural, bem como a possibilidade de que os autores restrinjam o voto das ações ordinárias a partir de determinado limite a ser fixado no estatuto. Além disso, a Lei das S.A. continuou permitindo a emissão de ações preferenciais sem direito de voto, com no limite de 2/3 do capital social.

Feita essa retrospectiva histórica a respeito das principais evoluções legislativas relacionadas ao voto plural, buscou-se identificar, na doutrina e em publicações nacionais, as justificativas apresentadas para sua proibição até 2021.

⁷³ VALVERDE, Trajano de Miranda. **Sociedades por ações**: comentários ao DL 2627, de 26 de setembro de 1940. 2. ed. rev. atual. Rio de Janeiro: Forense, 1953. v. 2. p. 55.

Isso porque, a análise das razões existentes para a vedação até 2021 ajudarão a entender os obstáculos que precisaram ser superados para alteração da Lei das S.A. bem como o resultado final da Lei n. 14.195/2021.

Só tendo o entendimento completo das razões por trás da regra que vigorou por 89 anos no Brasil, será possível avaliar de forma crítica a adoção do voto plural no Brasil.

3.2.3 Fundamentos para a vedação do voto plural até 2021

A exposição de motivos da Lei das S.A. não explicita as razões que levaram à manutenção da vedação ao voto plural nos moldes do Decreto n. 2.627/1940. Há apenas uma indicação de que a restrição de voto era permitida apenas para ações preferenciais, em virtude de contrapartidas patrimoniais. *In verbis*: “[o] Projeto mantém a opção tradicional da nossa legislação de vedar o voto plural e somente admitir ações sem voto, ou com voto restrito, nas ações preferenciais, em contrapartida de vantagens patrimoniais.”⁷⁴

Ou seja, havia o entendimento de que a supressão do direito de voto das ações preferenciais era compensada pelas vantagens econômicas conferidas a tais ações.

Os autores que comentam a Lei das S.A., via de regra, não discorrem em profundidade sobre as justificativas para a vedação do voto plural. Os textos limitam-se a reproduzir o dispositivo legal, afirmando que é proibido atribuir mais de um voto por ação ordinária. A título exemplificativo, confira-se algumas passagens:

A Lei das S.A., no § 2º, proíbe expressamente o voto plural a qualquer classe de ações, consagrando, assim, o princípio da proporcionalidade dos votos à participação no capital social. Trata-se de princípio geral do direito societário; como tal, possui não apenas função supletiva, mas atua como fundamento da própria ordem jurídico-societária, orientando, inclusive, o trabalho interpretativo. O voto plural tem como objetivo assegurar a determinadas categorias de acionistas, usualmente os fundadores, uma influência preponderante na direção da companhia, desproporcional ao capital que representam e é repudiado, face ao seu caráter antidemocrático, por quase todas as legislações societárias.⁷⁵

Já os argumentos contrários ao voto plural são de maior catadura, bastando atentar-se para a condenação a que se instalem na sociedade, em detrimento dos minoritários, a plutocracia dos dirigentes e o feudalismo financeiro. O próprio conceito de voto plural — a concessão de maior número de votos a determinadas ações em relação a outras, dentro

⁷⁴ BRASIL. Ministério da Fazenda. Exposição de Motivos, n. 196, 24 de junho de 1976. Brasília, DF: Ministério da Fazenda, 1976. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/aceso-a-informacao-cvm/institucional/sobre-a-cvm/EM196Lei6404.pdf>. Acesso em: 10 mar. 2023.

⁷⁵ EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A comentada**: artigos 1 a 120. São Paulo: Quartier Latin, 2011. v. 1. p. 621.

ou fora da mesma classe ou categoria — já indica a instauração de uma condenável desigualdade entre os titulares de umas e outras ações.⁷⁶

[o] voto plural era considerado uma maneira de dar um aspecto intuitus personae ao caráter eminentemente intuitu pecuniae da grande corporação, permitindo aos grandes acionistas, investidores de vultosas somas, maior peso nas deliberações das Assembleias Gerais. Era, no entanto, como afirma PONTES DE MIRANDA uma inaceitável quebra do princípio de igual tratamento dos acionistas — a criação do ‘feudalismo financeiro’.^{77 78}

Como se vê, a vedação ao voto plural visava impedir a criação de uma desproporção entre os direitos políticos dos acionistas e suas respectivas participações no capital social. Isso porque as ações com voto plural permitem que os titulares tenham direito de voto superior ao dos demais acionistas sem uma exposição correspondente na empresa.⁷⁹ Estruturas deste tipo — com dissociação de propriedade e controle — tendem a criar desalinhamento de interesses e aumentar os incentivos dos titulares do controle a extrair benefícios privados desse poder, que não serão compartilhados com os demais acionistas para fins de distribuição dos lucros.

⁷⁶ LUCENA, José Waldecy. **Das sociedades anônimas**: comentários à Lei (arts. 1 a 120). Rio de Janeiro: Renovar, 2009. v. 1. p. 1.028.

⁷⁷ REGO, Marcelo Lamy. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (Coord.). **Direito das companhias**. 2. ed. rev. atual. Rio de Janeiro: Forense, 2017. p. 278.

⁷⁸ No mesmo sentido, ver COMPARATO, Fabio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O poder de controle na sociedade anônima**. 6. ed. rev. atual. Rio de Janeiro: Forense, 2014. p. 150.

⁷⁹ Nesse sentido: “Cada ação com direito a voto confere, em regra, um voto nas assembleias gerais. Contudo, é possível ocorrer o chamado voto múltiplo para eleição de membros do Conselho de Administração. O voto múltiplo ocorre quando cada ação confere tantos votos quantos forem os membros do Conselho de Administração (art. 141 da Lei das S/A). Além disso, pode o estatuto estabelecer limitação ao número de votos de cada acionista, conforme dispõe o § 1º do art. 110 da Lei das S/A — forma, a nosso ver, ineficiente de proteção da minoria e minimização do poder de controle, sendo ainda vedado atribuir voto plural a qualquer classe de ações, segundo o § 2º desse mesmo artigo, uma vez que, caso contrário, estar-se-ia permitindo a criação de uma desproporção entre ação e capital, em flagrante descompasso com os princípios norteadores do direito societário.” PROENÇA, José Marcelo Martins. **Direito societário**: sociedades anônimas. Maria Eugênia Reis Finkelstein, José Marcelo Martins Proença (coord.). 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2011. p. 53. (Série GVlaw). No mesmo sentido: “O fundamento dessa proibição está em que o voto plural cria uma desproporção entre ação e capital, constituindo, portanto, um meio de concentração da vontade social em mãos de um único ou de um pequeno grupo de acionistas. É o caso típico da ação preferencial de classe especial (golden share, instituída no § 7º do art. 17). Assim, o voto plural assegura o direito de voto na sociedade por acionistas independentemente do valor com que tenham contribuído para a formação do capital social. No caso da golden share não existe qualquer valor de contribuição.; ‘O Brasil tem ainda uma peculiaridade que pode complicar a discussão sobre o voto plural: o histórico de falta de proteção ao investidor. O Judiciário brasileiro não é conhecido por ter bom *enforcement*. O voto plural seria, por consequência, um mecanismo novo que entraria em um sistema que já tem vários problemas antigos’, explica Viviane Muller Prado, pesquisadora e professora da Fundação Getúlio Vargas (FGV). Em 2016, Prado conduziu um estudo sobre a compensação a investidores pelas perdas sofridas no mercado de valores mobiliários e não encontrou um único caso em que tivessem sido ressarcidos em dinheiro por falha informacional, por exemplo. Caso o cenário se mantenha, o investidor tem grandes chances de ficar de mãos atadas em situação de abuso de controle por parte de um fundador com superpoderes de voto.” QUESADA, Beatriz. **Voto plural longe do consenso**: polêmico e arriscado, sistema de duas classes de ações tem chances de emplacar no Brasil. **Capital Aberto**, São Paulo, 14 fev. 2020. Disponível em: <https://capitalaberto.com.br/secoes/reportagens/voto-plural-longo-do-consenso/>. Acesso em: 10 mar. 2023.

Em sociedades nas quais a participação política dos acionistas é proporcional à sua participação no capital, há uma presunção que quanto maiores os recursos aplicados no negócio, maior o interesse do acionista no sucesso do empreendimento – para a maximização do seu retorno. E mais: o aumento na exposição econômica à companhia é o que justifica a o aumento proporcional do poder decisório daquele acionista. Em síntese: “[o] voto proporcional ao número de ações permite uma melhor conciliação entre o poder e o incentivo para monitorar e fiscalizar o desempenho da empresa.”⁸⁰

Em oposição, nas sociedades com direitos de voto desproporcionais (i.e. com ações preferenciais ou voto plural), é mais provável que retornos obtidos pelos controladores através dos dividendos sejam inferiores aos benefícios econômicos que podem ser obtidos com a gestão dos negócios sociais, através, por exemplo, da remuneração dos administradores e da celebração de contratos com partes relacionadas.⁸¹

Esse desalinhamento de interesses, ensejador de potenciais abusos, seria, portanto, o principal fundamento da proibição do voto plural.⁸²

Nos Estados Unidos, em que a principal característica do mercado é a dispersão acionária, as maiores críticas às estruturas com *dual class shares* possuem o mesmo fundamento (descasamento entre exposição econômica e influência política no empreendimento), mas o enfoque, contudo, é um pouco distinto. As ações com voto plural detidas por administradores/fundadores podem contribuir para a perpetuação de gestores ineficientes no poder. Isso porque, a concentração de poder proporcionada pelas ações com voto plural faz com que os

⁸⁰ EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A comentada**: artigos 1 a 120. São Paulo: Quartier Latin, 2011. v. 1. p. 735.

⁸¹ Veja sobre o tema o que explica Renato Ventura Ribeiro: “Além das vantagens serem relativas, há uma série de motivos que desaconselham a adoção do voto plural. O sistema permite o que já foi chamado de “feudalismo financeiro”, com a concentração de poder nas mãos de poucos, podendo gerar uma plutocracia, que pode ser oligarquia hereditária ou até de bancos. A concentração de poder facilita a possibilidade de seu abuso ou desvio, com prevalência de interesses pessoais dos controladores sobre os da sociedade, mormente quando há excessos e desvios no exercício do poder. Sem contar os riscos de conservadorismo e imutabilidade na gestão, tornando a empresa defasada e menos eficiente para a concorrência no mercado.” RIBEIRO, Renato Ventura. **Direito de voto nas sociedades anônimas**. São Paulo: Quartier Latin, 2009. p. 242.

⁸² Nesse sentido: “E a possibilidade de abusos justifica a proibição do voto plural, como no Brasil. Ou, em caso de sua adoção, regras bastantes restritivas. Mesmo assim, adiante de meios mais eficazes para alcance de eventuais benefícios a serem obtidos com voto plural deve ser proibido.” RIBEIRO, Renato Ventura. **Direito de voto nas sociedades anônimas**. São Paulo: Quartier Latin, 2009. p. 242.

acionistas fiquem sem mais de pressionar os administradores e removê-los do poder caso não entreguem bons resultados.

Em sentido semelhante, em estudo realizado pela B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão (B3) a respeito do tema, em que foram colhidas impressões de diversos agentes de mercado sobre a implementação do voto plural no Brasil, os principais argumentos contrários à sua implementação estavam ligados à potencial piora na governança das companhias, abusos e, conseqüentemente, à deterioração da imagem do mercado de capitais do Brasil de forma geral.⁸³

Notícias recentes a respeito do tema também ecoam a preocupação com a extração de benefícios indevidos pelos controladores em virtude da dissociação entre propriedade e controle.⁸⁴

Ao longo da pesquisa, não foram identificados argumentos que fossem além desse raciocínio para justificar a vedação do voto plural.

Feitas essas considerações, o próximo tópico será destinado a uma análise das ações preferenciais, com foco nos fundamentos que levaram à sua introdução e manutenção no ordenamento jurídico societário nacional até o presente momento. Isso porque, as ações preferenciais tem diversas semelhanças com o voto plural em relação aos seus objetivos bem como às críticas a eles realizadas.

Em muitos aspectos, as ações preferenciais e as ações com voto plural evoluíram de forma conjunta, de modo que a compreensão destas é fundamental para a análise crítica proposta nesta Dissertação.

⁸³ ACE GOVERNANCE. 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**, São Paulo, 4 dez. 2019. Disponível em: <http://www.bmf.com.br/portal/images/newsletter/bmfbovespa/Voto-Plural.pdf>. Acesso em: 10 mar. 2023.

⁸⁴ Confira-se os trechos das reportagens: “A questão tem relevância na medida em que, por meio do uso dessas ações, será permitido o exercício do controle da companhia com uma titularidade de parcela ínfima de seu capital. Isso leva a um quadro preocupante de distorção da essência da lei, especialmente na sua função de promover a organização dos direitos políticos e patrimoniais dos acionistas. [...] Muito embora as ações de voto plural sejam permitidas em diversos ordenamentos, em países que oferecem níveis mais baixos de proteção legal aos investidores — como é o caso do Brasil — a determinação da regra ‘uma ação, um voto’ parece servir como um substituto aos mecanismos legais, que nem sempre são suficientes para impedir a extração de benefícios pelos controladores.” CASQUET, Andréia Cristina Bezerra. O dilema de permitir ou proibir ações com voto plural: tramitação do PL. 10.736/18 no Congresso reacende debate a respeito de propriedade e controle nas companhias abertas. **Capital Aberto**, São Paulo, 7 fev. 2020. Disponível em: <https://capitalaberto.com.br/secoes/artigos/o-dilema-de-permitir-ou-proibir-acoes-com-voto-plural/>. Acesso em: 10 mar. 2023.

3.3 AS AÇÕES PREFERENCIAIS E AS AÇÕES COM VOTO PLURAL: ANÁLISE COMPARATIVA

Esta Dissertação não visa realizar uma análise exaustiva sobre ações preferenciais. Por isso, foram definidas três questões para ajudar a compreensão do instituto e embasar a análise comparativa com o voto plural: (i) entender qual o objetivo do legislador com a introdução das ações preferenciais na legislação societária Brasileira; (ii) entender por qual razão a limitação de 50% do capital social foi introduzida no ordenamento, isto é, por qual razão esse limite máximo para alavancagem do poder de controle foi considerado adequado; e (iii) quais salvaguardas são atribuídas aos preferencialistas e os motivos que as justificam.

3.3.1 Razão para introdução das ações preferenciais no ordenamento jurídico Brasileiro

As ações preferenciais foram formalmente introduzidas no ordenamento jurídico Brasileiro por meio do Decreto n. 21.536/1932, mas antes já existiam companhias que emitiam ações preferenciais e juristas que defendiam sua legalidade.

O Decreto-Lei n. 2.627/1940 manteve a possibilidade de emissão de ações preferenciais sem direito de voto, introduzindo, contudo, o limite de metade do capital social.

A Lei das S.A. manteve as ações preferenciais, mas ampliou o limite para 2/3 do capital social, o qual foi alterado pela Lei n. 10.303/2001, que reduziu novamente o limite para 50% (atual art. 15 da Lei das S.A.).

Um dos objetivos das ações preferenciais nos primórdios de sua criação era permitir a participação de estrangeiros no capital social em certas sociedades, que, por atuarem em setores considerados estratégicos, proibiam que estrangeiros detivessem ações com direito de voto que permitissem a interferência na administração da sociedade.

Contudo, o principal objetivo do instituto, especialmente quando foi editada a Lei das S.A., que buscava fomentar o mercado de capitais no Brasil, era incentivar as empresas a acessarem a poupança popular para captar recursos, com a distribuição pública de ações. A possibilidade de emitir ações sem direito de voto permitia que os empresários fossem ao mercado sem renunciar ao comando da empresa. Assim, eles conseguiriam financiamento barato, sem que os novos integrantes pudessem interferir na administração da sociedade. Esse movimento poderia aumentar

a eficiência da alocação de recursos no Brasil e contribuir para o desenvolvimento econômico do país.

Nesse sentido, os autores do anteprojeto da Lei das S.A., em seus escritos a respeito do diploma, costumavam diferenciar os dois tipos de acionista: o empreendedor, que atua ativamente para desenvolver a atividade empresarial, e o investidor, que busca uma posição passiva, isto é, tem como único objetivo a obtenção de retornos econômicos do capital aplicado. Confira-se:

O empresário-empendedor é fundador ou acionista controlador, e em geral exerce um dos cargos da administração. Mas esses cargos podem também ser exercidos por administradores profissionais, que não participaram da criação da empresa nem são aplicadores de capital de risco. A função de investidor, graças à divisão do capital social em ações, pode ser exercida, simultaneamente, pelo empresário-empendedor e por milhares ou milhões de investidores do mercado. Daí a flexibilidade do modelo, que serve para organizar desde a pequena empresa até as macroempresas dos países mais industrializados. [...] Os investidores de mercado querem aplicar capital e receber dividendos ou revender suas ações com lucro. Não se interessam por participar da administração da companhia nem — muito menos — admitem preocupar-se com seus problemas técnicos e de mercado, ou seus planos de expansão. Esperam que o acionista controlador e os administradores resolvam essas questões com a maior eficiência, mantenham a companhia próspera e respeitem seus direitos. Se isso não ocorre, alienam suas ações, investem em outras companhias ou se retiram do mercado. Em geral não têm tempo nem capacidade técnica para viver todos os problemas da empresa ou das várias empresas em que investiram. Exercem profissões ou têm outros negócios e aplicam em ações, como em qualquer outro tipo de investimento, para obter renda ou lucro, desde que não tenham que administrar os empreendimentos que geram esse lucro.⁸⁵

Nesse sentido, é possível afirmar que as ações preferenciais visavam o desenvolvimento do mercado de capitais por meio do incremento da oferta de ações disponíveis dos investidores. Isso porque, havia uma percepção de que os principais empresários do país não buscariam o mercado se isso implicasse a perda do poder de controlar a companhia. Por essa razão, era necessário criar um mecanismo que autorizasse a alavancagem do poder de controle para aqueles que não tivessem capacidade de acompanhar os futuros aumentos de capital.

As ações preferenciais excepcionam a democracia societária, rompendo a igualdade e criando uma desproporção entre os direitos econômicos e políticos dos acionistas. Assim, indivíduos com menos exposição econômica no empreendimento ainda conseguem prevalecer nas deliberações sociais e controlar a sociedade.

⁸⁵ LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. **A lei das S.A.**: pressupostos, elaboração, aplicação. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1997. p.184.

Nesse ponto, vale destacar que as ações com voto plural, na maioria dos casos, servem justamente a esse objetivo: permitir a captação de recursos via *equity* com a manutenção do poder com determinado grupo de empreendedores, considerados chave para o bom desempenho do negócio.⁸⁶ Como já exposto nesta Dissertação, essa é a principal função das ações com voto plural.

Feita essa breve exposição sobre as principais motivações para a introdução das ações preferenciais no Brasil, o próximo item dedica-se a entender as razões para que tenha sido fixado o limite de 50% do capital social para sua emissão.

3.3.2 Razões para adoção do limite de 50% para emissão de ações preferenciais

O estabelecimento de um teto de 50% para a emissão de ações preferenciais é um limite para a desproporção entre a participação no capital e os direitos políticos dos acionistas. Isso porque, com esse limite, o controlador precisa deter ao menos 25% do total de ações para exercer o controle majoritário da companhia.

Como indicado acima, o limite foi introduzido, pela primeira vez, pelo Decreto-Lei n. 2.627/1940. O autor do projeto, ao comentar o assunto, afirmou que:

Permitindo a lei, no art. 81, que os estatutos recusem às ações preferenciais o direito de voto, o parágrafo único do art. 9. entretanto, declara que as ações dessa natureza não podem ultrapassar a metade do capital da companhia. O dec. n.º 21.536, de 1932, não continha preceito igual.

A conseqüência foi que algumas companhias se constituíram com capital representado por 90% de ações preferenciais, sem direito de voto, concentrando-se, assim, em insignificante minoria de acionistas a direção da sociedade. Os acionistas preferenciais, sem as garantias que decreto-lei ora lhes dá, ficavam, em uma sociedade onde o interesse se mede pelo capital, completamente desamparados.⁸⁷

Pelo posicionamento do autor, fica evidente que o limite buscava evitar cenários de extrema dissociação entre propriedade e controle da companhia. Considerava-se excessivo o cenário então

⁸⁶ A semelhança entre os objetivos dos dois institutos foi destacada por Trajano de Miranda Valverde, confira-se: “O citado decreto, refugando as ações de voto privilegiado e vedando as ações de voto plural, chegou, praticamente, ao resultado visado com a criação dessas ações, ao permitir que seja recusado às ações preferenciais o direito de voto. Pois que tanto as ações de voto privilegiado, como as de voto plural, são emitidas, onde a lei as admite, com o fim de garantir a um grupo de acionistas a direção da sociedade. [...] Não se podendo, aliás, negar às ações ordinárias ou comuns o direito de voto, mas simplesmente limitar o número de votos de cada acionista (art. 80), é manifesto que nos seus titulares se concentram os poderes de administração da companhia. Como o decreto anterior, o atual permite que os estatutos neguem aos acionistas preferenciais participação nos poderes, cujo exercício, como o do voto, assegura a um grupo a direção da sociedade.” VALVERDE, Trajano de Miranda. **Sociedades por ações**: comentários ao DL 2627, de 26 de setembro de 1940. 2. ed. rev. atual. Rio de Janeiro: Forense, 1953. v. 1. p.132.

⁸⁷ VALVERDE, Trajano de Miranda. **Sociedades por ações**: comentários ao DL 2627, de 26 de setembro de 1940. 2. ed. rev. atual. Rio de Janeiro: Forense, 1953. v. 1. p.135.

existente em diversas empresas, no qual os controladores podiam controlar a companhia com apenas 5% das ações. A regra estabelecida, portanto, representa o limite considerado razoável pelo legislador, naquele momento, para a dissociação entre propriedade e controle.

Quando da edição da Lei das S.A., em 1976, o limite foi ampliado para 2/3 do capital social, permitindo que o controle fosse exercido com apenas 17% das ações. O aumento desse limite foi objeto de intensas discussões durante a tramitação do projeto. A exposição de motivos trouxe a seguinte justificativa para o aumento do limite:

As ações preferenciais sem direito a voto foram pela primeira vez reguladas pelo Decreto no 21.526, de 15.6.1932, sem limite de emissão. O Decreto-lei no 2.627 limitou a 50% do capital social a emissão de ações preferenciais sem direito a voto, e foi omissivo quanto às ações com direito de voto restrito. O Projeto adota posição intermediária, aumentando para 2/3 do capital o limite de emissão de ações preferenciais, mas nele incluindo ações sem direito a voto e com voto restrito. Recomendamos esse aumento de limite:

- a) a orientação geral do Projeto, de ampliar a liberdade do empresário privado nacional na organização da estrutura de capitalização da sua empresa;
- b) o objetivo de facilitar o controle, por empresários Brasileiros, de companhias com capital distribuído no mercado;
- c) a conveniência de evitar a distribuição, na fase inicial de abertura do capital de companhias pequenas e médias, de duas espécies de ações, em volume insuficiente para que atinjam grau razoável de liquidez.⁸⁸

A passagem deixa clara a opção do legislador de privilegiar a autonomia dos empresários e facilitar a concentração do controle para estimular a oferta pública de ações e, com isso, aumentar o volume do mercado de capitais Brasileiro. Ou seja, havia uma percepção de que, sem essa garantia, os controladores escolheriam não lançar ações ou lançar apenas quantidades pequenas. Essa escolha é coerente com o restante do projeto, que reconheceu o cenário de controle concentrado no Brasil, tendo legitimado e regulado a figura do acionista controlador.

Além disso, os autores entendiam que o lançamento de diversas classes de ações de uma mesma empresa no mercado prejudicava a liquidez dos papéis⁸⁹ e que as ações preferenciais seriam

⁸⁸ BRASIL. Ministério da Fazenda. Exposição de Motivos, n. 196, 24 de junho de 1976. Brasília, DF: Ministério da Fazenda, 1976. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/aceso-a-informacao-cvm/institucional/sobre-a-cvm/EM196Lei6404.pdf>. Acesso em: 10 mar. 2023.

⁸⁹ Nesse sentido, confira-se a exposição de José Luiz Bulhões Pedreira e Alfredo Lamy Filho sobre o tema: “A inovação proposta no artigo 16, § 1º, do Anteprojeto justifica-se, ainda, por considerações relacionadas com o mercado de capitais. Com o limite de 50% de ações preferenciais sem direito a voto, previsto na legislação em vigor, se o empresário precisa expandir a sua empresa e não tem capacidade para acompanhar os aumentos de capital, mantendo em seu poder todas as ações ordinárias, é obrigado a colocar no mercado, além de ações preferenciais, cerca da metade das ações ordinárias. A tendência, portanto, é para que o controle seja mantido com 26% do capital social. Aqueles que têm experiência do mercado sabem, todavia, que o lançamento de mais de uma classe de ações da mesma companhia é inconveniente e dificulta a preservação de condições de liquidez no mercado secundário, a não ser no

mais facialmente aceitas pelos investidores.⁹⁰

Ainda, é importante destacar que o Decreto n. 2.627/1940 estabelecia que o limite de 50% considerava o capital social da companhia. Já a Lei das S.A. fala em número de ações. Isso é relevante, pois a depender do preço de emissão das ações, pode haver uma dissociação relevante entre número de ações de cada acionista e as respectivas participações econômicas. Isso ficará claro no subtópico 3.3.4. que trata das ações superpreferenciais.

Para entender todo o contexto relacionado às ações preferenciais, também é essencial tratar do Novo Mercado, já que a sua criação tem como um dos principais pilares – se não o principal – a adoção da regra do “*one share, one vote*” pelas companhias abertas. Isto é: o novo mercado exigia que as companhias integrantes tivessem o capital composto exclusivamente por ações ordinárias. Havia a percepção de que as ações preferenciais diminuíam a qualidade da governança das companhias.

No ano 2000, a bolsa de valores do Brasil (atualmente a B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão), como tentativa para dinamizar e aumentar a confiança dos investidores no mercado de capitais Brasileiro, lançou os segmentos de listagem. O objetivo de tais segmentos era possibilitar que as empresas se submetessem, voluntariamente, a regras de governança mais rígidas que as da lei.

Tal criação ocorreu em virtude da percepção de que os investidores exigiam regras de governança e transparência mais robusta do que as que estavam na Lei das S.A. Por isso, foi criado um mecanismo para que as companhias pudessem adotar tais regras, de forma vinculante⁹¹, como

caso de empresas de grande porte. O artigo 16, § 1º, teve em consideração essa circunstância e, ao contrário do que afirma o depoente, ao permitir que o empresário coloque no mercado apenas ações preferenciais em maior quantidade, facilitará ao acionista controlador manter em seu poder todas as ações ordinárias, correspondentes a 1/3 do capital social, ao invés de 26%, como ocorre atualmente.” LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. **A lei das S.A.**: pressupostos, elaboração, aplicação. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1997. p. 173-174.

⁹⁰ LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. **A lei das S.A.**: pressupostos, elaboração, aplicação. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1997. p. 193.

⁹¹ É o que explica Maria Helena Fernandes Santana: “A premissa básica que norteou a criação, em dezembro de 2000, do Novo Mercado, segmento especial de listagem da Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) destinado a empresas que se comprometem com a adoção de padrões elevados de governança corporativa, foi de que a redução da percepção de risco por parte dos investidores influenciaria positivamente a valorização e a liquidez das ações. A BOVESPA considerou que a percepção de menor risco ocorreria graças a direitos e garantias adicionais concedidos aos acionistas e a uma redução na assimetria de informações entre controladores /administradores das empresas e participantes do mercado. Companhias listadas no Novo Mercado adotam, voluntariamente, práticas de governança corporativa adicionais às que são exigidas pela legislação brasileira, incluindo regras societárias que ampliam os direitos dos acionistas, além da adoção de uma política de divulgação de informações mais transparente e abrangente. Essas companhias podem emitir somente ações ordinárias, sendo vedada a emissão de ações preferenciais. Dois segmentos

forma de proporcionar maior segurança aos investidores e, com isso, atrair mais recursos para o mercado de capitais Brasileiro.

Os segmentos lançados eram os seguintes: Bovespa Mais, Nível I, Nível II e Novo Mercado. Para fins desta Dissertação, a tabela comparativa a extraída do site da B3 é suficiente para demonstrar as principais disposições de cada segmento, sendo desnecessário aprofundar-se em cada um deles.⁹²

O Novo Mercado é o segmento que estabelece os mais elevados padrões de governança para as companhias. Nele, exige-se que a participação política de todos os acionistas seja proporcional à sua posição em relação ao capital social, assegurando tratamento equitativo a todas as ações. Os principais objetivos da iniciativa eram aumentar os padrões de governança seguidos pelas empresas e, conseqüentemente, atrair mais investidores em virtude do aumento na transparência e na confiabilidade.

A iniciativa é considerada bem-sucedida pelos autores especializados, tendo em vista que atraiu diversas empresas para o segmento de listagem. Nos anos subsequentes à sua criação, a maioria das ofertas públicas iniciais (IPOs) ocorreram no Novo Mercado, indicando uma percepção geral de que regras de governança mais robustas auxiliavam na captação de recursos, ao proporcionar mais proteção aos investidores. A partir desse movimento, é possível concluir que houve um direcionamento do mercado para melhores níveis de governança, mostrando que o reforço de tais estruturas pode ser extremamente positivo para auxiliar a captação de recursos.

intermediários (Nível 1 e Nível 2) entre o mercado tradicional ou básico da BOVESPA e o Novo Mercado foram criados com a finalidade de funcionar como degraus, facilitando a adaptação gradual das companhias já listadas nos casos em que a migração direta para o nível máximo não fosse considerada viável. Muitos apostavam que a BOVESPA não colheria bons resultados, pois havia sido ousada demais em suas proposições. Direcionando esforços a participantes estratégicos do mercado, a BOVESPA buscou a mudança cultural da comunidade empresarial, contando com o apoio decisivo de parceiros para responder ao ceticismo de diversos setores do mercado. O Novo Mercado somente seria uma realidade se os investidores e outros fornecedores de capital exigissem mudanças relacionadas à governança corporativa e se as companhias as considerassem vantajosas. A partir da primeira listagem, o Novo Mercado rapidamente tornou-se o padrão demandado pelos investidores para as novas aberturas de capital.”

Estudo disponível em: https://www.b3.com.br/data/files/2C/46/8A/B7/88337610515A8076AC094EA8/Focus%205_Capitulo%20Novo%20Mercado%20IFC%202008_.pdf. Acesso em: 10 mar. 2023.

⁹² Tabela comparativa disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/. Acesso em: 10 mar. 2023.

Segundo dados disponíveis na B3, entre 2004 e a presente data (março de 2022), 79% dos IPOs foram realizados no Novo Mercado.⁹³

Fica claro, a partir de tais dados, que parte expressiva das empresas escolheu voluntariamente aderir ao Novo Mercado e se vincular à regra do “*one share, one vote*”. Isso se dá justamente em virtude de uma percepção de que a adoção de tais regras viabilizava maior captação de recursos. Ou seja, a força do mercado empurrou as empresas a aderirem a níveis mais robustos de governança de forma voluntária.

Em 2001, pouco após o lançamento do Novo Mercado, a Lei das S.A. foi reformada para reduzir novamente o limite para 50%. Analisando a evolução do Projeto de Lei Nº 3.115/1997, que resultou na Lei Nº 10.303/2001, fica claro que a concentração do poder era vista um aspecto negativo, que desincentivava os investimentos nas empresas do país. O autor do projeto de lei Luiz Carlos Hauly (PSDB) indicou que a promoção da igualdade de acionistas era necessária para desenvolver o mercado de capitais.⁹⁴ Almejava-se o atingimento de um mercado desenvolvido como o dos Estados Unidos, amplamente pulverizado e com controle disperso das companhias.

Ou seja, o limite para a alavancagem do poder de controle permitido para as ações preferenciais foi bastante debatido, haja vista as alterações que sofreu ao longo do tempo. Ele coloca em evidência o debate entre liberdade de organização do capital pelos acionistas e a

⁹³ Conforme dados referentes a Ofertas disponíveis em: https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/ofertas-publicas/estatisticas/. Acesso em: 10 mar. 2023.

⁹⁴ Confira-se trecho referente ao debate do projeto na câmara dos deputados: “Na minha propositura inicial, logo após ter Relator do projeto de lei do então Deputado Federal e ex-Ministro Antonio Kandir, na reforma de 1996, alguns pontos intrigavam-me muito com mercado de capitais brasileiro. Por que esse não prospera? Por que não tem a saúde dos outros mercados de capitais na Europa e Estados Unidos? [...] Um dos pontos importantes que abordei no Projeto nº 3.519, que é o segundo, apensado ao de nº 3.115, é o acionário. [...] Hoje, no Brasil, um terço das ações são ordinárias e dois terços preferenciais. Quem tem metade mais um de um terço, 16,7%, é detentor da empresa. Na minha proposta original, que não foi correspondida pela Relatoria, pretendo que 100% das ações das empresas sejam ordinárias, que todos os acionistas tenham direito a voto, na mesma igualdade. Esse princípio é adotado pelos países desenvolvidos. Mas a negociação permitiu, entre os analistas de mercado de capitais, as empresas de capital aberto e o Governo, detentor de muitas empresas, um regime de transição: as novas empresas daqui para frente terão obrigatoriedade de ter 50% de ações ordinárias e 50% preferenciais, e as empresas que abrirem capital também obedecerão a mesma regra. [...] Na minha proposta, todas as novas empresas teriam 100% de ações ordinárias e haveria um prazo para que todas se adaptassem a nova modalidade. [...] O verdadeiro mercado de capitais pressupõe que todos os sócios tenham as mesmas igualdades. No Brasil, dois terços dos acionistas são preferencialistas minoritários sem direito a voto. Para mim, é questão fundamental. Mas, como democrata, entendo que o mercado de capitais, a economia e o capitalismo brasileiro não chegaram naquele ponto, de desenvolvimento, o que é importante avanço alcançado pelos dois Relatores do projeto, Deputados Antonio Kandir e Emerson Kapaz.” Disponível em https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/prop_emendas.jsessionid=node046fej86hw9ye6gpaytw0rxvr9423140.node0?idProposicao=19125&subst=0. Acesso em: 10 mar. 2023.

definição de padrões mínimos de governança para garantir a qualidade e a confiabilidade do mercado acionário.

Contudo, apesar de ter havido um consenso no sentido de que a alavancagem de 2/3 era excessiva e os 50% serem o limite aceitável, não foram localizados estudos empíricos buscando demonstrar a relação entre o limite de alavancagem e a qualidade do mercado no Brasil.

Este seria um teste de difícil realização. Isso porque, há diversas razões que podem influenciar a qualidade do mercado, tais como: condições econômicas do país, segurança jurídica, agilidade e bom funcionamento dos mecanismos de *enforcement* e responsabilização em caso de ilícitos etc. Com isso, cria-se uma dificuldade de isolar cada uma das variáveis que afetam o desempenho do mercado e testá-las de forma independente.

O que se pode dizer, contudo, é que no início dos anos 2000, com a criação do novo mercado e edição da Lei Nº 10.303/2001, havia uma percepção geral de que quanto menor a alavancagem, maior a qualidade da governança da companhia e que o máximo aceitável seria uma alavancagem de 50%.

Desde então, não tiveram força ou repercussão relevantes debates ou movimentos legislativos buscando aumentar novamente o limite de alavancagem por meio de ações preferenciais por exemplo. A questão parece ter sido estabilizada desde a mudança de 2001, até porque, como se verá a seguir, foram criados mecanismos para relativizar tal limitação, conforme será descrito a seguir.

3.3.3 As salvaguardas conferidas pela Lei das S.A. aos preferencialistas

As ações preferenciais possuem determinadas salvaguardas que servem para contrabalancear a supressão de direitos políticos. Ou seja, houve uma preocupação do legislador de criar alguns mecanismos que protegessem os preferencialistas, de modo que eles não ficassem totalmente dependentes e à mercê das decisões dos titulares de ações ordinárias com direito de voto, como será visto a seguir.

3.3.3.1 As preferências (vantagens econômicas)

Pela própria definição legal, as ações preferenciais devem contar com uma ou mais vantagens econômicas. Conforme disposto no art. 17 da Lei das S.A., tais vantagens podem ser:

prioridade na distribuição de dividendo (inciso I) e/ou prioridade no reembolso do capital, com prêmio ou sem ele (inciso II). Além disso, para que ações preferenciais sem direito a voto sejam admitidas a negociação há uma especificidade deve ser conferida alguma das vantagens elencadas no § 1º do mesmo artigo.⁹⁵

É possível, também, que sejam conferidas vantagens adicionais às ações preferenciais. Contudo, a Lei das S.A. exige que tais vantagens sejam minuciosamente reguladas no Estatuto Social, com o objetivo de evitar que os direitos econômicos dos preferencialistas – que geralmente não terão direito de voto – fique sujeita à decisão da administração e/ou dos titulares de ações ordinárias.⁹⁶

A ideia por trás da concessão de vantagens econômicas – além de compensar os direitos políticos – é o de que os preferencialistas são investidores de mercado cujo principal interesse é participar passivamente da companhia e auferir benefícios financeiros com o investimento.

3.3.3.2 Aquisição de direito de voto caso não sejam distribuídos dividendos

Além das vantagens econômicas, outra proteção importantíssima conferida aos titulares de ações preferenciais é que eles adquirem direito de voto caso não sejam distribuídos dividendos por um período de três exercício sociais, conforme previsto no art. 111, § 1º da Lei das S.A.⁹⁷

⁹⁵ Art. 17. [...] § 1º Independentemente do direito de receber ou não o valor de reembolso do capital com prêmio ou sem ele, as ações preferenciais sem direito de voto ou com restrição ao exercício deste direito, somente serão admitidas à negociação no mercado de valores mobiliários se a elas for atribuída pelo menos uma das seguintes preferências ou vantagens:

I - direito de participar do dividendo a ser distribuído, correspondente a, pelo menos, 25% (vinte e cinco por cento) do lucro líquido do exercício, calculado na forma do art. 202, de acordo com o seguinte critério:

a) prioridade no recebimento dos dividendos mencionados neste inciso correspondente a, no mínimo, 3% (três por cento) do valor do patrimônio líquido da ação; e

b) direito de participar dos lucros distribuídos em igualdade de condições com as ordinárias, depois de a estas assegurado dividendo igual ao mínimo prioritário estabelecido em conformidade com a alínea a; ou

II - direito ao recebimento de dividendo, por ação preferencial, pelo menos 10% (dez por cento) maior do que o atribuído a cada ação ordinária; ou

III - direito de serem incluídas na oferta pública de alienação de controle, nas condições previstas no art. 254-A, assegurado o dividendo pelo menos igual ao das ações ordinárias.

⁹⁶ Art. 17. [...] § 2º Deverão constar do estatuto, com precisão e minúcia, outras preferências ou vantagens que sejam atribuídas aos acionistas sem direito a voto, ou com voto restrito, além das previstas neste artigo.

⁹⁷ Art. 111. [...] § 1º As ações preferenciais sem direito de voto adquirirão o exercício desse direito se a companhia, pelo prazo previsto no estatuto, não superior a 3 (três) exercícios consecutivos, deixar de pagar os dividendos fixos ou mínimos a que fizerem jus, direito que conservarão até o pagamento, se tais dividendos não forem cumulativos, ou até que sejam pagos os cumulativos em atraso.

Essa proteção tem como objetivo evitar que os ordinaristas retenham dividendos sem que os preferencialistas possam opinar a respeito, já que, como descrito acima, a expectativa de tais acionistas é apenas auferir benefícios econômicos com a participação societária. Se os benefícios econômicos não se materializam, a supressão dos direitos políticos não se justifica.⁹⁸

3.3.3.3 Prerrogativa de eleger membro do conselho fiscal e do conselho de administração em separado

Além disso, os titulares de ações preferenciais têm a possibilidade de eleger representantes em separado para o conselho de administração e para o conselho fiscal, nos termos dos artigos 141, § 4º, II e 161, § 4º, 'a' da Lei das S.A.

Essas são prerrogativas extremamente relevantes para que tais acionistas tenham um canal para interferir e fiscalizar a administração de forma mais próxima, já que não têm qualquer mecanismo para interferir na administração. Assim, tais acionistas têm canais para avaliar a legalidade dos atos praticados pela administração.

3.3.4 As ações 'superpreferenciais'

Buscando alavancagens ainda maiores do poder de controle, para que fosse possível captar mais recursos sem diluição do poder político de determinados acionistas, algumas companhias passaram a adotar estruturas com ações chamadas de "superpreferenciais". Elas permitem que haja uma dissociação relevante entre contribuição econômica e poder político e ficaram conhecidas após serem adotadas por duas companhias aéreas que foram a mercado captar recursos (a Azul e a Gol).⁹⁹

As ações superpreferenciais consistem, basicamente, em ações preferenciais com direitos econômicos bastante superiores àqueles conferidos às ações ordinárias. No caso da Azul, por

⁹⁸ Nesse sentido, confira-se a explicação de Nelson Eizirik: "A Lei das S.A. adota posição semelhante à da teoria do mercado imperfeito, condicionando a restrição ao direito de voto ao pagamento de dividendos, não à valorização das ações no mercado. No caso das ações preferenciais sem direito de voto, há, do ponto de vista econômico, um "contrato" entre seu titular e os administradores e/ou acionistas controladores, mediante o qual o primeiro delega os mais amplos poderes de gestão, desde que receba os dividendos previstos. Caso não haja o pagamento de dividendos fixos ou mínimos, pelo prazo previsto no estatuto, não superior a 3 (três) exercícios consecutivos, seja pela inexistência de lucros, ou pela decisão de reinvesti-los, cessa automaticamente a delegação, recuperando os acionistas o seu direito de voto". EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A comentada**: artigos 80 ao 137. 3. ed. rev., atual. ampl. São Paulo: Quartier Latin, 2021. v. 2. p. 216.

⁹⁹ Nesse sentido: SCHINCARIOL, Juliana. Voto plural tira de cena ação super preferencial. **Valor Investe**, Rio de Janeiro, 31 ago. 2021. Disponível em: <https://valorinveste.globo.com/mercados/renda-variavel/noticia/2021/08/31/voto-plural-tira-de-cena-acao-super-preferencial.ghtml>. Acesso em: 10 mar. 2023.

exemplo, as ações preferenciais conferiam aos seus titulares dividendos correspondentes a 75 vezes aos dos detentores de ações ordinárias.¹⁰⁰

Com a concessão de direitos econômicos muito superiores aos das ações ordinárias, o potencial de captação é elevado. Isso porque, as ações preferenciais acabam custando mais caro, de modo que seus titulares têm que aportar mais recursos na companhia para adquiri-las. Como resultado, eleva-se a diferença entre a contribuição econômica entre os titulares de ordinárias e preferenciais.

As ações superpreferencias podem promover uma alavancagem praticamente ilimitada da companhia, superando o limite de 50% estabelecido pelo art. 15, § 2º da Lei das S.A. Isso porque, o dispositivo, como mencionado anteriormente, fala na proporção em número de ações, não em contribuição ao capital social. Ou seja, é possível que os preferencialistas sejam responsáveis por muito mais recursos e ainda sim tenham apenas metade do número das ações. Tudo depende do preço pelo qual tais ações são emitidas, bem como das vantagens econômicas a ela atribuídas.

Quando a questão foi levada à CVM no caso da Azul, a área técnica representada pela Superintendência de Relações com Empresas e pela Procuradoria Federal Especializada defenderam que estruturas com ações superpreferenciais não eram permitidas pela Lei das S.A., pois o art. 15, § 2º não se referia somente à proporção em relação à quantidade de ações, mas também quanto ao aporte econômico.

Contudo, o Colegiado da CVM entendeu que tais ações eram legítimas.¹⁰¹ Isso porque, elas eram apenas a utilização de uma estrutura que estava prevista em lei, sendo que não são estabelecidos para as vantagens econômicas que podem ser atribuídas aos preferencialistas. Foi adotada a interpretação literal do art. 15, § 2º, no sentido de que a proporção entre ordinárias e preferenciais deveria ser aferida com base no número de ações e não da participação econômica.

¹⁰⁰ VICTERR. Renata Maccacchero. Ações preferenciais e problemas de agência – análise do caso das ações superpreferenciais da Azul. **Revista do BNDES**, n. 48, p. 159-178, dez. 2017. Disponível em: https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/13855/1/RB%2048%20A%C3%A7%C3%B5es%20preferenciais%20e%20problemas%20de%20ag%C3%Aancia%20E2%80%93%20an%C3%A1lise%20do%20caso%20das%20a%C3%A7%C3%B5es%20superpreferenciais%20da%20Azul_P_BD.pdf. Acesso em: 10 mar. 2023.

¹⁰¹ Processo CVM RJ 2013/5993, j. 31.01.2014.

Além disso, os membros do Colegiado entenderam que ela seria mais transparente e, conseqüentemente, preferível em relação a outras estruturas, tais como as estruturas piramidais, por exemplo.¹⁰² No voto vencedor, a Diretora Ana Novaes destacou que:

Não cabe a esta CVM indeferir pedido de registro de companhia aberta sob o argumento de que a estrutura societária de uma companhia apresenta um potencial desalinhamento “de interesses entre o acionista controlador e os minoritários. Desvios do que é percebido potencialmente pelo mercado como pobre governança devem ser devidamente precificados pelo mercado. Já o descumprimento dos deveres do acionista controlador e dos administradores deve ser prontamente apurado e julgado no devido processo sancionador conduzido por esta Autarquia.”¹⁰³

A referida decisão adotou uma abordagem mais liberal da Lei das S.A., no sentido de que o próprio mercado deveria analisar a estrutura de alavancagem da companhia e, com base nisso, tomar as decisões de investimento e precificação. Ou seja, não caberia ao regulador buscar o nível ótimo entre a dissociação do poder econômico e político em determinada companhia.

Com o reconhecimento da legitimidade da estrutura das superpreferenciais, o limite para a emissão de preferenciais previsto na Lei das S.A. foi bastante esvaziado, pois era possível criar uma dissociação relevante entre poder político e econômico, mesmo mantendo números de ordinárias e preferenciais equivalentes.

Sendo assim, a preocupação com os potenciais conflitos de agência gerados por tal dissociação foram colocadas para avaliação dos investidores em mercado. Ou seja, caberia a tais investidores avaliar se estavam dispostos a investir em companhias comandadas por indivíduos com exposição econômica bastante reduzida. No caso da Azul, por exemplo, a participação econômica dos controladores equivalia a apenas 0,7%.

Diante da existência dessa alternativa de alavancagem ilimitada dos controladores, as justificativas apresentadas até então para a vedação do voto plural também perderam bastante força, pois já havia na lei uma possibilidade com efeitos bastante semelhantes.

¹⁰² Confira-se passagem do voto da Diretora Luciana Dias: “Desta forma, não só a leitura da lei autoriza conferir vantagens patrimoniais às ações preferenciais múltiplas vezes maiores que as vantagens econômicas das ações ordinárias, como este regime — tal como estruturado pela Azul, com as proteções e direitos especiais conferidos aos preferencialistas - me parece potencialmente menos danoso e mais transparente que outras maneiras de promover licitamente a alavancagem de poderes políticos.” Processo CVM RJ 2013/5993, j. 31.01.2014.

¹⁰³ Cf. Processo CVM RJ 2013/5993, j. 31.01.2014. Voto da Diretora Ana Noves.

3.4 BREVE EXPOSIÇÃO SOBRE AS ESTRUTURAS PIRAMIDAIS

Para além das ações preferenciais, para que se possa entender o contexto Brasileiro anterior à introdução do voto plural é necessário tratar também das estruturas piramidais. Isso porque, tais estruturas também representavam uma forma por meio da qual era possível alavancar significativamente utilizando estruturas lícitas previstas na Lei das S.A.

Conhecido como o esquema Breton Pulleys, a organização do controle por meio de estruturas piramidais consiste na criação de diversas holdings, uma controlando a outra.¹⁰⁴ Em cada uma das holdings, o controlador detém apenas o suficiente para controlar a subsidiária (50%+1) e as demais ações são vendidas em mercado. Assim, a depender do número andares, é possível controlar os primeiros andares da pirâmide com uma porcentagem bastante reduzida do capital social.

3.5 A INTRODUÇÃO DO VOTO PLURAL NO ORDENAMENTO JURÍDICO BRASILEIRO

A partir dos tópicos anteriores, é possível perceber que a Lei das S.A. antes mesmo da introdução do voto plural, já oferecia ao menos duas alternativas que proporcionavam resultado semelhante o voto plural em termos de alavancagem do controle. Isto é, já era possível controlar a empresa tendo uma parcela bastante reduzida do seu valor econômico.

Tanto as ações preferenciais quanto as estruturas piramidais permitiam uma alavancagem praticamente ilimitada da companhia. Mesmo a limitação de 50% das ações prevista no art. 15, § 2º poderia ser mitigada com a utilização de ações superpreferenciais.

Como se viu ao longo do capítulo, os titulares de ações preferencias podem ter todos os seus direitos políticos suprimidos e, em contrapartida, possuem alguns poderes de fiscalização e o direito de adquirir voto caso não haja distribuição de dividendos por determinado período.

Vale esclarecer, contudo, que as ações preferenciais possuíam um certo estigma de serem negativas e prejudiciais à governança das companhias, especialmente após a criação do Novo Mercado e após alguns casos de abusos que ocorreram na década de 1990.

¹⁰⁴ CASINO: Jean-Charles Naouri's last throw of the dice? **Financial Times**. Disponível em: <https://www.ft.com/content/16185e96-afce-11e9-8030-530adfa879c2>. Acesso em: 10 mar. 2023.

Assim, descrito o cenário anterior à introdução do voto plural, este item fará uma descrição do processo legislativo que resultou na Lei n. 14.195/2021, identificando o contexto que impulsionou a mudança, as forças que incentivaram e aquelas que resistiram. Esse contexto é importante para que se possa compreender o resultado da lei, bem como eventuais alternativas para uma futura reforma.

3.5.1 O processo legislativo

Em 2021, o voto plural foi introduzido na legislação Brasileira por meio da Lei n. 14.195/2021, que resultou da conversão da Medida Provisória n. 1.040 de 29 de março de 2021. Para compreender de forma completa tal mudança, é necessário estudar o contexto em que foi realizada, bem como o processo legislativo que levou à inclusão do voto plural na legislação Brasileira.

A partir de 2018, de forma semelhante ao que ocorreu em âmbito internacional¹⁰⁵, começaram a ganhar fôlego no Brasil os debates sobre voto plural. Inicialmente, pode-se dizer que isso ocorreu de forma tímida, com alguns eventos e artigos em jornais publicados sobre o assunto.

A repercussão aumentou de forma relevante na medida em que importantes empresas Brasileiras consideradas inovadoras decidiram fazer sua oferta pública inicial de ações (IPOs) em bolsas estrangeiras. Esse foi o caso, por exemplo, da Stone, Arco Educação, PagSeguro e da XP Inc. Tais empresas adotaram estruturas de capital com voto plural, de modo a diferenciar as ações que seriam entregues aos fundadores.

Ou seja, as empresas Brasileiras fizeram escolhas semelhantes às de importantes empresas de tecnologia estrangeiras, tais como Facebook, Google e Snapchat, que também escolheram emitir ações a público com diferentes direitos políticos, adotando voto plural. Em empresas tidas como inovadoras, é extremamente comum que os fundadores, responsáveis pela ideia original do

¹⁰⁵ FERNANDES, Flavia Mouta; MOTA, Fernando de Andrade; GIOVANINI, Raphael; ARNHOLD, Felipe Singal. **A criação do voto plural no brasil**: do anteprojeto aos desafios para o futuro. São Paulo: Almedina, 2022. v. 15. p. 167-198.

negócio, queiram angariar recursos no mercado para financiar sua expansão, mas sem deixar de controlar a companhia, para seguir definindo as respectivas estratégias empresariais.¹⁰⁶

Outro caso bastante emblemático em âmbito internacional, mas que também repercutiu no Brasil, foi o da empresa Alibaba em 2014, que escolheu listar suas ações na *New York Stock Exchange* (NYSE) em detrimento da bolsa de Hong Kong (HSX), justamente porque seu controlador não queria se submeter à limitação de um voto por ação.¹⁰⁷ Em 2018, após consulta ao mercado e amplo debate sobre o tema, a bolsa de Hong Kong reviu suas regras de listagem e passou a permitir a adoção de voto plural em seus segmentos.¹⁰⁸

Entre 2012 e 2018, o mesmo movimento ocorreu em Singapura, desde que o Manchester United optou pela NYSE, em detrimento da Singapore Stock Exchange (SGX), pela mesma decisão de utilizar duas classes de ações ordinárias em sua estrutura de controle. Após diversos debates, consultas ao mercado e à sociedade, mesas redondas, formação de comitês e estudos, a SGX também revisou, em junho de 2018, suas regras de listagem para permitir a listagem de companhias com voto plural.¹⁰⁹

¹⁰⁶ Conforme explica Francisco Müssnich: “Para entender o real benefício do voto plural, imaginemos uma startup, cujos fundadores procuram investidores para alavancar seus projetos, mas não pretendem vender suas ações, uma vez que – dentro da lógica do art. 110, §2º – isso implicaria na perda do poder de controle. Admitindo-se no nosso ordenamento a possibilidade de voto plural, ou seja, permitindo uma dissociação entre poder político e capital investido, seria muito mais fácil para essas companhias receberem novos investimentos, o que inclusive os investidores confiam no know-how e na expertise dos fundadores, estando interessados na realidade no lucro que o investimento poderá lhes render.” MÜSSNICH, Francisco. Voto plural: quebrando paradigmas. **Valor Econômico**, São Paulo, 15 dez. 2017. Disponível em: <https://valor.globo.com/legislacao/noticia/2017/12/15/voto-plural-quebrando-paradigmas.ghtml>. Acesso em: 10 mar. 2023.

¹⁰⁷ “O pano de fundo da discussão são as crescentes transações das empresas de tecnologia que adotaram ações com voto plural e, ao mesmo tempo, os esforços para flexibilização de mercados relevantes a fim de atrair operações gigantes. Após perder o IPO da chinesa Alibaba para a Nyse, em 2014, a bolsa de Hong Kong decidiu revisar algumas de suas regras. Avaliada em US\$ 25 bilhões, a gigante do varejo foi declarada, na época, líder do maior IPO do mundo. A operação ocorreu nos EUA porque o fundador Jack Ma queria manter a influência majoritária sobre o negócio mesmo sem deter a maioria do capital, ou seja, não quis seguir o modelo adotado por Hong Kong ainda na década de 1990 de uma ação, um voto”. Reportagem publicada no Valor Econômico em 27 jun. 2018, que trata das iniciativas da B3 S.A. – Brasil, Bolsa e Balcão. Disponível em: <https://valor.globo.com/financas/noticia/2018/06/27/bolsa-quer-atrair-ipo-de-empresa-de-tecnologia.ghtml>. Acesso em: 10 mar. 2023.

¹⁰⁸ ACE GOVERNANCE. 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**, São Paulo, 4 dez. 2019. Disponível em: <http://www.bmf.com.br/portal/images/newsletter/bmfbovespa/Voto-Plural.pdf>. Acesso em: 10 mar. 2023.

¹⁰⁹ ACE GOVERNANCE. 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**, São Paulo, 4 dez. 2019. Disponível em: <http://www.bmf.com.br/portal/images/newsletter/bmfbovespa/Voto-Plural.pdf>. Acesso em: 10 mar. 2023.

Todos esses episódios geraram a percepção de que a vedação ao voto plural na legislação Brasileira estava contribuindo para uma fuga de IPOs e, conseqüentemente, para a diminuição da competitividade do mercado de capitais Brasileiro no cenário global.

Ainda assim, é importante destacar que, embora houvesse um consenso de que o voto plural era apenas um fator que contribuía para essa exportação de mercado, mas não o principal. O que realmente definia as aberturas de capital de empresas Brasileiras na NYSE e na NASDAQ (*National Association of Securities Dealers Automatic Quotation System*) era a maior quantidade de recursos disponíveis e nos *valuations* superiores das empresas de tecnologia no mercado norte-americano.

De toda forma, foram principalmente as grandes empresas de tecnologia (estrangeiras e nacionais) que fizeram com que a questão recebesse atenção e isso, como se verá, acabou interferindo nos debates para a idealização da norma que introduziu o voto plural no Brasil

Os IPOs de empresas Brasileiras no exterior jogaram luz para o fato de que o voto plural poderia ser um elemento considerado relevante pelos empreendedores no momento de definir a sede da empresa para fins de listagem. Isso ganha especial relevância no mundo digital, pois há cada vez menos obstáculos para que as captações sejam feitas em âmbito global e transfronteiriço independentemente do local onde a atividade da empresa é efetivamente realizada.

O mundo atual é marcado por uma conjunção de fatores que precisam ser considerados na definição de normas sobre direito societário e mercado de capitais. De um lado, da parte dos investidores, é cada vez maior a busca por formas alternativas para a aplicação de suas poupanças em variados produtos e segmentos oferecidos pelo mercado financeiro e de capitais (fundos, opções, *bonds*, *crowdfunding*, entre outros), mas que sejam seguras e transparentes.

Na outra ponta, os empreendedores dos mais diversos setores querem atrair rapidamente – e com o menor custo possível – recursos para a expansão de seus negócios. A preferência é que isso seja feito sem que eles precisem dividir o controle da empresa. É comum que os empreendedores tenham visão de longo prazo e queiram executá-la sem pressões ou interferências de investidores, que costumam focar na entrega de resultados em horizontes menores. Nesse contexto, em agosto de 2018, o Projeto de Lei Nº 10.736/2018, que buscava introduzir o voto plural

na Lei das S.A., foi apresentado pelo Deputado Carlos Bezerra (MDB-MT).¹¹⁰ Como justificativa do projeto, eram apresentados os seguintes argumentos:

- a) outros países já autorizavam o voto plural em sua legislação Argentina, Holanda, Suécia, Dinamarca, EUA, França e Itália;
- b) essa é a estrutura utilizada por grandes empresas de tecnologia;
- c) o instrumento seria interessante para incentivar a listagem de companhias familiares e *start-ups*; e
- d) o ordenamento jurídico Brasileiro já permite o descasamento entre direitos econômicos e políticos por meio das ações preferenciais e de estruturas piramidais, de modo que o voto plural seria uma alternativa para que isso ocorresse de forma mais transparente.

O projeto propunha que o voto plural somente poderia ser adotado por companhias fechadas, sem limite do número de votos por ação ordinária e por um período máximo de três anos, prorrogável apenas uma vez. Contudo ele não avançou nos anos seguintes. Foi arquivado logo após sua apresentação, desarquivado no início de 2019 e ficou parado por mais de dois anos até ser rejeitado e novamente arquivado em 2021.¹¹¹

A iniciativa que resultou na inclusão do voto plural no ordenamento jurídico Brasileiro correu em paralelo e está ligada a um movimento mais amplo que começou a dar sinais em 2019. Refere-se aqui a alterações legislativas que buscavam melhorar os ambientes de negócios no Brasil, por meio de uma valorização da autonomia privada.

O principal marco desse movimento foi a Lei n. 13.874/2019, também conhecida como Lei da Liberdade Econômica, que tinha como objetivo ampliar o escopo de atuação dos particulares, a autonomia privada e a livre iniciativa. Dito de forma simples, o objetivo da medida legislativa era estabelecer “garantias de livre mercado e dispõe sobre a atuação do Estado como agente normativo

¹¹⁰ CÂMARA DOS DEPUTADOS. Projeto de Lei N.º 10.736, de 2018. Disponível em: https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/prop_mostrarintegra?codteor=1683153#:~:text=Fica%20autorizado%20atribuir%20voto%20plural,%C3%BAnica%20prorroga%C3%A7%C3%A3o%20pelo%20mesmo%20per%C3%ADodo. Acesso em: 10 mar. 2023.

¹¹¹ O histórico de tramitação está disponível em: <https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=2183068>. Acesso em: 10 mar. 2023.

e regulador. A intenção é propiciar maior simplificação administrativa para um ambiente de regras claras e estímulo à competitividade.”¹¹²

Dentre as principais medidas constantes da lei, que revelam uma tentativa de liberalizar a economia pode-se mencionar: (i) a dispensa da necessidade de alvará e licença para atividades de baixo risco (art. 3º, inciso I); (ii) criação da figura do “abuso regulatório” para evitar que o Poder Público crie restrições a exploração de atividades econômicas por agentes Brasileiros e estrangeiros (art. 4º); e (iii) ampliação do limite da autonomia da vontade para definir a interpretação dos negócios jurídicos com consequente redução da possibilidade de intervenção estatal (art. 113, § 2º do Código Civil).

Também no ano de 2019, foi impulsionada a atuação da IMK (Iniciativa de Mercado de Capitais), que foi a organização responsável pela elaboração do projeto que resultou na Lei n. 14.195/2021 que introduziu o voto plural no ordenamento jurídico Brasileiro.

Tendo em vista sua relevância para a referida mudança legislativa, é pertinente fazer uma breve exposição sobre a história da IMK e sobre as iniciativas por ele conduzida nos últimos anos.

A IMK teve origem no Grupo de Trabalho sobre Mercado de Capitais e Poupança a Longo Prazo (GTMK) que foi criado em 2011, como uma iniciativa estratégica do Governo Federal para “estudar medidas que estimulassem o crescimento da poupança de longo prazo, da intermediação financeira, da eficiência do investimento privado e que reduzissem o custo do capital no Brasil”.¹¹³

Contudo, após a sua criação e primeiras iniciativas, o grupo ficou durante um período sem realizar reuniões. Em 2018, contudo, o GTMK reestabeleceu sua agenda de reuniões e começou a discutir projetos enviados por agentes privados convidados tais como: Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais (ANBIMA), Confederação Nacional das Empresas de Seguros Gerais, Previdência Privada e Vida, Saúde Suplementar e Capitalização (CNSeg), Federação Brasileira de Bancos (FEBRABAN), Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar (Abrapp) e B3.

¹¹² BRASIL. A Lei de Liberdade Econômica e os desafios para o Inmetro do amanhã. Disponível em: <https://www.gov.br/inmetro/pt-br/centrais-de-conteudo/campanhas/lei-de-liberdade-economica>. Acesso em: 10 mar. 2023.

¹¹³ Cf. Guia de Referência IMK – setembro 2021. Disponível em: <https://www.gov.br/fazenda/pt-br/orgaos/spe/imk/publicacoes/guia-de-referencia-imk-v6.pdf> . Acesso em: 10 mar. 2023.

Em 2019, a partir do GTMK, foi estruturado a IMK da forma como está atualmente, com a participação de entidades ligadas ao governo e atores da iniciativa privada, possuindo um grau de representatividade significativo dos agentes de mercado, conforme se pode depreender de sua ampla lista de participantes.¹¹⁴

Os objetivos da iniciativa foram ligeiramente alterados e passaram a ser:

avaliar e propor medidas de aperfeiçoamento regulatório para reduzir o custo de capital no Brasil; estimular o crescimento da poupança de longo prazo e da eficiência da intermediação financeira e do investimento privado; e desenvolver os mercados de capitais, de seguros e de previdência complementar.¹¹⁵

A partir de então, anualmente, são definidos temas relacionados a (i) mercado de capitais; (ii) financiamento à infraestrutura; (iii) mercado de crédito; (iv) mercado de seguros e previdência complementar; e (v) tributário, para integrar a agenda de trabalho do ano seguinte. A partir do momento em que determinado tema é inserido na agenda do IMK, ele passa a ser objeto de estudos, debates, discussões e, quando considerado maduro, pode resultar em projeto de lei.

¹¹⁴ Em 2021, os participantes eram os seguintes - (i) do Governo: Ministério da Economia; Secretaria de Política Econômica (SPE); Secretaria do Tesouro Nacional (STN); Secretaria Especial da Receita Federal do Brasil (RFB); Ministério do Trabalho e Previdência; Secretaria de Previdência (SPREV); Banco Central do Brasil (BCB); Comissão de Valores Mobiliários (CVM); Superintendência de Seguros Privados (SUSEP); Superintendência Nacional de Previdência Complementar (PREVIC); (ii) da iniciativa privada: Associação Brasileira de Agentes Autônomos de Investimentos (ABAIAI); Associação Brasileira de Bancos (ABBC); Associação Brasileira de Bancos Internacionais (ABBI); Associação Brasileira de Crédito Digital (ABCD); Associação Brasileira das Entidades de Crédito Imobiliário e Poupança (Abecip); Associação Brasileira das Empresas de Cartões de Crédito (Abecs); Associação Brasileira de Fintechs (ABFintechs); Associação Brasileira de Insurtech (ABInsurtech); Associação Brasileira de Câmbio (Abracam); Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar (Abrapp); Associação Brasileira das Companhias Abertas (Abrasca); Associação Brasileira de Startups (Abstartups); Associação Brasileira de Private Equity e Venture Capital (Abvcap); Associação de Investidores no Mercado de Capitais (AMEC); Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais (Anbima); Associação Nacional das Corretoras de Valores (Ancord); Associação Nacional das Resseguradoras Locais (AN-Re); Associação dos Registradores Imobiliários de São Paulo (Arisp); Brasil, Bolsa, Balcão (B3); Câmara Interbancária de Pagamentos (CIP); Central de Recebíveis (CERC); CFA Society Brazil; Confederação Nacional das Empresas de Seguros Gerais, Previdência Privada e Vida, Saúde Suplementar e Capitalização (CNSeg); Central de Registro de Direitos Creditórios (CRDC); Federação Brasileira de Bancos (Febraban); Federação Nacional das Empresas de Resseguros (Fenaber); Federação Nacional de Previdência Privada e Vida (Fenaprevi); Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC); Instituto dos Auditores Independentes do Brasil (Ibracon); Instituto Brasileiro de Direito Imobiliário (Ibradim); Instituto Brasileiro de Relações com Investidores (IBRI); Instituto de Registro Imobiliário do Brasil (IRIB); Instituto de Registro de Títulos e Documentos e de Pessoas Jurídicas do Brasil (IRTDPJ); Organização das Cooperativas do Brasil (OCB). Conforme lista disponível em: <https://www.gov.br/fazenda/pt-br/orgaos/spe/imk/participantes>. Acesso em: 10 mar. 2023.

¹¹⁵ BRASIL. Iniciativas de Mercado de Capitais se reúne e faz balanço das discussões ocorridas em 2019. Disponível em: <https://www.gov.br/economia/pt-br/assuntos/noticias/2019/12/iniciativas-de-mercado-de-capitais-se-reune-e-faz-balanco-das-discussoes-ocorridas-em-2019>. Acesso em: 10 mar. 2023.

As informações públicas divulgadas pelo Ministério da Economia trazem uma relação detalhada dos pontos que integraram a agenda do IMK nos últimos e quais foram as entregas realizadas. Um desses pontos, dentro do tema maior de mercado de capitais, foi o voto plural que entrou na agenda de 2020, com o objetivo de “Fomento e maior competitividade do mercado acionário Brasileiro”¹¹⁶. Segundo consta da página eletrônica do Governo, a entrega relacionada à pauta foi a Medida Provisória n. 1.040/2021. Contudo, como será explicado a seguir, apesar de a introdução do voto plural ter ocorrido com a lei que resultou da conversão da referida medida provisória, ele não estava no texto original.

A Medida Provisória n. 1.040/2021 também é chamada de Medida Provisória do “*Doing Business*”, que era uma classificação realizada anualmente para medir a facilidade para fazer negócios em 190 economias, contemplando dez indicadores principais. O Brasil nunca esteve entre os 100 primeiros colocados e esse foi um compromisso assumido pelo governo no Fórum Econômico de Davos em janeiro de 2019.¹¹⁷

Assim, a referida medida provisória teve justamente o objetivo de promover a melhora da pontuação no país no *ranking* do Banco Mundial, trazendo mudanças legislativas para: (i) facilitar a abertura de empresas; (ii) proteger acionistas minoritários; (iii) desburocratização do comércio exterior de bens e serviços; (iv) melhorar as perspectivas de recuperação de crédito; (v) reformar a regulação das profissões de Tradutor Público e Intérprete Comercial; (vi) redução de prazo para obtenção de autorização/licença para operação no setor elétrico; e (vii) cristalizar o instituto da prescrição intercorrente.¹¹⁸

De toda forma, para fins deste trabalho interessam especialmente as alterações introduzidas com o objetivo de melhorar a proteção dos minoritários. Segundo a exposição de motivos, esses eram os objetivos da reforma:

¹¹⁶ BRASIL. Iniciativa de Mercado de Capitais. Disponível em: <https://www.gov.br/fazenda/pt-br/orgaos/spe/imk/macrotemas-1/mercado-de-capitais>. Acesso em: 10 mar. 2023.

¹¹⁷ O ranking, contudo, foi descontinuado pouco tempo depois da edição da referida lei, em virtude de erros constatados na avaliação que embasou os relatórios de 2018 e 2020. Conforme exposto em: BANCO MUNDIAL. Grupo Banco Mundial deixará de publicar o relatório *Doing Business*. 16 set. 2021. Disponível em: <https://www.worldbank.org/pt/news/statement/2021/09/16/world-bank-group-to-discontinue-doing-business-report>. Acesso em: 10 mar. 2023.

¹¹⁸ Cf. exposição de motivos de 18 de março de 2021, disponível em: https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/prop_mostrarintegra?codteor=1985757&filename=MSC+109/2021. Acesso em: 10 mar. 2023.

A proposta também promove aperfeiçoamentos legais com condão de melhorar a posição do Brasil no indicador ‘Proteção aos Investidores Minoritários’ do relatório *Doing Business*, com alterações em diversos artigos da Lei nº 6.404, de 1976, conferindo maior poder de decisão aos acionistas, o que inclui os minoritários; elevando o prazo de antecedência para o envio de informações para uso nas assembleias, inclusive aprimorando dispositivos inerentes à comunicação, vedando o acúmulo de funções entre o principal dirigente da empresa e o presidente do Conselho de Administração, entre outras medidas.¹¹⁹

Nesse sentido, quando se analisam os dispositivos da Medida Provisória que previam alterações na Lei das S.A., nenhuma delas diz respeito à introdução do voto plural na legislação. Como se extrai do excerto transcrito acima, os objetivos de fortalecimento da proteção dos acionistas minoritários ligados ao *Doing Business* iam em outra direção, buscando reforçar a governança e os poderes/prerrogativas detidos pelos acionistas minoritários para pleitear seus direitos.

A introdução do voto plural na medida provisória se deu por meio de emenda apresentada pelo Deputado Marco Bertaiolli (Emenda nº 17), que refletia a recomendação da IMK sobre o assunto.¹²⁰ A justificativa apresentada era justamente alinhar a legislação Brasileira àquela de outros países que já tinham adotado o voto plural e, com isso, aumentar a competitividade do mercado nacional e evitar a fuga de IPOs que vinha ocorrendo.

Para fins deste estudo, a proposta de emenda apresentada e a versão final da lei sancionada foram comparadas, evidenciando que projeto inicial da IMK foi, em grande medida, refletido na versão final da sancionada pelo Presidente da República, após passar pela Câmara dos Deputados e pelo Senado Federal, ainda que com algumas alterações relevantes.

É interessante pontuar uma peculiaridade do processo legislativo. O voto plural – que é tido como um instituto benéfico para controladores e, por alguns, como prejudicial aos acionistas minoritários – foi incluído através de uma emenda a Medida Provisória criada com intuito de aumentar a proteção dos acionistas minoritários. Ou seja, em alguma medida é possível afirmar

¹¹⁹ Cf. exposição de motivos de 18 de março de 2021, disponível em: https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/prop_mostrarintegra?codteor=1985757&filename=MSC+109/2021. Acesso em: 10 mar. 2023.

¹²⁰ Emenda da Medida Provisória nº 1040, de 2021, disponível em: <https://www.congressonacional.leg.br/materias/medidas-provisorias/-/mpv/147864>. Acesso em: 10 mar. 2023.

que o processo legislativo que levou à introdução não foi o mais adequado, pois foi bastante curto e rápido, sem grandes oportunidades para amplo debate da sociedade sobre o tema.¹²¹

De outro lado, como o IMK possui ampla representação de diversas instituições especializadas e o tema é bastante técnico, pode-se dizer que a grande maioria dos grupos de interesse impactados pela mudança estavam representados no debate e puderam contribuir para o trâmite do projeto.

3.5.1 O voto plural como resultado de duas visões antagônicas sobre a regulação do mercado de capitais

A análise de notícias e artigos divulgados entre 2018 e 2021 – quando os debates sobre o voto plural ganharam intensidade e repercussão – revela que havia um embate bastante intenso entre grupos com visões antagônicas sobre o instituto.¹²²

A favor do voto plural, estavam aqueles¹²³ que acreditavam que era salutar conferir mais liberdade aos particulares para definir a estrutura de capital das empresas. Eventuais abusos causados em virtude da alavancagem poderiam ser reprimidos *a posteriori* com os mecanismos já previstos na legislação, tais como as ações sociais dos artigos 159 e 246 da Lei das S.A.

Este grupo entendia que o voto plural deveria ser liberado sem quaisquer tipos de restrição - sem limite temporal, sem limite de alavancagem, entre outros. Ou seja, as companhias poderiam estruturar o controle da companhia da forma que entendessem mais eficiente.

¹²¹ Essa crítica foi feita pelo ex-Presidente da CVM, Marcelo Trindade, em artigo publicado no Valor Investe. TRINDADE, Marcelo. Em meio ao caos, o voto plural. **Valor Investe**, Rio de Janeiro, 12 abr. 2021. Disponível em: <https://valorinveste.globo.com/blogs/marcelo-trindade/coluna/em-meio-ao-caos-o-voto-plural.ghtml>. Acesso em: 10 mar. 2023.

¹²² ACE GOVERNANCE. 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**, São Paulo, 4 dez. 2019. Disponível em: <http://www.bmf.com.br/portal/images/newsletter/bmfbovespa/Voto-Plural.pdf>. Acesso em: 10 mar. 2023. Veja-se, também, o debate organizado pela Capital Aberto “Legislação & Debates: Voto plural”, disponível em: <https://www.youtube.com/watch?v=7q97ZitQMZM&t=1s>. Acesso em: 10 mar. 2023. TRINDADE, Marcelo. Em meio ao caos, o voto plural. **Valor Investe**, Rio de Janeiro, 12 abr. 2021. Disponível em: <https://valorinveste.globo.com/blogs/marcelo-trindade/coluna/em-meio-ao-caos-o-voto-plural.ghtml>. Acesso em: 10 mar. 2023.

¹²³ Trata-se de grupo heterogêneo, composto por advogados e empresas, representadas pela ABRASCA, por exemplo, conforme se depreende dos seguinte artigos: SALDANHA, Nair. Voto plural é tendência internacional. **Abrasca**, 14 dez. 2020. Disponível em: <https://www.abrasca.org.br/noticias/sia-cia-1529-voto-plural-e-tendencia-internacional>. Acesso em: 10 mar. 2023; MÜSSNICH, Francisco. Voto plural: quebrando paradigmas. **Valor Econômico**, São Paulo, 15 dez. 2017. Disponível em: <https://valor.globo.com/legislacao/noticia/2017/12/15/voto-plural-quebrando-paradigmas.ghtml>. Acesso em: 10 mar. 2023.

Para os defensores desta concepção mais liberal, o mercado se encarregaria de aceitar, rejeitar e precificar as estruturas de capital das companhias. Assim, se determinada companhia fosse ao mercado com uma desproporção excessiva entre os direitos econômicos e políticos, tal desproporção reduziria o interesse pelos valores mobiliários da empresa. A lei não deveria limitar as escolhas que as companhias e os investidores, como agentes privados, poderiam negociar e decidir livremente.

Na ponta oposta, outros grupos entendiam que a introdução do voto plural representaria um retrocesso para o mercado Brasileiro.¹²⁴ O argumento era o mesmo mencionado anteriormente: desproporção entre direitos econômicos e políticos piora de forma significativa a governança das companhias e aumenta a probabilidade de conflito de agências e abusos. A mudança da Lei das S.A. poderia piorar a qualidade do mercado de forma geral, o que é negativo para todos os participantes (investidores e companhias investidas).

Esse argumento ganhava força, também, se considerado que os mecanismos de *enforcement* ainda não são aplicados de forma ampla no Brasil. Embora as ações de acionistas minoritários buscando a responsabilização de controladores e administradores por abusos tenham crescido nos últimos anos, ainda não há evidências de que os mecanismos de reparação são efetivos.

Sendo assim, os defensores desta corrente entendiam que caberia ao legislador criar regras que limitassem a desproporção entre direitos políticos e econômicos, de modo a evitar a proliferação de estruturas em que os conflitos de agência fossem mais pronunciados.

Portanto, havia indivíduos com visões amplamente favoráveis ao voto plural. De um lado, defendia-se que fosse adotado um sistema semelhante ao dos Estados Unidos, no qual não há limite de alavancagem, tampouco limites temporais para a duração dos direitos, ou seja, pleiteava-se a retirada da vedação. De outro, entendia-se que o voto plural era uma ameaça e que a vedação deveria ser mantida. O resultado foi o meio termo entre as duas posições: a vedação ao voto plural foi retirada, mas a permissão veio acompanhada de diversas restrições.

¹²⁴ Como principais expoentes deste grupo vale mencionar o CII e a AMEC, que inclusive enviaram cartas à CVM manifestando sua oposição ao voto plural, a “Carta Amec” está disponível em: <https://www.amecbrasil.org.br/wp-content/uploads/2020/10/CARTA-AMEC-VOTO-PLURAL-NO-BRASIL-V01.pdf>. e a “Carta CII” está disponível em: <https://www.cii.org/files/CII%20Brazil%20dual%20class%20consultation%20final.pdf>. Acesso em: 10 mar. 2023.

A preocupação com os conflitos potencialmente gerados pela desproporção entre direitos econômicos e políticos fez com que o voto plural fosse introduzido na Lei das S.A. com diversas amarras, espelhando em alguma medida o que foi feito em Hong King e Singapura. Tais restrições estabelecem:

- a) limite para a desproporção entre direitos econômicos e políticos;
- b) período máximo para a duração do voto plural;
- c) intransferibilidade das ações com voto plural;
- d) matérias nas quais o voto plural é inaplicável;
- e) impossibilidade de adoção após o acesso aos recursos do público investidor.

Sendo assim, como contrapartida à liberação do voto plural, foram necessárias determinadas concessões que limitam de forma significativa o instituto – até mais, por exemplo, do que ocorre com as ações preferenciais. Todas essas restrições serão analisadas de forma detalhada a seguir.

De todo modo, vale destacar que a introdução do voto plural no ordenamento jurídico Brasileiro após quase cem anos de vedação, pode ser considerada um avanço, mesmo diante daqueles que defendem posições mais liberais e que entendem que a Lei n. 14.195/2021 trouxe amarras excessivas. Isso porque, a liberação do voto plural, da forma como ocorreu, servirá como teste para verificar se os empreendedores estarão dispostos a utilizar o instituto com tais restrições ou se será necessário flexibilizá-lo para que se torne uma ferramenta efetivamente adotada.

Ou seja, está em curso um período de teste. Se o voto plural não for utilizado e o instituto for considerado “natimorto”, o debate será retomado em outros termos. Ficará claro que a liberação com restrições semelhantes às adotadas em outros países não foi suficiente para atender o objetivo de fomentar a competitividade do mercado acionário Brasileiro e fornecer uma nova alternativa viável para a organização do controle das companhias.

Até o momento da conclusão desta Dissertação, não há dados sobre companhias abertas que tenham adotado o voto plural. É possível que a estrutura tenha sido utilizada em companhias fechadas, mas não há como reunir dados das companhias de todos os estados do Brasil para verificar esta hipótese.

Ainda assim, tirar qualquer conclusão sobre a adesão dos participantes de mercado ao novo instituto neste momento seria precipitado. Isso porque, a Lei n. 14.195/2021 entrou em vigor apenas em agosto de 2021. Além disso, no ano de 2022, não foram realizados IPOs de empresas Brasileiras no Brasil nem nos EUA. A ausência de aberturas de capital deve-se a diversos fatores, tais como as condições econômicas de ambos os países. Sendo assim, não há dados suficientes para que se possa afirmar que a alteração foi rejeitada pelos usuários. Contudo, quando houver uma retomada das ofertas de ações, haverá uma oportunidade para verificar: o instituto será adotado? Se não, por quê? Também será possível verificar se o mercado Brasileiro continuará perdendo IPOs para outras jurisdições.

Feitas essas considerações, o próximo capítulo fará uma análise técnica e jurídica dos dispositivos, em conjunto com uma análise crítica com propostas para eventuais melhorias em uma reforma, após o instituto ser devidamente testado.

4 INTERPRETAÇÃO E ANÁLISE CRÍTICA DOS DISPOSITIVOS QUE REGULAM O VOTO PLURAL NA LEI DAS S.A. (ARTIGO 110-A)

Neste tópico, será feita uma análise de cada um dos dispositivos da Lei das S.A. que regulam o voto plural, com dois objetivos: (i) auxiliar na interpretação e aplicação prática da nova regra e (ii) responder à seguinte pergunta: a introdução do voto plural cumpriu o objetivo de dar mais flexibilidade aos empreendedores para estruturar o controle das suas companhias e, com isso, fomentar a competitividade do mercado acionário Brasileiro?

Para tanto, será feita uma avaliação crítica sobre os dispositivos.

4.1 ARTIGO 110 *CAPUT*, INCISOS I E II

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.

4.1.1 Classes de ações ordinárias nas companhias abertas e

O art. 110-A *caput*, incisos I e II – combinado com a revogação do §2º do art. 110, bem como com a introdução do inciso IV no art. 16¹²⁵ e do art. 16-A¹²⁶ – passou a permitir de forma expressa (i) a criação de diferentes classes de ações ordinárias e (ii) a atribuição de voto plural a tais classes, tanto nas companhias fechadas quanto nas abertas.

Antes da reforma, só era possível a criação de classes de ações ordinárias nas companhias fechadas e apenas nas hipóteses previstas nos incisos I a III do art. 16¹²⁷, que são bastante restritas.

¹²⁵ Art. 16. As ações ordinárias de companhia fechada poderão ser de classes diversas, em função de: [...] IV - atribuição de voto plural a uma ou mais classes de ações, observados o limite e as condições dispostos no art. 110-A desta Lei.

¹²⁶ Art. 16-A. Na companhia aberta, é vedada a manutenção de mais de uma classe de ações ordinárias, ressalvada a adoção do voto plural nos termos e nas condições dispostos no art. 110-A desta Lei.

¹²⁷ Art. 16. As ações ordinárias de companhia fechada poderão ser de classes [...] I - conversibilidade em ações preferenciais; II - exigência de nacionalidade brasileira do acionista; ou III - direito de voto em separado para o preenchimento de determinados cargos de órgãos administrativos.

Ademais, não era possível a atribuição de voto plural a qualquer ação.

Logo, a partir da mudança legislativa, houve a adição de uma hipótese para a criação de classes de ações ordinárias na companhia fechada, mantendo as três já permitidas anteriormente, e a permissão criação de classes de ações ordinárias nas companhias abertas, neste caso exclusivamente em função da atribuição de voto plural.

4.1.2 Diversas classes de ações com voto plural

A redação do *caput* do art. 110-A deixa claro que uma mesma companhia pode ter mais de uma classe de ações com voto plural. Por exemplo: é possível que sejam criadas 3 classes de ações com voto plural, sendo uma com dez votos por ação, outra com cinco votos por ação e outra com 2 votos por ação. Assim, confere-se flexibilidade para a concepção de diferentes estruturas por aqueles que desejem adotar esse mecanismo para organizar o poder de diferentes formas no âmbito das sociedades anônimas.

Apesar desta flexibilidade, o *caput* e os respectivos incisos trazem importantes limites ao voto plural que serão desenvolvidos ao a seguir.

4.1.3 Limite de dez votos por ação

O *caput* do artigo em comento limita o voto plural a dez votos por ação. Isto é: a Lei das S.A. proíbe a criação de classes de ações que tenham direito a mais de dez votos cada. O objetivo desta regra é limitar a alavancagem do titular de tais ações, pois ela torna necessário que ele tenha uma participação mínima no capital social para que possa controlar a empresa. Ou seja, o dispositivo busca limitar a dissociação entre direitos econômicos e políticos criada pelas ações com voto plural.

Abaixo, está indicado qual é este percentual mínimo que o titular deve deter para controlar a companhia e a respectiva forma de cálculo.

Se a companhia tiver seu capital social composto exclusivamente por ações ordinárias, o controlador (ou grupo controlador) deverá deter no mínimo 9% do capital social da empresa mais uma ação ordinária para assegurar o controle majoritário. Isso é explicado no esquema abaixo:

- a) assumindo que todas as ações são emitidas no mesmo momento, pelo mesmo preço de emissão independentemente de haver ou não voto plural;
- b) o acionista titular de ações com 10 votos por ação aporta 1u (unidade de contribuição ao capital social) e recebe 10 votos;
- c) os demais acionistas que receberão ações ordinárias com apenas um voto por ação terão que aportar 10u para igualar a participação política do controlador;
- d) sendo assim, o controlador terá 1u/11u (1u aportada por ele + 10u aportadas pelos outros investidores), o que equivale a 9,09% do capital social. Nesse caso, ele ainda precisará de mais uma ação ordinária, sem voto plural, para prevalecer nas deliberações.

Ou seja, o acionista deverá deter pouco mais de 9% do capital social da companhia para ter o poder de gerir os 91% restantes.

Se a companhia tiver seu capital social dividido entre ações ordinárias e preferenciais sem direito de voto na proporção de 50% cada, limite máximo para a emissão de ações preferenciais¹²⁸, ele precisará deter apenas 4,5% das ações mais uma ação ordinária com direito a um voto para assegurar o controle majoritário.

A combinação das duas estruturas de alavancagem do poder de controle – ações preferenciais e ações com voto plural – é possível tendo em vista que a introdução do voto plural na Lei das S.A. não veio acompanhada de qualquer restrição para tal cumulação.

Não foram encontrados estudos empíricos que justificassem o limite de 10 votos por ação como teto de alavancagem política. De toda forma, através de uma análise das companhias Brasileiras que optaram por abrir seu capital nos Estados Unidos e outras empresas de tecnologia que foram referência para o debate sobre o assunto, é possível constatar que a estrutura de alavancagem de 10 vezes era uma das mais utilizadas. É o que evidenciam as tabelas do Anexo I à presente Dissertação.

Além disso, esse foi o limite adotado pela SGX e pela HKX, quando passaram a permitir o voto plural, bem como o máximo de desproporção considerada aceitável por institutos defensores

¹²⁸ Art. 15. [...] § 2º O número de ações preferenciais sem direito a voto, ou sujeitas a restrição no exercício desse direito, não pode ultrapassar 50% (cinquenta por cento) do total das ações emitidas.

de melhores práticas governança corporativa como o CFA (*Chartered Financial Analyst Institute*) e o *Institute for Governance of Private and Public Organizations*.¹²⁹

Tal limite, apesar das justificativas descritas acima, sofreu diversas críticas.¹³⁰ Defende-se que a decisão sobre o nível de alavancagem da companhia deveria ser deixada para a negociação entre os investidores e a companhia emissora. Isto é, deveria ser permitido um nível maior de alavancagem, tal como ocorre nos Estados Unidos, por exemplo, em que não há limitação do número de votos por ação.

Nestes casos, os investidores podem escolher se querem fazer parte de uma companhia com alavancagem significativa de direitos políticos. Na mesma linha, os defensores da retirada das restrições defendem que o nível de governança seria considerada na precificação dos valores mobiliários emitidos pela companhia, de modo que os próprios preços indicariam os limites aceitáveis aos investidores.

Além disso, é importante destacar que, conforme descrito anteriormente nos tópicos 3.3. 3.4. desta Dissertação, já existem alternativas na Lei das S.A. que permitem alavancagens superiores a 10 vezes, tais como as ações superpreferenciais e as estruturas piramidais. Sendo assim, se os empreendedores desejarem fazer alavancagens superiores a 10 vezes, eles poderão adotar tais estruturas em conjunto ou detrimento do voto plural.

O fato de haver uma limitação do número de votos por ação não é suficiente para limitar a alavancagem, haja vista que as ações não possuem valor nominal e podem ser emitidas mediante contribuições econômicas completamente díspares, desde que tal diferença seja justificada à luz dos critérios do art. 170, § 1º da Lei das S.A.¹³¹

¹²⁹ FERNANDES, Flavia Mouta; MOTA, Fernando de Andrade; GIOVANINI, Raphael; ARNHOLD, Felipe Singal. **A criação do voto plural no brasil:** do anteprojeto aos desafios para o futuro. São Paulo: Almedina, 2022. v. 15. p. 167-198.

¹³⁰ Veja-se por exemplo, as colocações feitas por André Grunspun Pitta em webinar organizado pela FGV. Disponível em: <https://www.youtube.com/watch?v=Tt7JZkwi-A4>. Acesso em: 10 mar. 2023.

¹³¹ Nesse sentido: “Ainda que o referido limite não trave de maneira absoluta a desproporção entre direitos políticos e econômicos, haja vista que os inúmeros outros mecanismos anteriormente mencionados continuam existindo, o máximo de 10 votos por ação reflete uma prática consagrada internacionalmente.” FERNANDES, Flavia Mouta; MOTA, Fernando de Andrade; GIOVANINI, Raphael; ARNHOLD, Felipe Singal. **A criação do voto plural no brasil:** do anteprojeto aos desafios para o futuro. São Paulo: Almedina, 2022. v. 15. p. 167-198.

Logo, apesar de serem meritórias as razões que justificam a imposição de um limite de alavancagem, para que não haja uma desproporção excessiva entre direitos políticos e econômicos, tal limite revela-se inócuo.

Diante deste contexto, entende-se que as proteções mais efetivas para os acionistas relacionadas ao nível de alavancagem da companhia são duas que foram introduzidas em outros dispositivos da Lei n. 14.195/2021– e serão detalhadas mais adiante nesta Dissertação. São elas: (i) proibição de alterações que aumentem a alavancagem política existente na companhia após seu primeiro acesso ao mercado e (ii) garantia de direito de recesso aos acionistas no caso de alterações que ampliem as vantagens dos titulares de ações com voto plural.

Tais regras não limitam a alavancagem em si, mas sim a segurança jurídica dos acionistas em relação à dissociação entre poder e capital social em determinada companhia. Isto é: com tais restrições, os investidores poderiam escolher, no exercício de sua autonomia privada, qual o nível de alavancagem que entendem aceitável e, a partir do momento em que ele fosse escolhido, teriam a segurança de que ele não seria modificado.

Tal regramento aproximaria o voto plural das outras estruturas de alavancagem do poder de controle já anteriormente admitidas pelo direito Brasileiro.

4.1.4 Impedimento da criação de ações com voto plural nas companhias que já tenham valores mobiliários negociados em mercado

Uma das principais restrições à utilização do voto plural está na impossibilidade de adoção da estrutura após o início da negociação de valores mobiliários conversíveis em ações no mercado.

Ou seja, o voto plural pode ser adotado tanto por companhias fechadas (art. 110-A, *caput*, I) ou abertas (art. 110-A, *caput*, II), mas nesse último caso, desde que não tenha havido negociação dos títulos representativos de participação no mercado.

O que caracteriza a companhia como aberta, conforme previsto no art. 4º da Lei das S.A., é que os valores mobiliários sejam admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários,

ainda que não sejam efetivamente negociados.¹³² Nesse sentido, confira-se a explicação de Otávio Yazbek:

[...] ao referir no caput as companhias abertas como aquelas que têm valores mobiliários por ela emitidos ‘admitidos à negociação’ em mercado, registrando, no § 1º, que apenas poderiam ser assim negociados títulos de ‘companhia registrada na Comissão de Valores Mobiliários’, o art. 4º passou a definir tais companhias a partir daquela obrigatoriedade de registro. A negociabilidade nele consagrada não se confunde com a concreta negociação dos títulos, que é situação de fato.¹³³

Sendo assim, se a companhia for registrada como companhia aberta na CVM, mas não tiver havido qualquer negociação de títulos dessa natureza, ela pode alterar sua estrutura de capital para inclusão do voto plural.

Essa situação é bastante comum, pois há diversas companhias que realizam todos os trâmites necessários para realizar uma oferta pública inicial de ações e acabam não realizando por variadas razões, como fechamento da janela de mercado, piora nas condições econômicas etc. Assim, a questão pode ser reavaliada até que as ações efetivamente sejam distribuídas.

O dispositivo buscou, portanto, capturar o momento em que a companhia efetivamente acessa o público investidor e travar as mudanças a partir daí. Assim, garante-se que os investidores terão a visão completa da estrutura de capital da companhia quando ela acessa o mercado para captar *equity* ou (instrumentos conversíveis) pela primeira vez.

4.1.4.1 Significado do termo “criação” no inciso II do *caput*

Outro detalhe semântico relevante para a interpretação do inciso é a compreensão do termo “criação”. Isso porque, a depender da interpretação dada ao termo, as consequências sobre o que é proibido ou permitido pela norma se alteram.

Se a interpretação da palavra “criação” consiste na efetiva emissão ou conversão do respectivo valor mobiliário, isso significa que o voto plural só pode ser adotado se as ações que garantirem tais votos aos acionistas já tiverem sido emitidas ou convertidas quando as ações da companhia passarem a ser negociadas em mercado.

¹³² Art. 4º Para os efeitos desta Lei, a companhia é aberta ou fechada conforme os valores mobiliários de sua emissão estejam ou não admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários.

¹³³ YAZBEK, Otávio. As Companhias Abertas – sua caracterização, as vantagens e as desvantagens da abertura de capital. In: FINKELSTEIN, Maria Eugênia Reis; PROENÇA, José Marcelo Martins (orgs.). **Direito Societário – Sociedades Anônimas**. São Paulo: Saraiva, 2007.

Outra interpretação possível é que a criação equivalha a autorização para emissão de determinado valor mobiliário com características e proporções já especificadas no estatuto social. Ou seja, a autorização para a criação poderia estar prevista desde a oferta inicial de valores mobiliários de determinada ação – mas a efetiva emissão ou conversão poderia ocorrer depois. Nesse sentido, poderia haver a previsão de que as ações de determinada classe seriam convertidas em ações com voto plural caso os acionistas controladores atingissem determinado grau de diluição, por exemplo.

A leitura sistemática da Lei das S.A. não permite uma identificação precisa sobre qual seria o significado técnico do termo “criação”. Em alguns dispositivos, os termos parecem ser diferenciados e, em outros, são tratados como sinônimos. Por exemplo, o subtítulo da Seção III do Capítulo V (Debêntures) da Lei das S.A. é “criação e emissão”, contudo, os artigos da referida seção tratam apenas da “emissão” e não mencionam o termo “criação”. Em outros pontos, o termo “criação” é utilizado para retratar o efetivo surgimento de determinada situação jurídica, como ocorre por exemplo, com a constituição de filiais ou sucursais.¹³⁴

Diante da dificuldade de estabelecer um significado técnico preciso ao termo, a interpretação mais conservadora é de que a criação deve ser equiparada à efetiva emissão ou conversão das ações com voto plural.

Contudo, também seria razoável equiparar a criação de ações com voto plural à autorização estatutária para a sua emissão/conversão – com todas as características das ações e proporções pré-determinadas – endereça os objetivos da norma de conferir previsibilidade e transparência ao investidor, conforme será explicado no próximo item. Nesse cenário, por exemplo, seria possível que o voto plural fosse autorizado, mas sua efetiva criação ficasse subordinada a uma condição.

4.1.4.2 Objetivo da restrição

O objetivo do dispositivo é preservar a segurança dos investimentos realizados por investidores de mercado. Para tanto, exige-se que as companhias que pretendam adotar o voto plural façam isso no primeiro momento em que acessam o mercado de capitais (para captação de

¹³⁴ Art. 97. [...] § 3º A criação de sucursais, filiais ou agências, observado o disposto no estatuto, será arquivada no registro do comércio.

equity). Assim, os investidores poderão analisar a estrutura jurídica de poder da companhia e decidir se querem, ou não, destinar recursos a ela.

Ou seja, o legislador preocupou-se em impedir que os investidores fossem surpreendidos pela introdução do voto plural na companhia após terem tomado decisão de investimento considerando uma estrutura sem voto plural. Isso poderia ser considerado como uma mudança nas regras do jogo após o início da partida.

Em virtude do dispositivo em comento, os investidores têm a segurança de que, mesmo o voto plural sendo permitido na legislação Brasileira, uma vez que eles invistam em uma companhia que não adota voto plural, essa situação não poderá mais ser alterada.

Nesse sentido, confira-se as colocações feitas por indivíduos diretamente envolvidos com as discussões legislativas que resultaram na Lei n. 14.195/2021:

Em outros termos, não se admite ‘alteração das regras do jogo com a bola já rolando em campo’, a fim de proteger os investidores que compraram ações (ou valores mobiliários conversíveis em ações) com uma estrutura de capital pré-definida e devidamente precificada. Admitir, a essa altura da vida da companhia, a atribuição de super voto a determinados acionistas nas deliberações assembleares, significaria tolher direitos políticos originalmente assegurados, com potencial impacto negativo no valor das ações.¹³⁵

A disposição inspira-se na Regra 19c-4 editada pela SEC em 1988, que buscava restringir de forma significativa as estruturas de *Dual-Class Shares* permitidas nos Estados Unidos. Tal norma estabelecia justamente que não poderia haver quaisquer alterações nos direitos políticos das ações em circulação uma vez que elas fossem listadas e vendidas ao público.¹³⁶ A regra não chegou

¹³⁵ FERNANDES, Flavia Mouta; MOTA, Fernando de Andrade; GIOVANINI, Raphael; ARNHOLD, Felipe Singal. **A criação do voto plural no brasil:** do anteprojeto aos desafios para o futuro. São Paulo: Almedina, 2022. v. 15. p. 167-198.

¹³⁶ Confira-se: “§ 240.19c-4 *Governing certain listing or authorization determinations by national securities exchanges and associations.* (a) *The rules of each exchange shall provide as follows: No rule, stated policy, practice, or interpretation of this exchange shall permit the listing, or the continuance of the listing, of any common stock or other equity security of a domestic issuer, if the issuer of such security issues any class of security, or takes other corporate action, with the effect of nullifying, restricting or disparately reducing the per share voting rights of holders of an outstanding class or classes of common stock of such issuer registered pursuant to section 12 of the Act.* (b) *The rules of each association shall provide as follows: No rule, stated policy, practice, or interpretation of this association shall permit the authorization for quotation and/or transaction reporting through an automated interdealer quotation system (“authorization”), or the continuance of authorization, of any common stock or other equity security of a domestic issuer, if the issuer of such security issues any class of security, or takes other corporate action, with the effect of nullifying, restricting, or disparately reducing the per share voting rights of holders of an outstanding class or classes of common stock of such issuer registered pursuant to section 12 of the Act.*” Securities and Exchange Commission. Disponível em: <https://www.govinfo.gov/content/pkg/CFR-2011-title17-vol13/pdf/CFR-2011-title17-vol13-sec240-19c-4.pdf>. Acesso em: 10 mar. 2023.

a entrar em vigor, pois foi contestada judicialmente, tendo a Corte do Circuito do Distrito da Columbia decidido que a SEC não teria autoridade para editar tal regra, invalidando-a.¹³⁷

Contudo, tanto a NYSE quanto a NASDAQ reproduziram o princípio em suas regras de listagem: os direitos políticos das ações em circulação não podem ser afetados.¹³⁸ Ou seja, mesmo na NYSE e na NASDAQ há um limite para a flexibilidade das alterações que podem ser realizadas em relação ao voto plural após a companhia se tornar aberta e ter suas ações efetivamente negociadas.

Por fim, vale mencionar que uma das principais consequências práticas desta restrição é que as companhias que já tinham suas ações negociadas em mercado no momento da edição da Lei n. 14.195/2021 não poderão adotar o voto plural. A ferramenta trazida pela lei aplica-se apenas às futuras aberturas de capital.

4.1.4.3 Críticas à restrição

Apesar das justificativas expostas acima é possível afirmar que a regra é excessivamente restritiva, destoando da lógica de atribuição de direitos e garantias aos acionistas prevista no restante da Lei das S.A.¹³⁹

Isso porque há outras alterações estruturais das companhias – tão relevantes ou até mais relevantes que a introdução do voto plural – que não são vedadas de forma absoluta em nenhum momento da vida das companhias, mesmo depois do início da negociação das ações (ou valores mobiliários conversíveis) em mercado.

¹³⁷ ACE GOVERNANCE. 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**, São Paulo, 4 dez. 2019. Disponível em: <http://www.bmf.com.br/portal/images/newsletter/bmfbovespa/Voto-Plural.pdf>. Acesso em: 10 mar. 2023.

¹³⁸ FERNANDES, Flavia Mouta; MOTA, Fernando de Andrade; GIOVANINI, Raphael; ARNHOLD, Felipe Singal. **A criação do voto plural no brasil**: do anteprojeto aos desafios para o futuro. São Paulo: Almedina, 2022. v. 15. p. 167-198

¹³⁹ Parte destas críticas foi feita, por exemplo por Alexandre Costa Rangel no 10º Congresso de Direito Comercial, em painel sobre o voto plural, realizado em 20.05.2022. Marcelo Trindade, em artigo publicado no Valor Investe, também considerou a regra excessivamente restritiva. Confira-se: “Por outro lado, 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.” TRINDADE, Marcelo. Em meio ao caos, o voto plural. **Valor Investe**, Rio de Janeiro, 12 abr. 2021. Disponível em: <https://valorinveste.globo.com/blogs/marcelo-trindade/coluna/em-meio-ao-caos-o-voto-plural.ghtml>. Acesso em: 10 mar. 2023.

Tais matérias estão inseridas no art. 136 da Lei das S.A., a saber: (i) criação de ações preferenciais ou aumento de classe de ações preferenciais existentes, sem guardar proporção com as demais classes de ações preferenciais, salvo se já previstos ou autorizados pelo estatuto (inciso I); (ii) alteração nas preferências, vantagens e condições de resgate ou amortização de uma ou mais classes de ações preferenciais, ou criação de nova classe mais favorecida (inciso II); (iii) redução do dividendo obrigatório (inciso III); (iv) fusão da companhia, ou sua incorporação em outra (inciso IV); (v) participação em grupo de sociedades (art. 265) (inciso V); (vi) mudança do objeto da companhia (inciso VI); (vii) cisão da companhia (inciso IX); e (viii) inserção de convenção de arbitragem no estatuto social (art. 136-A).

Em tais casos, a Lei das S.A., ao invés de vedar de forma absoluta, estabeleceu um quórum mais elevado de aprovação – por maioria absoluta das ações – e conferiu, em algumas hipóteses, a possibilidade de os acionistas se retirarem da sociedade, mediante o reembolso do valor das suas ações, conforme previsto no art. 137.¹⁴⁰

A concessão do direito de recesso serve justamente para proteger os acionistas de mudanças substanciais nas regras da sociedade após o seu ingresso, isto é, nas hipóteses em que a lei entende que podem alterar a escolha do acionista de permanecer sócio da companhia. Nesse sentido:

O direito de retirada surgiu como contrapeso à competência, reconhecida à Assembleia Geral, de modificar as bases essenciais do contrato de companhia. No início da história da companhia como instituto de direito privado (v. § 21), prevalecia a interpretação de que o contrato de companhia não podia, como qualquer outro, ser modificado sem consentimento de todos os acionistas – entendimento depois limitado às modificações das principais características da companhia, ou suas bases essenciais, que tenham influenciado a decisão do acionista de subscrever as ações; mas a experiência do negócio de companhia

¹⁴⁰ Art. 137. 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 (art. 45), observadas as seguintes normas:

I - nos casos dos incisos I e II do art. 136, somente terá direito de retirada o titular de ações de espécie ou classe prejudicadas;

II - nos casos dos incisos IV e V do art. 136, não terá direito de retirada o titular de ação de espécie ou classe que tenha liquidez e dispersão no mercado, considerando-se haver:

a) liquidez, quando a espécie ou classe de ação, ou certificado que a represente, integre índice geral representativo de carteira de valores mobiliários admitido à negociação no mercado de valores mobiliários, no Brasil ou no exterior, definido pela Comissão de Valores Mobiliários; e

b) dispersão, quando o acionista controlador, a sociedade controladora ou outras sociedades sob seu controle detiverem menos da metade da espécie ou classe de ação;

III - no caso do inciso IX do art. 136, somente haverá direito de retirada se a cisão implicar:

a) mudança do objeto social, salvo quando o patrimônio cindido for vertido para sociedade cuja atividade preponderante coincida com a decorrente do objeto social da sociedade cindida;

b) redução do dividendo obrigatório; ou

c) participação em grupo de sociedades; [...].

levou a que as legislações passassem a reconhecer, a partir do fim do século XIX e início do século XX, a competência da Assembleia Geral para modificar todas as estipulações do estatuto social, embora algumas por deliberação com quórum qualificado.

O direito de retirada veio compensar essa competência da Assembleia Geral – imposta pela necessidade de a companhia se adaptar às modificações de seus ambientes – com a faculdade do acionista de optar por não continuar a ser sócio de sociedade essencialmente diferente daquela que existia ao subscrever ou adquirir suas ações. O acionista, ao adquirir ações, leva em consideração as principais características da companhia; essas ‘bases essenciais’ influem na sua decisão, e sua alteração pode motivá-lo a não querer continuar sócio.¹⁴¹

Sendo assim, se a introdução do voto plural é considerada uma mudança nas bases essenciais do negócio, uma das soluções possíveis – e mais coerente com o sistema – seria estabelecer o quórum especial e, ao mesmo tempo, garantir direito de recesso aos que discordassem da decisão.

A Lei n. 14.195/2021 estipulou inclusive o direito de recesso para os acionistas dissidentes no caso da adoção de voto plural, conforme será detalhado adiante. Contudo, para as companhias com ações já negociadas em mercado, foi-se além para estabelecer uma vedação absoluta, o que parece desproporcional.

Para ilustrar: uma companhia pode deixar de ser uma empresa que investe em energias renováveis e passar a ser uma exploradora de combustíveis fósseis, desde que consiga a maioria absoluta dos acionistas e garanta direito de recesso aos dissidentes. Nas mesmas condições, pode reduzir substancialmente o dividendo mínimo obrigatório de 50% para 10%, por exemplo. Contudo, essa mesma companhia não pode, em qualquer circunstância, adotar o voto plural.

A redução do dividendo obrigatório que afeta diretamente as características econômicas da ação que, presumivelmente, são muito mais relevantes para investidores de mercado que compram ações visando retornos financeiros por meio de investimentos passivos, sem qualquer pretensão de controlar as companhias investidas e definir seus rumos.

Vale mencionar, ainda, que nem mesmo a aprovação unânime é suficiente para superar a vedação – o que ocorre, por exemplo, no caso da transformação do tipo societário.¹⁴² De toda forma, essa constatação apesar de demonstrar a preocupação do legislador em restringir de forma

¹⁴¹ LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (Coord.). **Direito das companhias**. 2. ed. rev. atual. Rio de Janeiro: Forense, 2017. p. 240.

¹⁴² Art. 221. A transformação exige o consentimento unânime dos sócios ou acionistas, salvo se prevista no estatuto ou no contrato social, caso em que o sócio dissidente terá o direito de retirar-se da sociedade.

robusta a utilização de voto plural por companhias abertas, tem pouco efeito prático. Isso porque é extremamente improvável que em uma companhia aberta seja possível obter o consentimento de todos os sócios para determinada matéria.

Nesse sentido, pode-se dizer que o legislador acabou atribuindo uma importância desproporcional ao voto plural, preocupando-se excessivamente com a repercussão negativa que a mudança legislativa poderia ter na percepção dos investidores. Como consequência, o dispositivo, apesar de alinhado a parâmetros estrangeiros, acabou restando incoerente com o restante da Lei das S.A.

4.1.4.4 Alternativas para reforma

Em vista de tais críticas, vislumbram-se duas soluções possíveis para abrandar as restrições legais mas, ao mesmo tempo, endereçar a preocupação com a manutenção da segurança jurídica no mercado Brasileiro e evitar eventuais reações negativas de investidores mais resistentes ao voto plural.

Primeiro, seria mantida a vedação de adoção do voto plural em companhias abertas que já tinham seus valores mobiliários negociados em mercado no momento da edição da Lei n. 14.195/2021. Contudo, seria permitido que as companhias que abrissem o capital após a edição da referida lei pudessem adotar o voto plural, mesmo após já terem valores mobiliários de sua emissão negociados em mercado, mediante a concessão de direito de recesso aos acionistas dissidentes.

Tal solução seria suficiente para preservar a confiança na estabilidade legislativa do Brasil. Os investidores atuais não teriam suas ações afetadas por uma mudança legislativa posterior aos investimentos – o que se admitido, de fato teria o potencial de gerar consequências bastante negativas na percepção sobre o ambiente institucional Brasileiro.

Foi o que ocorreu, por exemplo, quando houve a revogação do art. 254 em 1997, com objetivo de retirar o direito de venda conjunta dos acionistas minoritários e permitir que o Estado pudesse se apropriar de todo o prêmio de controle na época das privatizações.¹⁴³ Tal alteração foi

¹⁴³ Nesse sentido: “Na época, o Governo Federal avançava no projeto de privatizar as empresas estatais, uma das bases da política macroeconômica então em força. Encontrava-se, assim, na posição de alienante de controle. A revogação do art. 254 da LSA permitiu ao governo vender as empresas estatais, sem que os adquirentes do controle fossem obrigados a lançar uma oferta pública para comprar as ações dos minoritários, apropriando-se, pois, da totalidade do prêmio de controle. Conforme comentou, na época, José Edwaldo Tavares Borba, a propósito da revogação ‘O objetivo

bastante criticada, justamente por criar dúvidas sobre a segurança jurídica e frustrar as expectativas dos investidores Brasileiros.¹⁴⁴ Isso porque os direitos até então assegurados em lei foram simplesmente retirados dos acionistas, sem qualquer tipo de contrapartida.

Ou seja, foi prudente preservar o *status quo* das companhias abertas já existentes, pois qualquer retirada de direitos de minoritários – ou que possam potencialmente afetá-los negativamente, como neste caso – devem ser realizadas com muita cautela. Nenhum investidor institucional teria conforto para investir em um país no qual a legislação sofre alterações relevantes, afetando investimentos realizados no passado.

Uma alternativa seria, além de vedar a adoção de voto plural por companhias que já tinham valores mobiliários negociados em mercado no momento da edição da Lei n. 14.195/2021, exigir que a autorização para emissão de ações com voto plural esteja prevista no estatuto desde o início das negociações, bem como as características de tais ações. Neste caso, não seria necessário conferir direito de recesso aos acionistas, pois eles já saberiam, desde o momento em que decidirem se tornar sócios daquela companhia, que a alteração poderia ocorrer. Haveria, contudo, o ônus de acompanhar os atos societários da companhia, o que poderia ser considerado excessivamente oneroso por alguns acionistas.

4.2 ARTIGO 110, § 1º, 2º E 3º

§ 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.

§ 2º 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

maior dessa revogação foi aplinar o caminho para as privatizações, com isso afastando os custos concernentes tanto à aquisição das ações dos minoritários, quanto ao próprio processo da oferta pública, e, ao mesmo tempo, alavancando o valor do bloco de controle””. PENNA, Paulo Eduardo. **Alienação de Controle de Companhia Aberta**. São Paulo: Quartier Latin, 2012. p. 48.

¹⁴⁴ Cf. CARVALHOSA, Modesto. **A nova lei das sociedades anônimas**. São Paulo: Saraiva, 2002. p. 387.

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.

§ 3º 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.

4.2.1 Quórum de aprovação

O § 1º trata do quórum de aprovação necessário para a introdução do voto plural em determinada companhia.

Caso a companhia tenha ações preferenciais, além das ações ordinárias, a votação é feita em dois colégios: um formado pelos titulares de ações ordinárias e outro formado pelos titulares de ações preferenciais. Não há separação entre eventuais classes dentro destes dois grupos para fins da votação.

Na votação entre os titulares de ações ordinárias, é necessário atingir a maioria absoluta dos votos, não apenas a maioria dos presentes. É importante notar que o quórum foi estabelecido em votos e não em ações – a diferença será explicada no item 4.8 abaixo. Sendo assim, se já houver na companhia alguma classe de ações com voto plural, esses votos serão considerados para aprovação da criação da nova classe. Por exemplo, se houver uma classe de ordinárias com três votos por ação, todos eles entrarão na apuração do resultado.

No caso das ações preferenciais, o quórum também é formado pela maioria absoluta das ações, mas, neste caso, os votos são computados por ações, ainda que as preferenciais tenham diferentes direitos políticos e/ou econômicos.

Conforme previsto no § 3º, este quórum poderá ser aumentado pelo estatuto social, mas não reduzido.

Ainda, tendo em vista o disposto no inciso II do caput, esta votação para a criação de voto plural só poderá ocorrer: (i) nas companhias fechadas; (ii) nas companhias abertas que ainda não tenham ações de sua emissão ou valores mobiliários conversíveis negociados publicamente.

Outra interpretação possível para o inciso seria que ele contemplasse, também, companhias abertas que contenham em seu estatuto autorização para emissão de ações com voto plural desde o momento em que suas ações passassem a ser negociadas em mercado.

Isso porque, apesar de o inciso II do *caput* vedar de forma absoluta a criação de voto plural em companhias abertas que já tenham suas ações negociadas em mercado, o § 3º estabelece que o estatuto social da companhia aberta ou fechada poderá estabelecer quórum mais elevado para a aprovação da matéria.

A leitura do § 3º pode levar a duas conclusões. A primeira, mais restritiva, é que a referência à companhia aberta é apenas para aquelas que não tem valores mobiliários negociados em mercado, apesar de serem registradas na CVM. A segunda, no sentido de que a criação de ações com voto plural nas companhias abertas é possível desde que isso esteja previsto no estatuto social já no momento do início da negociação dos valores mobiliários em mercado.

Ambas estão em linha com o objetivo do legislador: impedir que os investidores sejam surpreendidos com a introdução de uma nova estrutura de controle após terem adquirido valores mobiliários de determinada companhia. Isso porque, em qualquer dos casos, os investidores saberiam, desde o início, que tal alteração já está autorizada no estatuto social da Companhia.

Contudo, tendo em vista a restrição expressa do inciso II do *caput*, sem que fosse estabelecido qualquer tipo de exceção em virtude da previsão da possibilidade de inclusão do voto plural no estatuto social, conforme detalhado no item 4.1.4.1 acima, a interpretação mais restritiva é a mais adequada.

4.2.1.1 Forma de criação do voto plural

O artigo também deixa claro que a criação do voto plural – se não for realizada no momento de constituição da companhia – deve ocorrer por deliberação em assembleia geral. A deliberação pode ser para a emissão de ações com voto plural ou para a conversão de ações ordinárias comuns em ações com voto plural.

Essa constatação é bastante relevante, pois evidencia que no momento da criação do voto plural, todas as ações anteriormente existentes devem ser tratadas de forma igualitária. Isto é, apesar de o instrumento, durante o processo legislativo ter sido concebido como algo para uma

pessoa específica, ele não pode ser privilegiado em detrimento dos demais acionistas na hora da emissão.

Isso porque, o art. 109, que estabelece os direitos essenciais dos acionistas e não foi alterado pela Lei n. 14.195/2021, assegura: (i) o direito de preferência (inciso IV) e (ii) tratamento igualitário dentro de uma mesma classe (§ 1º). Sendo assim, tais garantias não podem ser suprimidas no momento da criação de ações com voto plural.

Nesse sentido, indivíduos que participaram da elaboração do projeto no âmbito do IMK explicam que:

Nesse cenário, e em linha com a solução legislativa adotada, com a criação da nova classe com voto plural, qualquer acionista tem o direito de preferência para a subscrição de novas ações (art.171 da LSA) ou a prerrogativa de ter ações convertidas em igual proporção às dos titulares da mesma classe convertida (art. 109, § 1º), inexistindo, a priori, impedimento de voto. Eventual arranjo entre controlador e investidores, no sentido de, por exemplo, reservar a nova classe apenas ao controlador (ou classe com diferentes graus de pluralidade de voto a diferentes classes de acionistas) há de operar por meio de renúncia ou cessão de direitos.¹⁴⁵

Ou seja, no momento de emissão ou conversão de ações com voto plural, todos os acionistas integrantes da base acionária ou da classe convertida terão oportunidade de adquirir títulos representativos de direitos políticos diferenciados.

Sendo assim, a criação muito provavelmente deverá ser realizada em estágios no qual a base acionária da companhia seja diminuta e haja significativo alinhamento entre os acionistas a respeito do tema direitos políticos diferenciados. O voto plural poderá ser imposto pela maioria, mas todos os demais acionistas poderão se beneficiar dele em virtude dos direitos essenciais previstos no art. 109 da Lei das S.A.

4.2.2 Direito de recesso

Caso a criação de ações com voto plural seja aprovada, é assegurado aos acionistas dissidentes o exercício de direito de recesso, mediante o reembolso do valor de suas ações calculado na forma do art. 45 da Lei das S.A., já que essa é considerada uma alteração estrutural nas características da sociedade. Tal entendimento é adequado, na medida em que a introdução do voto

¹⁴⁵ FERNANDES, Flavia Mouta; MOTA, Fernando de Andrade; GIOVANINI, Raphael; ARNHOLD, Felipe Singal. **A criação do voto plural no brasil: do anteprojeto aos desafios para o futuro.** São Paulo: Almedina, 2022. v. 15. p. 167-198.

plural altera de forma substancial a alocação de poder no âmbito da sociedade anônima, permitindo a perpetuação do poder de controle sem exposição econômica proporcional.

O direito de recesso não é aplicável se o estatuto já contiver autorização para a criação de ações com voto plural. Neste ponto, vale um breve esclarecimento: de modo a manter a coerência com as proteções ao *status quo* que o legislador buscou estabelecer, é razoável assumir que não apenas a criação de ações com voto plural enseja direito de recesso, mas também a alteração do estatuto social para inserir a previsão de criação do voto plural.

Caso contrário, seria possível burlar o direito de recesso simplesmente para fazer com que a introdução do voto plural em uma companhia fosse aprovada em duas etapas. Primeiro seria aprovada a autorização para a criação e, algum tempo depois, a introdução do voto plural em si, sem que houvesse direito de recesso.¹⁴⁶

4.3 ARTIGO 110-A, § 4º

§ 4º 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.

Para a análise deste artigo, é importante entender o que são: (i) entidades administradoras de mercado, bem como (ii) a natureza jurídica das regras de listagem.

As entidades administradoras de mercado são “pessoa[s] jurídica[s] autorizada[s] a administrar mercado organizado de valores mobiliários” (cf. art. 2º, V da Resolução CVM n. 135). Um mercado organizado de valores mobiliários, por sua vez, é um “ambiente físico ou sistema

¹⁴⁶ Nesse sentido: “O direito de retirada não poderá ser exercido, contudo, quando a criação da classe de ações ordinárias com atribuição de voto plural já estiver prevista ou autorizada pelo estatuto social. Nesse caso, o direito de retirada poderia ter sido exercido no momento em que o estatuto social foi alterado para criar ou autorizar futura criação da referida classe de ações (ainda que tais ações não tenham sido imediatamente emitidas). Assim, não poderá o acionista que se manteve inerte naquela primeira deliberação, ou que adquiriu ações da companhia em momento posterior à alteração estatutária, querer se retirar da companhia quando do evento de efetiva emissão, uma vez que conhecedor da possibilidade de futura colocação de ações com voto plural.” DI BIASE, Nicholas Furlan; JANSEN, Ana Clara. O Voto Plural Brasileiro na Lei nº 6.404/76. **Revista Brasileira de Direito Comercial Empresarial, Concorrencial e do Consumidor**. Ano VIII, n. 48, Ago.-Set. 2022.

eletrônico destinado à negociação ou ao registro de operações com valores mobiliários por um conjunto determinado de participantes, que atuam por conta própria ou de terceiros” (cf. art. 2º, VII da Resolução CVM n. 135).

Os segmentos de listagem servem para diferenciar as empresas que têm valores mobiliários admitidos à negociação no respectivo mercado organizado, com base em determinados critérios. Ao aderir a determinado segmento de listagem, a empresa se obriga a cumprir determinadas obrigações que se somam às obrigações legais. Assim, os investidores conseguem facilmente identificar se as companhias seguem ou não aqueles parâmetros específicos.

Os segmentos de listagem não são previstos em lei e não há qualquer comando legal que exija que as entidades administradoras de mercado criem diferentes segmentos de listagem para que as companhias decidam quais regras querem adotar.

Atualmente, a única regra referente aos segmentos de listagem está na Resolução CVM n. 135 que estabelece que:

Art. 6º Os mercados organizados de valores mobiliários podem ser subdivididos em segmentos de listagem e de negociação, levando em conta as características das operações cursadas, os valores mobiliários negociados, seus emissores e investidores, requisitos de listagem e de admissão à negociação, o sistema de negociação utilizado e as quantidades negociadas.

Art. 7º O funcionamento ou a extinção de mercado organizado de valores mobiliários, de segmento de listagem e de negociação depende de prévia autorização da CVM.

Como se vê, é permitida a criação desses segmentos e eles devem ser previamente aprovados pela CVM, caso a entidade decida criá-los. A resolução, contudo, não torna tal criação obrigatória.

Atualmente, há apenas uma entidade administradora de mercado na qual as empresas podem listar suas ações para que elas sejam publicamente negociadas em mercado – a B3. Em dezembro do ano 2000, a B3 criou os segmentos de listagem que são o Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado.

Ao aderir a qualquer segmento de listagem, as empresas voluntariamente se obrigam a seguir as regras estabelecidas pela B3 para aquele segmento. Por exemplo, as companhias que aderem ao Novo Mercado assumem, dentre outras, as seguintes obrigações: (i) ter seu capital formado apenas por ações ordinárias (*one share, one vote*); (ii) ter 20% do seu conselho formado

por membros independentes; e (iii) prever resolução de conflitos por arbitragem no estatuto social, entre outros.

Uma vez que a empresa adere ao segmento, ele só pode deixar de adotar as regras respectivas se realizar uma Oferta Pública de Aquisição (OPA) de saída daquele segmento, de modo a permitir a retirada dos investidores que decidiram investir naquela sociedade tendo como premissa a adoção das regras de governança atreladas ao segmento.

Assim, considerando a natureza dos segmentos de listagem, entende-se que não seria necessário prever na lei que as companhias admitidas em determinado segmento de listagem deverão atender às regras daquele segmento. Isso é uma decorrência lógica de integrar determinado segmento para qualquer companhia. Sendo assim, é difícil compreender qual o objetivo por trás da primeira parte deste § 4º, segundo a qual “[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.”

A segunda parte do dispositivo, que determina que as entidades administradoras “deverão dar transparência sobre a condição de tais companhias abertas” reflete a preocupação do legislador de garantir que os investidores tenham todas as informações a respeito dos valores mobiliários que estão negociando. Especialmente nos casos em que as companhias emissoras adotam o voto plural. Ou seja, a lei obriga as entidades administradoras de mercado a criarem mecanismos para dar transparência à existência de voto plural nas companhias integrantes.

Essa lógica é um pouco distinta das demais obrigações informacionais existentes no restante da Lei das S.A. sobre as entidades administradoras. Nos demais artigos que mencionam tais entidades (116-A¹⁴⁷, 157 §6º¹⁴⁸, 165-A¹⁴⁹) exige-se que determinadas informações sejam

¹⁴⁷ Art. 116-A. O acionista controlador da companhia aberta e os acionistas, ou grupo de acionistas, que elegerem membro do conselho de administração ou membro do conselho fiscal, deverão informar imediatamente as modificações em sua posição acionária na companhia à Comissão de Valores Mobiliários e às Bolsas de Valores ou entidades do mercado de balcão organizado nas quais os valores mobiliários de emissão da companhia estejam admitidos à negociação, nas condições e na forma determinadas pela Comissão de Valores Mobiliários.

¹⁴⁸ Art. 157. § 6º Os administradores da companhia aberta deverão informar imediatamente, nos termos e na forma determinados pela Comissão de Valores Mobiliários, a esta e às bolsas de valores ou entidades do mercado de balcão organizado nas quais os valores mobiliários de emissão da companhia estejam admitidos à negociação, as modificações em suas posições acionárias na companhia.

¹⁴⁹ Art. 165-A. Os membros do conselho fiscal da companhia aberta deverão informar imediatamente as modificações em suas posições acionárias na companhia à Comissão de Valores Mobiliários e às Bolsas de Valores ou entidades do

fornecidas às entidades administradoras, não que as entidades administradoras garantam a transparência de determinada obrigação. De toda forma, é salutar que sejam criadas formas para que os investidores identifiquem com facilidade se estão negociando ações com voto plural ou sem.

A inclusão deste dispositivo muito provavelmente é uma consequência das diversas discussões que surgiram durante o processo de tramitação da Lei n. 14.195/2021 sobre a possibilidade de o voto plural significar um retrocesso ao desenvolvimento trazido pelo Novo Mercado.¹⁵⁰

Como exposto no Capítulo 3, desde a criação do Novo Mercado, 79% de todas as aberturas de capital ocorreram no referido segmento, demonstrando que as regras mais rígidas de governança auxiliavam a captação de recursos junto aos investidores e, conseqüentemente, atraíam mais investidores para o segmento.

Uma das principais regras do Novo Mercado é justamente a regra de que o capital das companhias integrantes seja composto exclusivamente por ações ordinárias. Portanto, havia um receio de que a permissão do voto plural pudesse contaminar o Novo Mercado e trazer um retrocesso ao desenvolvimento do mercado de capitais Brasileiro, especialmente porque, em uma interpretação literal, as ações com voto plural são ações ordinárias.¹⁵¹ Ou seja, seria possível que as empresas com voto plural fossem aceitas no Novo Mercado.

Contudo, a inclusão de ações com voto plural antagoniza com a finalidade por trás da referida norma, que é o tratamento igualitário dos acionistas. Nesse sentido, os posicionamentos da B3 vão no sentido de que o Novo Mercado não admitirá companhias com voto plural, que serão inseridas em outros segmentos.¹⁵²

mercado de balcão organizado nas quais os valores mobiliários de emissão da companhia estejam admitidos à negociação, nas condições e na forma determinadas pela Comissão de Valores Mobiliários.

¹⁵⁰ A título de exemplo, confira-se a seguinte reportagem: AZEVEDO, Rita. Voto plural não deve enfraquecer Novo Mercado, diz ex-CVM. **Valor Investe**, São Paulo, 28 jan. 2020. Disponível em: <https://valor.globo.com/financas/noticia/2020/01/28/voto-plural-nao-deve-enfraquecer-novo-mercado-diz-ex-cvm.ghtml>. Acesso em: 10 mar. 2023.

¹⁵¹ VOTO plural pode ser implementado no Brasil. *Legislação & Mercados*, 23 fev. 2022. Disponível em: <https://legislacaoemercados.capitalaberto.com.br/voto-plural-pode-ser-implementado-no-brasil/>. Acesso em: 10 mar. 2023; QUESADA, Beatriz. Voto plural aprovado em MP afeta o investidor? Veja o que diz a Amec. **Exame Invest**, 27 jun. 2021. Disponível em: https://amecbrasil.org.br/wp-content/uploads/2022/01/EXAME_Voto-plural-aprovado-em-MP-afeta-o-investidor_-Veja-o-que-diz-a-Amec-_JUN2021.pdf. Acesso em: 10 mar. 2023.

¹⁵² B3 se prepara para receber novas ofertas com a criação do voto plural. **B3**, São Paulo, 31 ago. 2021. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/noticias/novas-ofertas-com-a-criacao-do-voto-plural.htm. Acesso em: 10 mar. 2023.

Há dúvidas se era necessária uma previsão nesse sentido na própria lei. Ela não endereça a preocupação sobre a potencial contaminação do Novo Mercado. Isso deverá ser endereçado pelas próprias entidades administradoras de mercado, com autorização prévia da CVM, da forma que entenderem mais adequada.

Trata-se de uma previsão na lei sobre algo em que o legislador pouco deve e pode interferir, já que não seria desejável que a própria Lei das S.A. contivesse regras sobre os segmentos de listagem, que são figuras criadas e utilizadas por agentes privados, cabendo à CVM apenas uma função de aprovação e rejeição.

De toda forma, deve-se esclarecer que o artigo não obriga a criação de segmentos de listagem, mas sim reforça a autonomia das entidades administradoras para criá-los e determina que as companhias deverão se submeter a tais regras.¹⁵³

4.4 ARTIGO 110, § 5º

§ 5º Após o início da negociação das ações ou dos valores mobiliários conversíveis em ações em mercados organizados de valores mobiliários, é vedada a alteração das características de classe de ações ordinárias com atribuição de voto plural, exceto para reduzir os respectivos direitos ou vantagens.

O § 5º também foi concebido para impedir que os investidores de mercado sejam surpreendidos com mudanças nas regras a respeito da estruturação do controle da sociedade após adquirirem as ações.

Aqui, valem as mesmas críticas feitas acima nos comentários sobre o inciso II do *caput* da norma. O estabelecimento de uma vedação absoluta cria uma falta de paralelismo com o restante da lei, pois há alterações mais severas que ensejam apenas direito de recesso.

Além disso, é importante mencionar que este dispositivo indica a atribuição de certo estigma ao voto plural, como algo que será necessariamente negativo para os demais acionistas.

¹⁵³ FERNANDES, Flavia Mouta; MOTA, Fernando de Andrade; GIOVANINI, Raphael; ARNHOLD, Felipe Singal. **A criação do voto plural no Brasil: do anteprojeto aos desafios para o futuro.** São Paulo: Almedina, 2022. v. 15. p. 167-198.

Isso porque, a redução das vantagens das ações é permitida, sem que haja qualquer tipo de consequência.

Contudo, é importante lembrar que diversos investidores consideram a figura do controlador para definir seus investimentos e, neste caso, consideram também a estrutura jurídica do controle, isto é, a garantia de que, ao menos pelo prazo de 7 anos, aquele acionista terá condições de permanecer no poder.

Uma evidência de que a figura do controlador pode ser um fator relevante para que o investidor decida investir na companhia é a previsão de *tag along* do art. 254-A da Lei das S.A. que, segundo a doutrina, tem como um dos objetivos permitir que os minoritários saiam junto com o controlador.

4.5 ARTIGO 110, § 6º

§ 6º É facultado aos acionistas estipular no estatuto social o fim da vigência do voto plural condicionado a um evento ou a termo, observado o disposto nos §§ 7º e 8º deste artigo.

Os §§ 6º, 7º e 8º tratam do mesmo tema: as *sunset clauses* impostas a voto plural.

Sunset clauses são previsões que impõem o fim do voto plural, determinando que as ações que detém mais de um voto sejam convertidas em ações ordinárias comuns com apenas um voto em determinadas hipóteses.

A Lei n. 14.195/2021 impôs nos §§ 7º e 8º duas modalidades de *sunset clause* obrigatórias. O § 7º trata da *sunset clause* temporal que ocorre pela passagem de determinado prazo. O § 8º impõe *sunset clause* em virtude da mudança de titularidade das ações com voto plural.

O § 6º, por sua vez, apenas esclarece que a vigência do voto plural pode ser encerrada mediante a ocorrência de termo¹⁵⁴ ou evento (qualquer acontecimento), diferente das hipóteses

¹⁵⁴ Cf. ensina Caio Mario: “A eficácia do negócio jurídico pode ser temporalmente determinada, ficando a declaração de vontade subordinada ao curso de tempo. Fixam as partes ou estipula o agente um momento em que começa ou acessa a produção de seus efeitos. A esse dia dá-se o nome de *termo*, que pode assim ser *inicial* ou *final*. É inicial ou suspensivo (*dies a quo*), quando é a partir dele que se pode exercer o direito; é final ou extintivo (*dies ad quem*), quando nele encontra fim a produção de efeitos do negócio jurídico.” PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Instituições de Direito Civil**. 30. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017. v. 1. p. 447-448 e p. 463.

obrigatórias previstas nos parágrafos seguintes. Por exemplo, o estatuto social pode estipular que se a companhia realizar um IPO, as ações deixarão de ter voto plural.

Ou seja, desde que respeitadas a *sunset* temporal e a *sunset* por mudança de titularidade, que são legalmente impostas, os acionistas são livres para contratar no Estatuto.

Tal previsão não é necessária, haja vista que não há qualquer regra na legislação societária que impeça o estatuto de estipular a conversão de um tipo de ação em outro diante da ocorrência de determinado evento ou transcurso do tempo.

Mais uma vez, houve a preocupação de deixar claro que o voto plural pode ter um regramento ainda mais restrito que o previsto na Lei n. 14.195/2021.

4.6 ARTIGO 110, § 7º

§ 7º O voto plural atribuído às ações ordinárias terá prazo de vigência inicial de até 7 (sete) anos, prorrogável por qualquer prazo, desde que:

I - seja observado o disposto nos §§ 1º e 3º deste artigo para a aprovação da prorrogação;

II - sejam excluídos das votações os titulares de ações da classe cujo voto plural se pretende prorrogar; e

III - seja assegurado aos acionistas dissidentes, nas hipóteses de prorrogação, o direito previsto no § 2º deste artigo.

4.6.1 O prazo de 7 anos

As regras do parágrafo § 7º estão entre os aspectos mais complexos e polêmicos da regulação do voto plural. A interpretação do dispositivo, seus fundamentos e as críticas a ele serão expostos a seguir.

O § 7º trata da limitação temporal ao voto plural. Tanto nas companhias abertas quanto nas companhias fechadas, o voto plural só pode durar sete anos a contar de sua criação. É possível que ele seja prorrogado por prazo indeterminado, contudo, essa prorrogação depende da aprovação na forma dos incisos I e II, que serão detalhados a adiante.

4.6.1.1 Fundamentos da limitação temporal

Essa limitação tem origem nas solicitações de diversos investidores institucionais ao redor do mundo para que o voto plural, quando permitido, viesse sempre acompanhado de *sunset provisions*. Assim os direitos de voto potencializados do controlador não poderiam ter duração eterna. Trata-se de mecanismo para impedir a perpetuação indefinida do controlador no poder caso a companhia não esteja apresentando resultados positivos. Isto é: caberá aos acionistas decidirem se querem ou não que aquele controlador continue no poder, com a desproporção de entre direitos econômicos e direitos políticos.

Com isso, busca-se garantir que o empreendedor tenha tempo para executar seus planos para a companhia sem sofrer a pressão de produzir resultados imediatos pelo mercado. Simultaneamente, impede-se que os controladores fiquem entrincheirados definitivamente no poder, mesmo que sua gestão não esteja conduzindo a companhia a produzir bons resultados.¹⁵⁵

A definição do período de sete anos tem origem em alguns estudos empíricos que foram analisados em estudo conduzido pela B3, que foi a relatora do projeto legislativo no âmbito do IMK. O Estudo faz referência à compilação elaborada pelo CII (*Council of Institutional Investors*), instituição que congrega administradores que respondem por mais de U\$ 4 trilhões em ativos sob gestão, que atua de forma crítica ao voto plural, defendendo sempre a regra *de one share, one vote*, como forma de minimizar conflitos de agência.¹⁵⁶

¹⁵⁵ Nesse sentido: “*However, to the extent that companies are permitted to go public with a dual-class structure, our analysis calls for including an adequate sunset provision. Absent a sunset provision, the lifecycle of a dual-class structure is perpetual, and this infinite duration is likely to create growing risks and costs over time.*” BEBCHUK, Lucian A.; KASTIEL, Kobi. The Untenable Case for Perpetual Dual-Class Stock (April 18, 2017). *Virginia Law Review*, v. 103, p. 585-631, June 2017, Harvard Law School John M. Olin Center Discussion Paper No. 905, Harvard Law School Program on Corporate Governance Discussion Paper, 2017-6. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2954630>. Acesso em: 10 mar. 2023.

¹⁵⁶ “Estudos mais recentes, citados pelo CII, demonstram que as empresas com duas classes de ações podem ter uma performance melhor durante um certo período, mas ao longo do tempo esse benefício decresce. Na média, esse período no qual a estrutura de duas classes de ações pode trazer melhor performance seria de 5-6 anos. Além disso, um outro estudo, também citado pelo CII, aponta uma correlação positiva entre as estruturas DCS e inovação, no sentido de que essas estruturas estariam associadas com maiores riscos assumidos pelo empreendedor e maior número de pedidos de patentes, muito embora esses resultados tendam a desaparecer após 5 anos. [...] Portanto, **o CII reconheceu que essas estruturas podem atender algumas situações específicas e, nessas novas correspondências às bolsas, pediu que seus regulamentos sejam alterados para prever que novas empresas, buscando listagem com estrutura DCS, tivessem em seu estatuto uma previsão de conversão automática da classe com voto superior (sunset clause) após o prazo máximo de 7 anos.** Propuseram, ainda, que fosse permitida uma extensão desse prazo por meio de voto em separado dos acionistas de cada classe de ações, assegurando a liberdade de escolha das companhias e investidores.” (grifo nosso) ACE GOVERNANCE. Extrato da análise internacional e repercussão no mercado brasileiro da expansão

De fato, há estudos empíricos, baseados em dados de companhias americanas, que indicam que as estruturas em que há desproporção entre voto e capital tendem a gerar impactos negativos para o valor das companhias no longo prazo.¹⁵⁷

Os estudos mencionados utilizam a mesma metodologia: avaliação das companhias com base no Quociente de Tobin ao longo dos anos a partir dos respectivos IPOs.

O Quociente de Tobin é medido pela divisão entre o valor de mercado da companhia e o valor de substituição dos seus ativos. Nesse cenário, se o Quociente de Tobin for menor que 1 (um), isso significa que a companhia tem o custo de mercado inferior ao custo de substituição dos seus ativos, de forma que ela não terá espaço para realizar investimentos. Se o Quociente de Tobin for maior que 1, isso significa que o capital aplicado é inferior ao valor de mercado e, conseqüentemente, há espaço para novos investimentos e crescimento. Sendo assim, pode-se dizer que quanto maior o Quociente de Tobin, melhor a situação da companhia e melhores suas perspectivas de crescimento.

A utilização do índice, portanto, ajuda a mensurar o desempenho da companhia e permite a comparação de empresas com tamanhos e características distintas, colocando-as em uma base comum e favorecendo, assim, a análise empírica.

Outro índice utilizado na pesquisa é o *wedge* que indica a diferença entre a participação societária e os direitos de voto. Ou seja, quanto maior o *wedge*, maior a alavancagem de direitos políticos dos controladores e maior a desproporção entre direitos econômicos e políticos.

Os resultados de tais pesquisas sugerem que, na média, as empresas com direitos de voto desproporcional tendem a ter uma boa performance nos primeiros anos após o IPO, mas, que com o passar dos anos, *wedges* muito altos geram conflitos de agência que diminuem eficiência da

da adoção de estruturas com duas ou mais classes de ações com direitos de voto diferenciados (DCS). **B3**, São Paulo, 4 dez. 2019. Disponível em: <http://www.bmf.com.br/portal/images/newsletter/bmfbovespa/Voto-Plural.pdf>. Acesso em: 10 mar. 2023.

¹⁵⁷ Cf. COUNCIL OF INSTITUTIONAL INVESTORS. CII Summaries of Key Academic Literature on Multi-Class Structures and Firm Value. 18 jul. 2018. Disponível em: <https://www.cii.org/files/CII%20Summary%20of%20DC%20Studies.pdf>. Acesso em: 10 mar. 2023.

companhia e pioram seu desempenho.¹⁵⁸ Sendo assim, o Quociente Tobin começa alto e vai caindo ao longo dos anos.

Um dos estudos, assim sintetiza os resultados:

It appears that dual class firms enjoy a statistically significant valuation (Tobin's Q) premium of about 0.20 over single class firms in the first 5 years after the IPO. On year 6 after the IPO the valuation premium drops to about 0.10 and in year 7 it turns negative, i.e., dual class firms start trading at a discount relative to single class firms.¹⁵⁹

Ou seja, a Lei n. 14.195/2021 foi baseada em diversos estudos que investigaram, de forma empírica, com base em extensos dados de companhias dos Estados Unidos e da Europa, quais seriam as vantagens e desvantagens de adotar *sunset clauses*. E, de fato, há indícios de que a manutenção do voto plural por prazo indeterminado tende a levar a uma perda de valor das companhias no longo prazo. Diante de tais estudos, a liberação de voto plural sem qualquer tipo de limitação temporal poderia gerar uma percepção bastante negativa em diversos investidores, tais como os representados pelo CII.

Vale pontuar, de toda forma, que há diferenças significativas entre a realidade Brasileira e a realidade americana, de modo que a importação de conclusões de estudos baseados naquele mercado deve ser realizada com cautela.

Faria sentido ter utilizado metodologias semelhantes para a avaliação da utilização de estruturas com diferenciação de direitos políticos entre ações aqui no Brasil. Isto é: poderiam ter elaborado um estudo para comparar o *valuation* de companhias com e sem ações preferenciais, apenas para fins de referência, tendo em vista que o espaço amostral no Brasil muito provavelmente não seria suficiente para reproduzir a metodologia aplicada nos demais países. No levantamento

¹⁵⁸ GOMPERS, Paul; ISHII Joy; e METRICK, Andrew. Extreme Governance: an analysis of dual-class firms in the United States. **Rock Center for Corporate Governance Working Paper**, n. 39. Setembro de 2009. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=562511; MOREY, Gabriel. Multi-Class Stock and Firm Value: Does Multi-Class Stock Enhance Firm Performance? A Regression Analysis. **Council of Institutional Investors**. Maio 2017. p. 9. Disponível em: https://www.cii.org/files/publications/misc/05_10_17_dual-class_value_study.pdf; HYUNSEOB, Kim and MICHAELY, Roni. Sticking Around Too Long? Dynamics of the Benefits of Dual-Class Structures. **European Corporate Governance Institute (ECGI) – Finance Working Paper**, n. 59-/2019. Swiss Finance Institute Research Paper, n. 19-09, Jan. 2019. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3145209. Acesso em: 10 mar. 2023.

¹⁵⁹ CREMERS, Martijn; LAUTERBACH, Beni; and PAJUSTE, Anete. The Life Cycle of Dual-Class Firms. **European Corporate Governance Institute (ECGI) – Finance Working Paper**, n. 550/2018, nov. 2017. p. 16. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3062895. Acesso em: 10 mar. 2023.

bibliográfico realizado para a elaboração da presente Dissertação, não foi encontrado nenhum estudo nesse sentido.

De toda forma, apesar de os estudos consultados pelos CII serem referências importantes para entender os reais impactos da adoção de estruturas com desequilíbrio entre direitos políticos e econômicos podem gerar na companhia no longo prazo, a utilização de suas conclusões não deve ser simplesmente replicada na Lei das S.A.

Primeiro porque os estudos traçam médias a partir de diversas companhias (em alguns casos mais de 500 analisadas) com particularidades totalmente distintas. O que é realidade para uma companhia não necessariamente é a melhor saída para outra. As empresas têm características e tempos de maturação distintos entre si, de modo que regulá-las pela média não parece uma boa estratégia.

Além disso, vale notar que apesar dos estudos indicarem haver uma correlação entre *wedge* e Quociente Tobin, há diversos fatores que determinam a valorização ou não por uma companhia que não podem ser isoladas para fim da análise. Ou seja, os estudos não são suficientes para demonstrar, sem margens para dúvidas, em relação de causa e consequência.

Por fim, vale mencionar que as *sunset clauses* temporárias são impostas nem pela lei nem pelas regras das bolsas nos EUA, Hong Kong e Singapura.

4.6.1.2 Prazo como desincentivo aos controladores para acessar o mercado de capitais

Feitas essa exposição sobre a justificativa para existência do prazo de sete anos como limite inicial à utilização do voto plural, é importante destacar a principal desvantagem da existência deste prazo limite para a utilização do instituto.

A perspectiva de perder o controle na empresa após sete anos pode ser um risco que diversos empreendedores não estão dispostos a assumir. Isso porque é muito possível que os empreendedores se enxerguem no comando da empresa por um horizonte mais longo, especialmente aqueles que estão no negócio desde o início. Por exemplo, um empreendedor que levou 10 anos para que a empresa atingisse maturidade suficiente para realizar um IPO, tem chances significativas de ter projetos de mais longo prazo para a sua empresa.

Ou seja, nesse cenário, pode ser que ele continue decidindo não captar recursos no mercado de capitais. Com isso, o instituto deixa de cumprir a função para a qual foi criado: permitir que companhias com empreendedores, que não desejam renunciar ao controle, acessem o mercado de capitais e consigam se financiar e permitir que os investidores do mercado Brasileiro tenham acesso a investimentos nessa modalidade de companhia.

Por essa razão, outro estudo empírico que seria relevante para avaliar o potencial impacto negativo da norma seria a avaliação junto aos empreendedores sobre suas expectativas em relação ao controle da companhia. Isto é, seria importante entender dentre os empreendedores Brasileiros, se esse período garantido de sete anos seria suficiente para que eles se sentissem confortáveis para acessar o mercado de capitais, com o potencial de perder o controle depois disso.

Para fins desta Dissertação, que não teve o objetivo de analisar empiricamente o instituto, foi realizado apenas um levantamento preliminar para embasar esta afirmação. Foram analisadas as 120 empresas que compõem o Ibovespa e, dentre elas, 85 têm controlador definido. Em 75% delas o grupo controlador ocupa a posição há mais de 7 anos, conforme planilha constante do Anexo II esta Dissertação. Tal resultado reforça a hipótese de que 7 anos no comando da empresa pode não ser considerado suficiente para diversos empreendedores.

4.6.1.3 Momento inicial da contagem do prazo

Com relação à interpretação do dispositivo, um tema que chama atenção é que o artigo não estabelece qual o marco inicial da contagem, de modo que ela deve ser iniciada tão logo as ações com voto plural são emitidas. Contudo, considerando o objetivo da norma – evitar que investidores no mercado de capitais fiquem presos em uma companhia com voto plural por tempo indefinido – , faria mais sentido que a contagem tivesse início no momento do IPO, isto é, quando a empresa acessa o mercado.

Isso porque, é a partir deste momento que a companhia acessa o amplo público investidor. Antes disso, muito provavelmente, todos os acionistas da companhia são sofisticados e capazes de negociar com os controladores e definir os riscos que querem assumir. Tanto é assim que todos os estudos empíricos citados anteriormente que justificam o prazo de 7 anos começam a analisar o Quociente de Tobin da empresa a partir do IPO.

De toda forma, este pode ser um caminho para flexibilizar a aplicação da norma e alongar o prazo enquanto a companhia ainda tem seu capital fechado, menos acionistas e mais facilidade de organização e negociação entre todas as partes.

4.6.2 Renovação do prazo por qualquer prazo.

Para conferir maior flexibilidade às companhias e acionistas que quiserem manter por mais tempo o controlador no comando da empresa por meio de ações com voto plural, a Lei das S.A. permitiu que o voto plural seja prorrogável “por qualquer período”. Não é possível prorrogar por período indeterminado, mas sim por qualquer período, desde que seja determinado.

Contudo, essa prorrogação depende totalmente da aprovação dos acionistas que não possuem ações com voto plural. Isso porque eventual prorrogação deve ser aprovada por: (i) metade dos votos das ações com direito a voto e (ii) metade das ações preferenciais, sem direito de voto, se houver.

São excluídos das ações os titulares de ações da classe cujo direito ao voto plural se pretende prorrogar. Trata-se de proibição clara e expressa, que independe da verificação do alinhamento do voto do acionista ao interesse social.

Para não esbarrar na discussão sobre conflito formal e material, a Lei das S.A. assume que não adiantaria permitir que os titulares das ações com voto plural pudessem votar em seu próprio interesse para a perpetuação de seus poderes políticos. Até porque, se esse voto fosse permitido, os demais acionistas jamais teriam chance de impedir a prorrogação do voto plural e a votação prevista na lei se tornaria meramente protocolar.

Destaca-se, ainda, que a lei usou o termo “titulares” para deixar claro que eles estão excluídos da votação com qualquer ação que detenham, não apenas com aquelas que possuem voto plural. A proibição é direcionada ao indivíduo, não às ações por ele detidas.

A possibilidade de prorrogação do prazo de sete anos foi concebida como uma maneira por meio da qual os acionistas poderiam avaliar a gestão do empreendedor a partir de sete anos e decidir se gostariam de mantê-lo por prazo indeterminado no controle da empresa ou não. Isto é, passados sete anos da gestão daquele controlador, os demais acionistas poderiam julgar a atuação dele até a

ali e decidir se entendem conveniente e oportuno mantê-lo, ou não. No sétimo ano, portanto, o controlador precisa conseguir um novo voto de confiança dos demais acionistas.

Contudo, a redação do dispositivo legal da forma como colocada, traz alguns problemas estruturais para a realização do seu objetivo.

Primeiro, a prorrogação pelo prazo indeterminado parece extremamente improvável, mesmo em um cenário no qual os acionistas aprovam a gestão do controlador. A votação pela prorrogação do voto plural é muito distinta da decisão que o investidor toma ao adquirir valores mobiliários de uma empresa que adota o voto plural em sua estrutura.

A aquisição de ações em companhias que adotam estruturas com direitos de voto desproporcionais aos direitos econômicos pode ter como justificativas (i) a confiança no controlador específico e o desejo de que ele permaneça eternamente no controle da companhia; ou (ii) a vontade de investir no empreendimento e ter a oportunidade de participar dos seus resultados, apesar da desproporção entre direitos econômicos e políticos. Nessa segunda hipótese, a existência do voto plural não é necessariamente vista como um fator positivo, mas, sim, como algo que os investidores estão dispostos a aceitar para participar daquele empreendimento – uma concessão.

A segunda hipótese parece mais comum – apesar de para a elaboração deste mestrado não ter sido realizada nenhuma análise empírica aprofundada para entender a efetiva motivação dos investidores. Há estudos empíricos nos Estados Unidos que mostram que a alavancagem do controlador é maior nos casos em que ele tem maior poder de barganha, o que ocorre quando eles têm mais fonte de financiamento privado ou conseguem criar evoluções tecnológicas que diminuam a necessidade de recursos da empresa.¹⁶⁰ A negociação entre investidores e empreendedor sobre alavancagem ocorre no momento da captação, não depois.

¹⁶⁰ “*Our paper is the first to explore the different types of dual-class firms in a large sample of almost 6,000 IPOs between 1994-2019. Founders control many of them, but others are controlled by corporations, investment firms or families. We demonstrate that the rise of dual-class structures is mainly due to founder-controlled firms in the software and services industries. We show that the major factor that predicts dual-class structures and a greater wedge between voting and economic rights is the amount of available private financing for startups and their need for external financing. The more outside opportunities the founders have and the less money they need to operate their business, the greater their bargaining power when raising capital.*” AGGARWAL, Dhruv; ELDAR, Ofer; HOCHBERG, Yael V.; LITOV, Lubomir P. The Rise of Dual-Class Stock IPOs (November 23, 2021). **Journal of Financial Economics (JFE)**, Vol. 144, No. 1, 2022, **European Corporate Governance Institute – Finance Working Paper No. 806/2021**, Disponível em: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3690670>. Acesso em: 10 mar. 2023.

Assim, embora os investidores confiarem naquele empreendedor para conduzir a empresa quando ela realiza captações em mercado, isso não significa que eles entendem que ele será para sempre a melhor pessoa para conduzir aquele negócio em qualquer situação. Para os acionistas, geralmente, é conveniente que determinado administrador possa ser substituído se não estiver entregando bons resultados. De outro lado, a tendência é que o empreendedor será mantido no poder se entregar bons resultados, sem a necessidade de haver voto plural.

Ou seja, permitir a prorrogação por prazo indeterminado de determinado controlador no poder, sem qualquer contrapartida, não parece uma medida que necessariamente atrairia grande apoio dos acionistas. A tendência seriam prorrogações menores, justamente para que avaliações sobre a manutenção de determinado indivíduo no poder pudessem ser feitas ao longo do tempo. Sendo assim, é improvável que o empreendedor conte com a obtenção de um voto de confiança por prazo indeterminado.

O segundo problema estrutural do dispositivo legal para o cumprimento do seu objetivo está no não estabelecimento de um momento temporal para que a deliberação sobre a prorrogação ocorra.

Pela redação do dispositivo, ela poderia ocorrer um ano depois da companhia adotar o voto plural, antes ou depois de captar recursos no mercado de capitais. Ou seja, pela forma como o dispositivo foi estruturado é possível que a companhia adote o voto plural e pouco tempo depois, ainda como uma sociedade anônima com capital fechado e com acionistas próximos ao controlador, dispostos a conceder o controle por prazo indefinido, aproveem tal prorrogação. Nesse caso, a companhia já acessaria o mercado tendo adotado voto plural por prazo indeterminado ao se tornar uma companhia aberta. Não haveria um momento posterior em que o controlador pudesse ter sua gestão avaliada para que se decidisse pela prorrogação ou não do voto plural.

É evidente que se a manobra ocorresse com claro objetivo de burlar a restrição, ela poderia ser considerada fraudulenta. Contudo, há situações legítimas em que isso pode ocorrer. Por exemplo, se o controlador tiver a oportunidade de dedicar a outro projeto, ele pode querer escolher tal caminho se souber que só vai poder controlar a empresa por sete anos. De outro lado, se ele tivesse controle por prazo indefinido, poderia decidir não se dedicar a outro projeto.

Por fim, é importante pontuar que a prorrogação do voto plural – por qualquer prazo – ensejará direito de recesso aos acionistas dissidentes, aqueles que votarem contrariamente à prorrogação. O recesso aplica-se mesmo que o prazo inicialmente previsto para o voto plural seja inferior a sete anos e qualquer que seja a prorrogação.

Mais uma vez, o entendimento do legislador é que a adoção do voto plural representa uma mudança estrutural na companhia.

4.7 ARTIGO 110, § 8º

§ 8º As ações de classe com voto plural serão automaticamente convertidas em ações ordinárias sem voto plural na hipótese de:

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.

Este artigo revela mais uma característica extremamente relevante sobre a concepção do voto plural pela Lei n. 14.195/2021: o instrumento foi concebido como algo personalíssimo atrelado à figura de seu titular.

Conforme explica Orlando Gomes, ao delimitar uma classificação para as prestações das obrigações, define que é “personalíssimo” sempre que a prestação deva ser executada somente pelo devedor, por ser um fator associado às suas qualidades pessoais.¹⁶¹ Uma obrigação personalíssima *intuitu personae* é a contratação de intelectual para prestação de um serviço técnico, como um advogado destinado à elaboração de um parecer jurídico.¹⁶² São casos em que dependem das

¹⁶¹ GOMES, Orlando. **Obrigações**. 17. ed. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2008. p. 50.

¹⁶² COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de Direito Civil: obrigações – responsabilidade civil**. 2. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2020. v. 2. p. 34.

qualidades individuais de quem se obriga¹⁶³, decorrente de uma obrigação infungível em que as qualidades pessoais e habilidades técnicas do contratado são insubstituíveis.¹⁶⁴

O voto plural foi concebido para a permanência no controle de um empreendedor específico que tem a visão estratégica sobre o negócio. É com base na confiança depositada pelos acionistas nesse indivíduo que se permite a alavancagem do controle em favor deles – e exclusivamente deles. O voto plural, portanto, não é uma característica da ação, mas, sim, do seu titular.

Sendo assim, a lei prevê que a transferência das ações com voto plural faz com que elas automaticamente sejam convertidas em ações ordinárias com um único voto, de modo que a alavancagem garantida pelas ações com voto plural do controlador não pode ser transferida a terceiros.

A pluralidade dos votos após a transferência das ações só pode ser mantida em três hipóteses.

Primeiro, se o controlador permanecer indiretamente como único titular de tais ações e no controle dos direitos políticos. Esses são os casos, por exemplo, em que o controlador decide transferir as ações para uma *holding* ou outro veículo sob seu controle. É importante que o veículo seja estruturado de forma a garantir que o titular original continue sendo o responsável pela tomada de decisões políticas referentes àquelas ações. Pode haver, portanto, compartilhamento dos benefícios econômicos com outros indivíduos.

Segundo, se as ações com voto plural forem transferidas para outra pessoa que seja titular da mesma classe de ações. Nestes casos, entende-se que se a pessoa já é titular de ações com voto plural daquela mesma classe ela está contemplada pelo *intuito personae* que justificou a atribuição de voto plural àquelas ações. Essa situação pode gerar um pouco mais de discussão, por exemplo, se houver o caso em que a empresa foi confiada a uma dupla de empreendedores e não a um deles de forma isolada, pois a transferência das ações com voto plural poderia romper esse equilíbrio.

¹⁶³ AZEVEDO, Álvaro Villaça. **Curso de Direito Civil: Teoria Geral das Obrigações e Responsabilidade Civil**. 13. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2019. v. 2. Capítulo 12.

¹⁶⁴ DINIZ, Maria Helena. **Curso de Direito Civil Brasileiro**. Volume 1: Teoria Geral do Direito Civil. 29. ed. São Paulo: Saraiva, 2012. p. 376.

Contudo, a Lei das S.A. não protege as expectativas dos acionistas com relação à manutenção da configuração de determinado bloco de controle.

Tanto é assim que há precedentes da CVM no sentido de que a mudança da configuração dentro do bloco de controle, mesmo que cause alteração da configuração, não gera obrigatoriedade de OPA pelo art. do 254-A.¹⁶⁵ Nestes casos, entende-se que não há efetiva transferência de controle. Por esse ângulo, portanto, a previsão está coerente com o restante do sistema legal.

Terceiro, transferência da propriedade fiduciária para fins de depósito centralizado. Neste caso, as ações são transferidas para a depositária apenas para que ela possa fazer o controle de titularidade e para que as ações possam ser negociadas em bolsa. O titular responsável pelo exercício dos direitos políticos continua o mesmo.

¹⁶⁵ Nesse sentido, confira-se o voto de Marcelo Trindade, no julgamento do caso COPESUL: “3. Esse impasse revela a dificuldade de aplicação do art. 254-A da Lei 6.404/76 a situações de controle compartilhado, e poderia, ele mesmo, fazer com que se tendesse a uma solução conservadora, de não reconhecer a incidência da obrigação de realizar a OPA em caso de dúvida, evitando-se que o adquirente fosse apanhado pela surpresa dessa obrigação incerta. Essa solução, entretanto, não deve prosperar (ao menos por esse motivo), diante do intenso debate que a possibilidade de aplicação do art. 254-A à negociação entre integrantes de acordo de acionistas sempre vem motivando, fazendo com que todos os envolvidos em operações desse tipo certamente estejam cientes das dificuldades quanto ao tema, e portanto da possibilidade de a CVM vir a entender que a realização da OPA é obrigatória. [...] 16. O principal argumento contrário a uma tal interpretação da lei seria o da literalidade da Lei 6.404/76. O art. 254-A é explícito ao condicionar a OPA à ocorrência de uma alienação de controle, e, passe o truísmo, somente controladores podem alienar o controle. E o art. 116, I, é igualmente explícito ao dizer que somente se é controlador quando se detém ‘a maioria dos votos nas deliberações da assembléia geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia’. [...] 17. Contudo, é o caput do art. 116 da Lei das S.A. quem melhor sustenta essa interpretação, pois ele afirma que se entende ‘por acionista controlador’ (assim mesmo, no singular) ‘a pessoa, natural ou jurídica, ou grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum’ que detenha a tal maioria acionária. Isto é: a lei fala em um acionista controlador que seria um grupo de pessoas, autorizando uma interpretação de que o controle é exercido pelo grupo, como grupo, e em grupo. [...] 20. O principal argumento dos que advogam a tese de que a consolidação do controle importa alienação do controle é o de que se verificam dois elementos suficientes para a ocorrência de tal negócio: (i) os agentes que alienam e que adquirem as ações representam interesses econômicos diferentes, e portanto devem ser tratados como pessoas diferentes; (ii) da alienação decorre uma alteração no controle, pois o antigo integrante que compartilhava o controle passa a controlar isoladamente, e (iii) o preço pago normalmente embute um prêmio de controle. [...] 21. Quanto à distinção subjetiva, a que se refere a Instrução 361/02 — alienação a terceiro — ela realmente me parece verificável em tal hipótese, pela óbvia constatação de que em lugar do ‘grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto’, a que se refere o art. 116 da Lei das S.A., passa a ser controlador ‘a pessoa’ do adquirente, a que também se refere a norma. [...] 22. Mas essa mesma constatação é que gera a dificuldade em afirmar que o alienante, em casos tais, detinha o controle. Como visto, pelos arts. 116 e 118 da lei quem controla é o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto. E isso não se relaciona com a responsabilidade por abuso de que trata o art. 117 — que é sempre individual. Relaciona-se com a configuração jurídica do controle. E essa configuração é que é útil no caso, pois a Lei brasileira não estabelece que a aquisição do controle de quem não o detenha determina a realização de OPA — como ocorreria com a aquisição de ações isoladas que, reunidas, assegurassem o controle. Em outras palavras: a lei não exige apenas uma alteração no controle; exige uma alienação por quem o detenha.” Processo CVM n. RJ2007/7230, Voto do Presidente Marcelo Trindade, j. 11.07.2007.

As ações com voto plural também serão automaticamente convertidas em ações sem voto plural caso seus titulares celebrem acordo de acionistas com titulares de ações sem voto plural, dispondo sobre o exercício do direito de voto.

A proibição busca evitar que, por via contratual, os titulares de ações com voto plural transfiram seus direitos políticos especiais a outros indivíduos que não estão abarcados pelo vínculo personalíssimo do instituto. Isto é, tendo em vista que o voto plural é conferido à pessoa específica, o dispositivo em comento busca impedir que ele seja compartilhado, de qualquer forma, com outra pessoa. Por exemplo, caso o titular da ação com voto plural concedesse determinados poderes de veto a outra pessoa, ele deixaria de ter o poder de conduzir aquelas matérias com liberdade e haveria outra pessoa, que não a escolhida pelos investidores, com interferência relevante nas decisões.

Como a conversão é automática, uma vez que ela ocorra, não é possível reverter pela mera rescisão do contrato. A criação de ações com voto plural só pode ocorrer via assembleia, observados os quóruns do § 1º do art. 110-A, conforme visto acima.

Um efeito prático importante deste dispositivo é que ele torna o controle garantido pelo voto plural intransferível. Com isso, o controlador tem a prerrogativa de direcionar a companhia, mas não poderá apropriar-se de eventual prêmio de controle se decidir deixar a companhia. Sendo assim, nessa estrutura, o acionista controlador tem pouco ou nenhum incentivo para realizar um evento de liquidez e deixar o controle da companhia, pois ele não conseguiria apropriar o valor decorrente do seu poder de comandar a companhia. Ou seja, há um desincentivo à saída de tal controlador.

Com isso, criam-se incentivos para que o controlador permaneça indefinidamente na companhia, extraindo benefícios via dividendos, ou até mesmo via transações com partes relacionadas e remuneração. Sendo que, neste caso, uma oportunidade para alienar o controle poderia ser positiva para todos os acionistas, por exemplo, caso a companhia fosse incorporada por outra maior que pudesse, por exemplo, auxiliar no seu crescimento.

Esse é um exemplo de como a concepção de que o voto plural está associado a um empreendedor visionário específico pode ter comprometido a utilidade do instituto.

4.8 ARTIGO 110, § 9º

§ 9º 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.

O dispositivo esclarece em quais quóruns previstos na Lei das S.A. o voto plural deve ser considerado. Assim, para fins deste trabalho, foi elaborada uma tabela indicando todos os quóruns da Lei das S.A., indicando se eles consideram, ou não, a pluralidade do voto. A Tabela consta do Anexo III a esta Dissertação.

A tabela evidencia que, em diversas matérias, não faria sentido considerar a pluralidade dos votos, pois os artigos foram pensados como referências ao capital social ou a todas as ações da companhia, o que contempla, inclusive, as ações preferenciais.

A ideia por trás dos referidos dispositivos é conceder direitos aos acionistas minoritários. Nessa linha, há direitos que são conferidos a todos os acionistas, independentemente da sua participação – como é o caso do direito de preferência – e há outros que são concedidos apenas a acionistas que têm uma participação relevante no capital social a ponto de, na visão do legislador, justificar a concessão de determinadas prerrogativas.

A título de exemplo, (i) o direito de pedir a exibição de livros é concedido a acionistas que detenham 5% do capital social, independentemente de sua representação em termos políticos¹⁶⁶, assim como (ii) o direito de pedir voto múltiplo é garantido aos acionistas que representem no mínimo 10% do capital votante.¹⁶⁷

De outro lado, os poderes decisórios atribuídos à assembleia geral, consideram a pluralidade do voto. Isso é coerente com o objetivo do instituto que é permitir que os titulares das ações com

¹⁶⁶ Art. 105. A exibição por inteiro dos livros da companhia pode ser ordenada judicialmente sempre que, a requerimento de acionistas que representem, pelo menos, 5% (cinco por cento) do capital social, sejam apontados atos violadores da lei ou do estatuto, ou haja fundada suspeita de graves irregularidades praticadas por qualquer dos órgãos da companhia.

¹⁶⁷ Art. 141. Na eleição dos conselheiros, é facultado aos acionistas que representem, no mínimo, 10% (dez por cento) do capital social com direito a voto, esteja ou não previsto no estatuto, requerer a adoção do processo de voto múltiplo, por meio do qual o número de votos de cada ação será multiplicado pelo número de cargos a serem preenchidos, reconhecido ao acionista o direito de cumular os votos em um só candidato ou distribuí-los entre vários.

direitos políticos majorados consigam prevalecer na assembleia geral e, com isso, eleger a maioria dos administradores e definir os rumos da companhia. Para tanto, não é necessário reduzir os poderes fiscalizatórios e as proteções dos acionistas individuais e das minorias.

Feita essa exposição geral sobre a divisão dos quóruns em que se aplica ou não o voto plural, há quatro temas que exigem uma reflexão mais aprofundada. São eles: (i) o voto múltiplo; (ii) o voto em separado; e (iii) o exercício do direito de preferência.

4.8.1 Voto múltiplo e voto plural

O voto plural e o voto múltiplo são frequentemente utilizados em artigos e notícias como se fossem sinônimos. Contudo, os institutos funcionam e têm finalidades completamente distintas, apesar de terem como efeito comum a conferência de mais de um voto por ação.

O voto múltiplo consiste em um processo de eleição do conselho de administração previsto no art. 141 da Lei das S.A., por meio do qual “o número de votos de cada ação será multiplicado pelo número de cargos a serem preenchidos, reconhecido ao acionista o direito de cumular os votos em um só candidato ou distribuí-los entre vários”.

Por meio do voto múltiplo, os acionistas minoritários conseguem eleger membros do conselho cumulando seus votos, o que não acontece se a eleição for realizada em chapas, já que neste último caso, ganha a chapa eleita pela maioria.

Sendo assim, enquanto o voto plural é um instrumento utilizado para alavancar os direitos políticos dos titulares em todas as deliberações, o voto múltiplo é um instrumento para uma situação específica que visa beneficiar os minoritários.

Esclarecida a diferença entre os dois conceitos, é importante detalhar como os quóruns envolvendo o voto múltiplo são impactados pelo voto plural. O artigo ilustra de forma bastante didática a divisão pretendida pelo § 9º do art. 110-A.

Primeiro, o art. 141 estabelece que os acionistas representem pelo menos “10% (dez por cento) do capital social com direito a voto” podem pedir que a eleição seja feita por voto múltiplo. Para apuração desse quórum, o voto plural não deve ser considerado, pois a referência é ao capital social com direito a voto. Ou seja, devem ser retiradas da base as ações sem direito a voto e apurado

quanto cada ação representa do total. Os votos de cada ação não devem ser considerados para aferir o percentual, justamente porque esse é um direito dos minoritários.

Na apuração do número de votos a ser atribuído a cada ação para fins da eleição do conselho de administração, o voto plural é computado, pois é o número de votos de cada ação que é multiplicado pelo número de cadeiras. Ou seja, se a ação tiver 10 votos, esses 10 votos serão multiplicados pelo número de cadeiras. A multiplicação é: ações x votos x cadeiras a serem preenchidas.

O voto múltiplo permite que o conselho seja composto de forma proporcional ao número de votos detidos por cada acionista. Não é relevante a participação no capital social de cada acionista, mas, sim, sua representação política.

Um controlador que detenha 51% dos direitos políticos com ou sem o uso do voto plural será capaz de eleger o mesmo número de conselheiros. A diferença é que ele precisará de menos ações e, conseqüentemente, de menos exposição econômica para atingir o mesmo resultado.

4.8.2 Eleição em separado e voto plural

Outro dispositivo relevante que diz respeito à proteção dos acionistas minoritários e a previsão de eleição em separado para membros do conselho fiscal e do conselho de administração.

Os artigos 141, § 4º, I¹⁶⁸ e 161, § 4º, 'a'¹⁶⁹ esclarecem que caberá aos acionistas que representem ao menos 15% ou 10%, respectivamente, do total “das ações com direito a voto,” o direito de eleição em separado para o preenchimento dos cargos descritos acima. Ou seja, para calcular esse quórum são considerados o número de ações com direito a voto apenas, sem contar o voto plural. Com isso, a eleição em separado fica garantida aos minoritários em termos similares ao que ocorria antes da inclusão do voto plural na Lei das S.A.

¹⁶⁸ Art. 141 [...] § 4º Terão direito de eleger e destituir um membro e seu suplente do conselho de administração, em votação em separado na assembléia-geral, excluído o acionista controlador, a maioria dos titulares, respectivamente: I - de ações de emissão de companhia aberta com direito a voto, que representem, pelo menos, 15% (quinze por cento) do total das ações com direito a voto [...].

¹⁶⁹ Art. 161 [...] § 4º Na constituição do conselho fiscal serão observadas as seguintes normas: a) os titulares de ações preferenciais sem direito a voto, ou com voto restrito, terão direito de eleger, em votação em separado, 1 (um) membro e respectivo suplente; igual direito terão os acionistas minoritários, desde que representem, em conjunto, 10% (dez por cento) ou mais das ações com direito a voto [...].

4.8.3 Direito de preferência e voto plural

Outro ponto relevante a ser endereçado sobre a aplicação ou não do voto plural e com importância prática relevante é o exercício do direito de preferência que é um direito essencial dos acionistas e, portanto, não pode ser suprimido.

Conforme previsto no art. 171, *caput* da Lei das S.A.¹⁷⁰, o direito de preferência dos acionistas é proporcional à sua participação no capital social, independentemente do número de votos atrelados a tal participação.

O art. 171, § 1º, por sua vez, estabelece as regras para o direito de preferência dos acionistas no caso em que a companhia tem o capital composto por diferentes classes e espécies de ações. Confira-se:

- a) no caso de aumento, na mesma proporção, do número de ações de todas as espécies e classes existentes, cada acionista exercerá o direito de preferência sobre ações idênticas às de que for possuidor;
- b) se as ações emitidas forem de espécies e classes existentes, mas importarem alteração das respectivas proporções no capital social, a preferência será exercida sobre ações de espécies e classes idênticas às de que forem possuidores os acionistas, somente se estendendo às demais se aquelas forem insuficientes para lhes assegurar, no capital aumentado, a mesma proporção que tinham no capital antes do aumento;
- c) se houver emissão de ações de espécie ou classe diversa das existentes, cada acionista exercerá a preferência, na proporção do número de ações que possuir, sobre ações de todas as espécies e classes do aumento.

Diante de tais regras, é possível concluir que, quando são emitidas ações com voto plural, a depender da proporção de tais ações, todos os acionistas da companhia terão direito de preferência para subscrevê-las, independentemente de quais sejam.

Como exemplo, podemos considerar uma companhia que não possui ações com voto plural. Se for realizado um aumento de capital com a emissão de tais ações, todos os acionistas que integrem o quadro social no referido momento poderão subscrevê-las na proporção de suas participações (conforme art. 171, § 1º, 'c').

¹⁷⁰ Art. 171. Na proporção do número de ações que possuírem, os acionistas terão preferência para a subscrição do aumento de capital.

Caso haja um aumento na proporção de ações com voto plural em relação às demais ações, os acionistas titulares de ações sem voto plural terão direito de preferência para subscrever parte das ações com voto plural (conforme art. 171, § 1º, alínea ‘b’).

Assim, apesar de as ações com voto plural possuírem alguns traços de caráter personalíssimo, expostas nos comentários ao §8º do art. 110-A, e terem sido criadas justamente em um contexto no qual se buscava incentivar determinados empreendedores específicos, não podem ser emitidas exclusivamente para determinado indivíduo.

O mais provável é que a emissão de ações com voto plural ocorra em um momento no qual a companhia possua poucos acionistas e que eles negociem a distribuição das ações com voto plural dentro do grupo fundados.

4.8.4 Poder de controle e voto plural.

Outro ponto importante que não é diretamente uma questão referente aos quóruns da Lei das S.A., mas diz respeito à interface do voto plural com outros dispositivos do diploma diz respeito à disciplina do poder de controle.

O art. 116 caracteriza como acionista controlador “a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum” que “é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembléia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia” (alínea ‘a’) e “usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia” (alínea ‘b’).

Tendo em vista o requisito jurídico estabelecido na alínea ‘a’, pode-se dizer que os acionistas que conseguem prevalecer nas assembleias gerais por meio do voto plural são considerados acionistas controladores, já que a lei fala em “maioria de votos”. Assim, apesar de o voto plural não ser aplicável a duas matérias (i.e. – remuneração dos administradores e partes relacionadas, conforme será exposto no item 4.10. da Dissertação), não é possível falar que a não prevalência nestes dois casos descaracteriza o poder de controle. O acionista continua sendo capaz de definir os rumos da companhia.

Com relação ao requisito da “permanência”, entende-se que ele também está presente, ainda que apenas durante o prazo de duração do voto plural. Isso porque, há uma maioria constante e pré-definida durante todo esse período.

Ou seja, apesar de o controle estruturado por meio do voto plural sofrer limitações significativas, entende-se que ele se enquadra na definição do art. 116. A principal consequência desta constatação é que incidem sobre os titulares das ações com voto plural todas as responsabilidades que recaem sobre o acionista controlador previstas na Lei das S.A. e demais leis aplicáveis.

4.9 ARTIGO 110, § 11

§ 11. São vedadas as operações:

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;

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.

Este artigo veda algumas operações específicas em companhias abertas que tenham ações negociadas em mercado com companhias com outras que adotem o voto plural na sua estrutura. O objetivo do artigo é impedir que os acionistas sejam, por meio das operações societárias, colocados em companhias que adotam o voto plural, em linha com a vedação absoluta prevista no inciso II do *caput* do artigo para que o voto plural seja adotado por companhias que já tem valores mobiliários conversíveis em ações negociadas em mercado. Se operações societárias dessa natureza fossem permitidas haveria uma forma de esquivar-se da referida proibição. Para tanto, o dispositivo em questão estabelece que:

- a) são vedadas incorporações/incorporações de ações de companhias que não adotam o voto plural por companhias que adotam o voto plural, pois nesse caso os acionistas da primeira recebem ações da segunda;

- b) são vedadas, também, fusões envolvendo qualquer companhia que não adote o voto plural para formar uma companhia que adote voto plural;
- c) cisão de companhia sem voto plural quando a parcela cindida formar uma companhia com voto plural; e
- d) cisão da companhia com incorporação da parcela cindida da companhia em uma empresa que possua voto plural.

É importante esclarecer que não são todas as operações societárias entre companhias com e sem voto plural que são vedadas, mas apenas aquelas nas quais os acionistas de empresas sem voto plural recebem ações de companhia com voto plural. Sendo assim, as companhias com voto plural podem ser incorporadas por companhias sem, desde que a relação de troca não contemple a emissão de ações sem voto plural.

Neste ponto, vale detalhar a crítica descrita acima no sentido de que a proibição absoluta parece uma medida destoante do restante do sistema da Lei das S.A., que seria endereçado de forma mais equilibrada por meio da previsão de direito de recesso. Ou permitir para companhias que abrissem capital após a edição da Lei n. 14.195/2021, pois nestes casos os acionistas já saberiam da possibilidade e seriam protegidos via direito de direito de recesso.

4.10 ARTIGO 110, § 12

§ 12. Não será adotado o voto plural nas votações pela assembleia de acionistas que deliberarem sobre:

I – a remuneração dos administradores; e

II – a celebração de transações com partes relacionadas que atendam aos critérios de relevância a serem definidos pela Comissão de Valores Mobiliários.

O §12 estabelece duas matérias para as quais a votação deverá desconsiderar a pluralidade do voto: (i) remuneração dos administradores e (ii) transações com partes relacionadas que atendam a critérios definidos pela CVM.

Sendo assim, o controlador não poderá utilizar sua alavancagem política para aprovar tais matérias e terá que compor a maioria com outros acionistas – assumindo, por óbvio, que ele não possua controle da companhia sem a pluralidade de votos.

Essas duas matérias foram escolhidas pois envolvem situações em que há maior chance de surgirem conflitos de interesses bem como riscos de extração de benefícios privados pelo controlador. Como se viu, a potencial expropriação de acionistas minoritários é a principal preocupação atrelada à utilização de instrumentos que criam uma desproporção entre direitos econômicos e políticos.

4.10.1 Remuneração dos administradores

No caso da remuneração, a extração de benefícios privados ocorre, principalmente, nos casos em que o controlador ou pessoas a ele ligadas (familiares, por exemplo) ocupam cargos na administração. Como a exposição econômica do controlador é bem inferior à sua exposição política na companhia, há um incentivo relevante para que a remuneração seja bem acima do necessário e contemple benefícios desproporcionais aos administradores.

Essa limitação ao direito de voto, contudo, parece excessiva para o objetivo a que se propõe, pelas razões expostas a seguir.

Primeiro, nos casos em que o controlador ou pessoas a ele relacionadas não participam da administração, não há razão clara para a proibição, pois não haveria, a princípio, qualquer incentivo para o pagamento de uma remuneração incompatível com parâmetros de mercado.

Ademais, há diversas companhias abertas em que o controlador participa da administração e aprova a remuneração global. Essa situação não é tratada como uma hipótese de impedimento. Mesmo assim, nestes casos, também poderia haver incentivos para o pagamento de valores desproporcionais e dividir o custo desta remuneração excessiva com os acionistas minoritários.

O tratamento dado ao tema por este dispositivo se distanciou muito do art. 152 Lei das S.A., que vale para todas as companhias que não adotem o voto plural. Referido dispositivo estabelece que a remuneração deve ser definida em assembleia e deve considerar: (i) responsabilidades; (ii) o tempo dedicado pelo administrador às suas funções; (iii) sua competência e reputação profissional; e (iv) o valor dos seus serviços no mercado.

O artigo fixa critérios a serem considerados e cria para os acionistas o dever de fundamentar a remuneração considerando tais parâmetros. Contudo, por se tratar de enunciados genéricos, eles

conferem liberdade às companhias, para que possam se adaptar às suas prioridades, condições de mercado etc.

Esse regime foi estabelecido justamente como forma de reprimir abusos dos controladores na fixação da remuneração dos administradores, o que está expresso na exposição de motivos da Lei das S.A.:

No que toca à remuneração dos administradores - ponto de relevo, pois há que conciliar-se o interesse em mobilizar o bom técnico, que exige remuneração adequada, com o objetivo de evitar notórios abusos de acionistas majoritários, que se elegem para se atribuírem honorários sem proporção com os serviços prestados, e que equivalem à distribuição de lucros - o Projeto (no art. 153) fixa alguns parâmetros que permitem à minoria prejudicada, ou à autoridade judicial que conhecer do caso, formar juízo sobre a existência ou não de abusos da maioria. São normas que, pela variedade das situações a que deverão aplicar-se, somente podem ser enunciadas com grau de generalidade que as aproximam de meros padrões de referência para avaliação dos casos concretos.¹⁷¹

Antes da Lei das S.A. não existiam critérios claros para nortear a fixação da remuneração dos administradores, o que gerava abusos recorrentes.¹⁷² O legislador buscou, assim, estabelecer critérios genéricos que dessem alguma base para revisão do regulador e/ou do judiciário no caso de abusos, mas, ao mesmo tempo, não engessassem a companhia.¹⁷³

¹⁷¹ BRASIL. Ministério da Fazenda. Exposição de Motivos, n. 196, 24 de junho de 1976. Brasília, DF: Ministério da Fazenda, 1976. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/aceso-a-informacao-cvm/institucional/sobre-a-cvm/EM196Lei6404.pdf>. Acesso em: 10 mar. 2023.

¹⁷² É o que explica Ferdinando Lunardi em sua dissertação de mestrado: “A lei não continha limites quantitativos nem parâmetros para a fixação da remuneração dos administradores. [...] Essa ausência de limites e de parâmetros para a fixação da remuneração dos administradores, aliada ao ambiente relativamente pouco sofisticado e regulado existente à época, possibilitaram a ocorrência de situações indesejáveis de abuso dos controladores das sociedades na atribuição da remuneração aos seus administradores, muitas vezes em prejuízo da sociedade e dos acionistas minoritários.” LUNARDI FILHO, Ferdinando Cesar. **A Remuneração dos Administradores das Sociedades Anônimas**. 2013. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013. DOI 10.11606/D.2.2016.tde-14102016-133704. p. 65.

¹⁷³ Ferdinando Lunardi segue sua explicação: “Essa generalidade estabelecida por meio da previsão de critérios abertos garante níveis desejáveis de flexibilidade para que as companhias possam adequar suas políticas de remuneração às suas realidades específicas. Ademais, ela evita a criação de uma tipificação rígida e, portanto, não impede nem que a assembleia eleja administradores considerados peças importantes e essenciais ao desenvolvimento de suas atividades nem que lhes atribua níveis remuneratórios compatíveis. [...] A ausência de limites quantitativos e a adoção de padrões gerais de referência são necessárias para conferir maior flexibilidade às companhias, cada uma com as suas peculiaridades. Seria uma tarefa ingrata para o legislador deixar expressos limites quantitativos aplicáveis a todas as companhias. Essa ausência de limites quantitativos torna mais complexa e menos objetiva a atuação do órgão regulador, mas não o exime de analisar a remuneração atribuída aos administradores das companhias, fazendo uma verificação substancial do cumprimento dos critérios estabelecidos pelo art. 152, da Lei n. 6.404, de 1976” LUNARDI FILHO, Ferdinando Cesar. **A Remuneração dos Administradores das Sociedades Anônimas**. 2013. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013. DOI 10.11606/D.2.2016.tde-14102016-133704. p. 86-87.

A flexibilidade conferida pelo referido artigo é ideal para que as companhias possam criar suas próprias estratégias para atrair e reter administradores, já que a remuneração é um elemento extremamente crucial para atrair talentos, manter os funcionários motivados e com interesses alinhados aos da empresa.

Os poderes do controlador sofrem uma limitação significativa, portanto, se ele ficar impedido de utilizar suas prerrogativas de controlador para a definição da remuneração global dos administradores da companhia. Isso porque, apesar de poder escolher os administradores, ele não é capaz de definir o montante global de remuneração, que é um fator determinante para a gestão dos administradores da companhia.

Tendo em vista que a definição da remuneração dos administradores é algo central, que ocorre todo ano e é essencial para o bom funcionamento das sociedades, não parece adequado regular pela exceção – isto é, proibir a participação do controlador pensando em casos potenciais de abuso. Até porque, o sistema do art. 152, conforme descrito acima, foi concebido justamente para isso: evitar abusos dos controladores, mas, ao mesmo tempo, permitir que eles possam definir os rumos da companhia e adotar medidas para atrair e reter administradores qualificados.

Uma alternativa seria que a limitação prevista no referido artigo fosse um pouco mais restrita para abranger apenas, por exemplo, as situações em que o controlador ou pessoas a eles ligadas participam da administração da empresa. Ou seja, o controlador não poderia votar apenas se estivesse definindo sua própria remuneração e/ou de suas próprias partes relacionadas.

Ademais, adotar este tipo de restrição em sociedades anônimas de capital fechado na qual a grande maioria dos acionistas têm acesso a informações parece excessivo para este tipo societário.

4.10.2 Transações com partes relacionadas

As transações com partes relacionadas são aquelas que envolvem, de um lado, a companhia e, de outro, pessoas a ela ligadas, como: controladores, administradores, coligadas, controladas ou acionistas com influência significativa na empresa.

A Lei das S.A. não traz uma definição do que seriam “partes relacionadas”. Esse conceito, no Brasil, é extraído de normas contábeis, mais especificamente do CPC 05 (R1) – que incorpora os padrões internacionais do IFRS para o Brasil, em linha com a Lei n. 11.638/2007 – aprovado

pela CVM por meio da Resolução CVM n. 94. Ou seja, esse conceito só é aplicável de forma plena às companhias abertas, haja vista que, para as companhias fechadas, a adoção dos padrões internacionais de contabilidade é facultativa, conforme o disposto no art. 177, §6º da Lei das S.A.¹⁷⁴

De toda forma, o conceito de “partes relacionadas” estabelecido pela referida Resolução é o seguinte:

Parte relacionada é a pessoa ou a entidade que está relacionada com a entidade que está elaborando suas demonstrações contábeis (neste Pronunciamento Técnico, tratada como “entidade que reporta a informação”).

(a) Uma pessoa, ou um membro próximo de sua família, está relacionada com a entidade que reporta a informação se: (i) tiver o controle pleno ou compartilhado da entidade que reporta a informação; (ii) tiver influência significativa sobre a entidade que reporta a informação; ou (iii) for membro do pessoal chave da administração da entidade que reporta a informação ou da controladora da entidade que reporta a informação.

(b) Uma entidade está relacionada com a entidade que reporta a informação se qualquer das condições abaixo for observada: (i) a entidade e a entidade que reporta a informação são membros do mesmo grupo econômico (o que significa dizer que a controladora e cada controlada são inter-relacionadas, bem como as entidades sob controle comum são relacionadas entre si); (ii) a entidade é coligada ou controlada em conjunto (joint venture) de outra entidade (ou coligada ou controlada em conjunto de entidade membro de grupo econômico do qual a outra entidade é membro); (iii) ambas as entidades estão sob o controle conjunto (joint ventures) de uma terceira entidade; (iv) uma entidade está sob o controle conjunto (joint venture) de uma terceira entidade e a outra entidade for coligada dessa terceira entidade; (v) a entidade é um plano de benefício pós-emprego cujos beneficiários são os empregados de ambas as entidades, a que reporta a informação e a que está relacionada com a que reporta a informação. Se a entidade que reporta a informação for ela própria um plano de benefício pós-emprego, os empregados que contribuem com a mesma serão também considerados partes relacionadas com a entidade que reporta a informação; (vi) a entidade é controlada, de modo pleno ou sob controle conjunto, por uma pessoa identificada na letra (a); (vii) uma pessoa identificada na letra (a)(i) tem influência significativa sobre a entidade, ou for membro do pessoal chave da administração da entidade (ou de controladora da entidade); (viii) a entidade, ou qualquer membro de grupo do qual ela faz parte, fornece serviços de pessoal-chave da administração da entidade que reporta ou à controladora entidade que reporta.

As transações entre partes relacionadas são uma matéria que recebe bastante atenção na disciplina do direito societário, pois nelas não há negociação entre partes independentes, cada uma defendendo seus próprios interesses. Por isso, há a possibilidade “ao menos teórica, de a parte que pode influenciar a formação do contrato em ambos os seus polos ser o próprio beneficiário de tal transação”¹⁷⁵. Isto é, os conflitos de interesse são inerentes às transações entre partes relacionadas.

¹⁷⁴ Art. 177. [...] §6º As companhias fechadas poderão optar por observar as normas sobre demonstrações financeiras expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários para as companhias abertas.

¹⁷⁵ DIAS, Luciana Pires. **Transparência como estratégia regulatória no mercado de valores mobiliários**: um estudo empírico das transações com partes relacionadas. 2014. Tese (Doutorado em Direito Comercial) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014. DOI 10.11606/T.2.2017.tde-22082017-142602.

Como bem exposto por Luciana Dias em sua obra “Transparência como estratégia regulatória no mercado de valores mobiliários: um estudo empírico das transações com partes relacionadas”¹⁷⁶, há diversas formas de endereçar juridicamente os potenciais problemas decorrentes das transações com partes relacionadas:

- a) **proibição** – impedir que operações entre partes relacionadas sejam realizadas. Trata-se de uma solução pouco comum, pois impede que diversas operações meritórias para as companhias ocorram, simplesmente para evitar o risco de que sejam negativas pela ausência teórica de independência na negociação;
- b) **transferência da decisão para partes desinteressadas** – a parte interessada é excluída do processo decisório, de modo que a decisão seja tomada apenas pelas partes desinteressadas. Por exemplo, no caso de contratação entre administrador e a companhia, o art. 156 da Lei das S.A. exige que ele seja afastado do processo decisório. Afastando a parte interessada, é possível criar um cenário de negociação entre partes independentes;
- c) **teste de mérito** – permite-se que a parte interessada participe da decisão, mas ela poderá ter seu mérito reavaliado por um terceiro, que pode ser um regulador, autorregulador ou o poder judiciário;
- d) **direito de saída** – as partes desinteressadas que tiveram uma operação entre partes relacionadas imposta pela decisão da maioria têm o direito de sair da companhia, mediante o recebimento de determinado valor, sendo que a lei determina a forma de cálculo do referido valor, de modo que o acionista dissidente não seja prejudicado. Esse é o exemplo do mecanismo estabelecido no § 3º do art. 264 da Lei das S.A.;
- e) **transparência** – esta alternativa consiste em exigir a divulgação de informações sobre as transações com partes relacionadas, a fim de que os acionistas possam tomar conhecimento sobre sua ocorrência e suas características.

A Lei das S.A. não utiliza o mesmo tratamento para todas as hipóteses de transações entre partes relacionadas. As referidas operações são endereçadas separadamente em diversas partes da Lei das S.A. Em outras palavras, não há um regime único para transações entre partes relacionadas

¹⁷⁶ DIAS, Luciana Pires. **Transparência como estratégia regulatória no mercado de valores mobiliários**: um estudo empírico das transações com partes relacionadas. 2014. Tese (Doutorado em Direito Comercial) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014. DOI 10.11606/T.2.2017.tde-22082017-142602.

na Lei das S.A., há soluções distintas para cada uma dessas situações. Além disso, não é utilizado o conceito geral de parte relacionada, mas, sim, a especificação da parte relacionada envolvida em cada situação (ex. controlador, administrador etc.).

Por exemplo, ao tratar da contratação entre o controlador e a companhia, a Lei das S.A. estabelece uma obrigação de resultado, em seu art. 117, § 1º, alínea f, exigindo que a operação (i) ocorra em condições equitativas e (ii) que não haja favorecimento do controlador. Com relação à contratação entre a companhia e administrador, a Lei das S.A. exige que ela se dê em condições comutativas e que o administrador interessado não participe das negociações pelo lado da companhia.

Feito esse panorama geral sobre o conceito de partes relacionadas e o tratamento dado pela Lei das S.A. ao tema antes das alterações introduzidas, passamos a tratar do dispositivo em questão.

A Lei n. 14.195/21 afastou a pluralidade do voto nas deliberações sobre transações com partes relacionadas que atendam os critérios de relevância definidos pela CVM. A previsão tem dois problemas principais que serão detalhados a seguir.

4.10.2.1 Amplitude do dispositivo e ausência de estratégia regulatória clara

O primeiro problema deve-se à amplitude da restrição *vis a vis* o seu objetivo. Isso porque, como se viu, a ideia por trás de proibir o voto plural nas deliberações que versem sobre transações entre partes relacionadas é justamente evitar prejuízos aos minoritários em virtude dos conflitos que comumente surgem nesse tipo de operação. Contudo, o conceito de partes relacionadas é bastante amplo e engloba diversas transações.

O dispositivo não deixa claro de quem devem ser as partes relacionadas, mas da forma como redigido, ele parece contemplar todas as partes relacionadas da companhia. Contudo, nem todas as transações envolvendo partes relacionadas da companhia envolverão interesses do controlador que é titular de voto plural.

Por exemplo, um acionista com influência significativa ou administrador são partes relacionadas da companhia, contudo, transações envolvendo tais indivíduos não necessariamente colocam o titular de ações com voto plural em situação de potencial conflito de interesses. Nesse cenário, não parece haver justificativa para tal vedação. Bastaria, por exemplo, que o voto plural

não fosse aplicado apenas nas transações em que a companhia contratasse com o próprio titular de ações com voto plural ou pessoas a ele ligadas.

Se analisadas as cinco alternativas regulatórias para o tratamento de transações com partes relacionadas descritas acima, nenhuma delas foi adotada de forma completa. A solução, portanto, ficou imperfeita.

Dentre as cinco estratégias possíveis, o objetivo do dispositivo parece ter sido a transferência da decisão para partes desinteressadas. Contudo, não é exatamente isso que ocorre, pois, como se viu acima, não necessariamente o titular de ações com voto plural será uma parte interessada. Além disso, os titulares das ações com voto plural não são excluídos do colégio de deliberação, apenas é retirado o instrumento que, em tese, garantirá seu direito de prevalecer na assembleia sem compor com os demais acionistas.

4.10.2.2 Descompasso entre os critérios de relevância do artigo 110, § 12, inciso II e as competências da assembleia geral

O artigo dispõe que o voto plural não se aplicável a transações com partes relacionadas que atinjam os critérios de relevância estabelecidos pela CVM. Os referidos critérios de relevância foram definidos pela CVM na Resolução n. 168, que alterou a Resolução n. 80 para prever em seu art. 45-A que: “O voto plural não se aplica a votações da assembleia geral de acionistas que deliberem sobre transações com partes relacionadas que devam ser divulgadas nos termos do Anexo F.”

O Anexo F, por sua vez, estabelece que devem ser divulgadas transações com partes relacionadas que de forma individual ou agregada superem o menor dos seguintes valores: (i) 50 milhões de reais ou (ii) 1% do ativo total da companhia.¹⁷⁷ Também podem ser incluídas as operações que, a critério da administração, sejam relevantes em virtude das suas (i) características; (ii) natureza da relação da parte relacionada com o emissor; ou (iii) extensão do interesse da parte relacionada na operação.¹⁷⁸

¹⁷⁷ Art. 1º Este anexo se aplica: I – à transação ou ao conjunto de transações correlatas, cujo valor total supere o menor dos seguintes valores: a) R\$ 50.000.000,00 (cinquenta milhões de reais); ou b) 1% (um por cento) do ativo total do emissor.

¹⁷⁸ Art. 1º Este anexo se aplica: [...] II – a critério da administração, à transação ou ao conjunto de transações correlatas cujo valor total seja inferior aos parâmetros previstos no inciso I, tendo em vista: a) as características da operação; b)

Assim, o voto plural não se aplica em deliberações acerca de transações entre partes relacionadas que envolvam valores superiores a 50 milhões de reais ou 1% do ativo da companhia. Contudo, pela Lei das S.A. esse tipo de transação não necessariamente precisa ser objeto de assembleia.

Ocorre que nem todas as transações entre partes relacionadas são decididas em assembleia geral. Algumas podem ser deliberadas e concretizadas pela própria administração. Devem obrigatoriamente ser definidas em assembleia geral as transações entre partes relacionadas nas quais o valor da operação corresponda a mais de 50% dos ativos totais da Companhia.

Apenas precisam ser objeto de assembleia as operações que se enquadrem no art. 122, inciso X.¹⁷⁹ Ou seja, as transações que não alcancem o patamar previsto no referido dispositivo não precisam ser submetidas à assembleia¹⁸⁰, a não ser que o estatuto assim preveja. Os critérios de relevância definidos pela CVM para fins do art. 110-A não alteram o inciso X, do art. 122 para ampliar a competência da assembleia. Os critérios de relevância são aplicáveis apenas se tais transações forem submetidas à assembleia, o que dependerá da previsão estabelecida no estatuto de cada companhia.

Com essa interpretação, o dispositivo ficou bastante esvaziado, o que decorreu de uma alteração no trâmite legislativo do próprio inciso X do parágrafo 122. Isso porque, há uma distância significativa entre os valores estabelecidos pela CVM para fins do art. 110-A e os valores que determinam a competência da assembleia. Por exemplo, se a companhia com R\$ 2 bilhões de reais

a natureza da relação da parte relacionada com o emissor; e c) a natureza e extensão do interesse da parte relacionada na operação.

¹⁷⁹ Art. 122. Compete privativamente à assembleia geral: [...] X - deliberar, quando se tratar de companhias abertas, sobre a celebração de transações com partes relacionadas, a alienação ou a contribuição para outra empresa de ativos, caso o valor da operação corresponda a mais de 50% (cinquenta por cento) do valor dos ativos totais da companhia constantes do último balanço aprovado.

¹⁸⁰ Nesse sentido, confira-se a explicação de Gustavo Gonzalez: “Com efeito, entender que o critério de relevância constante da última parte do inciso X não se aplica às transações entre partes relacionadas resultaria na conclusão de que essas operações teriam sempre que ser submetidas à assembleia geral, o que criaria embaraço descabido na condução dos negócios sociais. Frustraria, ainda, a intenção do legislador, pois se sabe que a mudança entre o texto do art. 122, X, que constava da Medida Provisória nº 1.040/2021 e aquele que passou a vigorar com a lei de conversão (Lei nº 14.195/2021) decorreu, justamente, da preocupação externada por certos participantes do mercado de que a CVM poderia, ao regulamentar a matéria, estabelecer um critério de relevância excessivamente baixo, que obrigasse às companhias abertas a submeterem à assembleia um número muito grande de transações entre partes relacionadas.” GONZALEZ, Gustavo Machado. As novas competências da assembleia geral (1): transações com partes relacionadas (comentários ao inciso x do artigo 122 da lei das sociedades por ações). In: MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel; MOSQUERA, Roberto Quiroga; MARTINS, Italo Godinho da Mota (coord.). **Revista de Direito Societário e M&A.**

de ativos, há uma infinidade de transações, a maior parte delas, que não precisarão ser submetidas à assembleia, apesar de atingirem o critério de relevância previsto pela CVM.

A consequência da combinação das duas normas, como bem pontuado por Gustavo Gonzalez¹⁸¹, acaba criando um desestímulo para que determinadas transações sejam submetidas à assembleia. *In verbis*:

Durante as discussões sobre a conversão da Medida Provisória nº 1.040/2021, o texto do art. 122, X, foi alterado, retirando da CVM a competência para fixar os critérios de relevância que determinariam quando uma transação com parte relacionada deveria ser submetida à assembleia geral, ao mesmo tempo em que se atribuiu à autarquia competência para definir quando transações com partes relacionadas que fossem submetidas à assembleia geral deveriam ser deliberadas sem a adoção do voto plural.

Note-se que o poder atribuído à CVM no §12, II, do art. 110-A da Lei das Sociedades por Ações não está formalmente atrelado ao critério de relevância previsto no art. 122, X. Na data de conclusão deste artigo, a CVM ainda não havia regulamentado a matéria, tendo submetido à audiência pública proposta de regra que emprega o critério de relevância hoje empregado no Anexo 30-XXXIII da Instrução CVM nº 480/2009 para determinar quais transações com partes relacionadas que, se submetidas à assembleia geral, deverão ser deliberadas sem a adoção do voto plural.

O critério quantitativo de relevância do Anexo 30-XXXIII – o menor entre R\$50.000.000,00 (cinquenta milhões de reais); ou 1% (um por cento) do ativo total do emissor, com a obrigação de se considerar transações correlatas de forma consolidada – é substancialmente inferior àquele adotado no novo inciso X do art. 122 da Lei das Sociedades por Ações.

Embora a Lei das Sociedades por Ações não determine que o critério de relevância a ser adotado para fins do art. 110-A, §12, II, da Lei das Sociedades por Ações seja igual ou superior ao critério previsto no art. 122, X, a adoção, na norma regulamentar da CVM, de um critério de relevância substancialmente mais baixo do que aquele utilizado no referido dispositivo legal pode acabar tendo efeitos indesejados.

Final de contas, a administração pode, voluntariamente, optar por submeter à assembleia geral operações que não atinjam o critério de relevância legal – por exemplo, com o objetivo de demonstrar que a operação foi comutativa, inclusive, em uma perspectiva procedimental, o que pode ter (e deveria ter) impacto em uma eventual avaliação externa da operação (por exemplo, pela própria CVM). Se essa é, de fato, uma boa prática de governança, é importante perceber que a adoção de um critério baixo de relevância para fins do art. 110-A, §12, II, da Lei das Sociedades por Ações pode acabar por desestimular a submissão voluntária de transações com partes relacionadas à assembleia geral.

Sendo assim, o descasamento entre dois dispositivos da lei acaba prejudicando a aplicabilidade da norma.

4.11 ARTIGO 110-A, § 13

§ 13. O estatuto social deverá estabelecer, além do número de ações de cada espécie e classe em que se divide o capital social, no mínimo:

¹⁸¹ GONZALEZ, Gustavo Machado. As novas competências da assembleia geral (1): transações com partes relacionadas (comentários ao inciso x do artigo 122 da lei das sociedades por ações). *In*: MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel; MOSQUERA, Roberto Quiroga; MARTINS, Italo Godinho da Mota (coord.). **Revista de Direito Societário e M&A**.

de votos atribuído por ação de cada classe de ações ordinárias com direito a voto, respeitado o limite de que trata o caput deste artigo;

II - o prazo de duração do voto plural, observado o limite previsto no § 7º deste artigo, bem como eventual quórum qualificado para deliberar sobre as prorrogações, nos termos do § 3º deste artigo; e

O artigo tem como finalidade apenas determinar que determinadas características das ações deverão ser estabelecidas no estatuto social, somando-se às informações exigidas pelo artigo 11 da Lei das S.A.

O estatuto social é um “corpo de regras gerais e objetivas que não é modificado pela substituição de acionistas e administradores”¹⁸², contém “normas que regem tanto direitos e deveres dos acionistas quanto o funcionamento da organização criada pelo contrato”.¹⁸³ Seu objetivo é “estabelecer o ordenamento corporativo permanente (embora passível de alterações) da pessoa jurídica”.¹⁸⁴

A exigência, portanto, é acertada, pois as disposições sobre o voto das ações são normas que disciplinam a organização de poder na companhia e os direitos dos sócios. Sendo assim, deve ser fixada no estatuto social, de forma que os acionistas se vinculem à estrutura e seja dada publicidade.

4.12 ARTIGO 110-A, § 14

§ 14. 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.

O dispositivo é autoexplicativo e tem como objetivo limitar a utilização do voto plural por companhias que sejam controladas pelo poder público, direta ou indiretamente.

¹⁸² LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (Coord.). **Direito das companhias**. 2. ed. rev. atual. Rio de Janeiro: Forense, 2017. p. 493.

¹⁸³ LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (Coord.). **Direito das companhias**. 2. ed. rev. atual. Rio de Janeiro: Forense, 2017. p. 493.

¹⁸⁴ LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (Coord.). **Direito das companhias**. 2. ed. rev. atual. Rio de Janeiro: Forense, 2017. p. 493.

Mais uma vez, a restrição parece estar em descompasso com o restante da Lei das S.A. ,uma vez que as mesmas empresas que não podem adotar voto plural podem emitir ações preferenciais e utilizar os mecanismos conhecidos como *golden shares*, previstos no art. 17, § 7º do diploma.¹⁸⁵

Ou seja, tais sociedades têm acesso aos demais mecanismos que permitem a diferenciação política de determinadas ações, mas continuaram sem acesso ao voto plural. Não há justificativa clara para a inclusão desta vedação, já que as ações com voto plural não são incompatíveis com o regime das empresas públicas, estabelecido na Lei n. 13.303/2006.

¹⁸⁵ §7º Nas companhias objeto de desestatização poderá ser criada ação preferencial de classe especial, de propriedade exclusiva do ente desestatizante, à qual o estatuto social poderá conferir os poderes que especificar, inclusive o poder de veto às deliberações da assembleia-geral nas matérias que especificar.

5 CONCLUSÃO

Feitas considerações sobre cada um dos dispositivos que regulam o voto plural, este capítulo traz as conclusões da Dissertação, unindo a análise da Lei n. 14.195/2021 aos pressupostos teóricos, resumindo as principais críticas à regulação do instituto e sugerindo caminhos para possíveis aprimoramentos.

5.1 AFINAL, O QUE É O VOTO PLURAL E QUAIS SUAS IMPLICAÇÕES NA ESTRUTURA DE PODER DAS SOCIEDADES ANÔNIMAS?

O voto plural, que foi introduzido na Lei das S.A. pela Lei n. 14.195/2021, é o mecanismo por meio do qual se confere mais de um voto para cada ação ordinária.

Sua função é alavancar os direitos políticos de determinados acionistas, criando uma desproporção entre a participação no capital e o número de votos. Assim, as companhias conseguem captar recursos em *equity* sem que os controladores precisem renunciar à sua predominância política.

Isso porque, como se viu no item 2.1 desta Dissertação, o direito de voto é o instrumento por meio do qual os acionistas conseguem interferir na formação de vontade da companhia.

Como as sociedades anônimas funcionam com base no princípio majoritário, ter a maioria dos votos significa ter a prerrogativa de comandar a atividade empresarial, por meio da prevalência nas assembleias e da eleição da maioria dos administradores.

Em outras palavras, o voto plural reduz o investimento econômico necessário para que os acionistas que detém ações com direitos de voto potencializados controlem a companhia.

É importante esclarecer, contudo, que o voto plural não é o único instrumento disponível na Lei das S.A. para atingir esta finalidade. Também podem ser utilizadas (i) ações preferenciais e (ii) estruturas piramidais. Ambas já eram permitidas antes da edição da Lei n. 14.195/2021. Cada um destes mecanismos tem características particulares, mas a função que os justifica é a mesma: viabilizar captações sem a necessidade de diluição proporcional de poder político.

5.2 BUSCANDO CONCILIAR VISÕES ANTAGÔNICAS, A LEI N. 14.195/2021 FICOU AQUÉM DO SEU OBJETIVO PRINCIPAL

Para entender a disciplina do voto plural introduzida na Lei das S.A. pela Lei n. 14.195/2021, é necessário entender como ocorreu o processo legislativo.

A partir de 2018, foram intensificados os debates no Brasil sobre a vedação do voto plural existente até então. Isso porque, o instrumento foi utilizado por grandes empresas de tecnologia para acessar o mercado (ex. Facebook, Google, Snapchat) e por empresas Brasileiras que optaram por listar suas ações na NYSE e na NADAQ (ex. Stone, XP Inc. e PagSeguro) ao invés da B3. Estes eventos criaram a percepção de que a vedação ao voto plural estava prejudicando a competitividade do mercado de capitais nacional, embora houvesse consenso no sentido de que este não era o único fator – nem o principal¹⁸⁶ – que causava a ‘exportação’ de IPOs.

Nesse mesmo contexto, ganhou força a concepção de que o voto plural era um mecanismo importante para assegurar a determinados empreendedores visionários e inovadores, principalmente de empresas de tecnologia, autonomia para implementar suas visões estratégicas sem a pressão de demandas de curto prazo de investidores.¹⁸⁷ Ou seja, o debate sobre um instrumento que valeria para todas as companhias começou a ser discutido com base em situações e empresas bastante específicas. Isso fez inclusive com que o voto plural fosse tratado, ao longo das discussões, como algo distinto dos demais mecanismos de alavancagem política (ações

¹⁸⁶ Embora seja difícil cravar os motivos exatos que determinam a escolha de determinado mercado por uma companhia, é provável que o principal motivo fosse a maior quantidade de recursos disponíveis e os maiores *valuations* proporcionados pelas bolsas dos EUA.

¹⁸⁷ Nesse sentido: Os professores Zohar Goshen e Assaf Hamdani desenvolveram teoria segundo a qual “o ‘empreendedor’ (por exemplo, o fundador ou acionista controlador de uma companhia) possui determinada visão e estratégia de negócios que ele genuinamente acredita que, caso sejam seguidas, podem levar os investidores da companhia a retornos acima do mercado. [...] A visão idiossincrática do empreendedor, contudo, pode não ser necessariamente a mesma dos investidores do mercado. Divergências podem ocorrer, por exemplo, quando o empreendedor pretende implementar estratégia de longo prazo, com reinvestimento de recursos, enquanto os demais acionistas têm interesse no pagamento de dividendos em relativo curto prazo. Nesse cenário, o voto plural permite que determinada pessoa mantenha o controle político e prevaleça nas deliberações da companhia ainda que não possua titularidade da maioria das ações. A depender da estrutura de voto plural adotada, é possível que o controle sobre uma companhia seja exercido a partir da titularidade de um número extremamente reduzido de ações. Logo, a utilização de DCS consiste em forma eficiente de assegurar que o fundador ou controlador possua liberdade para implementar sua visão idiossincrática.” DI BIASE, Nicholas Furlan; JANSEN, Ana Clara. O Voto Plural Brasileiro na Lei nº 6.404/76. **Revista Brasileira de Direito Comercial Empresarial, Concorrencial e do Consumidor**. Ano VIII, n. 48, Ago.-Set. 2022.

preferencias e pirâmides), o que, diante do exposto no Capítulo 3 desta Dissertação, não parece adequado.

As discussões sobre a introdução do voto plural na Lei das S.A. foram realizadas principalmente no âmbito do IMK, fórum composto por representantes de diversos grupos distintos, que acabou proporcionando o embate entre visões antagônicas sobre o tema.

De um lado, havia defensores de uma liberação irrestrita do voto plural, de modo que a estrutura de poder fosse livremente negociada entre investidores e companhia. Nessa linha, entendia-se que o mercado seria responsável por precificar a estrutura de governança das companhias. Isto é, se a alavancagem do controlador fosse considerada excessiva, isso seria refletido no preço e na demanda pelas ações da empresa.

De outro, havia os que entendiam que a inclusão do mecanismo de alavancagem do poder de controle não deveria ocorrer, haja vista que a desproporção entre direitos econômicos e políticos potencializa os conflitos de agência. A preocupação era que o voto plural aumentasse a expropriação dos minoritários e reduzisse a qualidade do mercado Brasileiro como um todo.

O resultado deste processo legislativo permeado por (i) visões antagônicas sobre o instituto; (ii) percepção de que o voto plural estava atrelado a companhias muito específicas, foi a permissão do instituto – após 89 de anos de vedação – mas com diversas limitações e idiosincrasias.

Algumas destas limitações e peculiaridades são bastante significativas e merecem destaque.

A primeira é a limitação temporal de 7 anos para a duração do voto plural, prevista no § 7º do art. 110-A da Lei das S.A. O prazo representa uma generalização que não deve ser aplicado a todas as companhias e gera um desincentivo aos controladores que desejem acessar o mercado. Isso porque, parece improvável que os controladores estejam dispostos a tomar o risco de perder o controle da companhia após sete anos.

A segunda é a impossibilidade de transferência do poder de controle estruturado a partir do voto plural. A prerrogativa de controlar a companhia tem valor para o seu titular e isso é reconhecido pela própria Lei das S.A., no art. 254-A.

O fato de o controlador não poder vender o controle da empresa cria um incentivo perverso para que ele permaneça indefinidamente no comando da empresa, ainda que surjam oportunidades

vantajosas para a coletividade de acionistas, tais como vender a empresa para uma maior ou trocar para um controlador ainda melhor. Esse é um exemplo claro de como a visão de que o voto plural visava conceder poderes especiais a empresários específicos acabou contaminando negativamente o instituto.

A terceira é a não aplicação do voto plural em deliberações sobre remuneração dos administradores. Tal restrição retira do controlador a prerrogativa de decidir sobre um dos aspectos mais estratégicos da companhia. Uma política de remuneração é essencial para atrair e reter administradores, sendo assim, é insuficiente que o controlador possa escolher os administradores se não tiver como aprovar os pacotes de remuneração que entende adequado para mantê-los.

Vale notar que nenhuma destas restrições existe quando se trata de ações preferenciais e estruturas piramidais. Ambas partem do pressuposto de que o controlador poderá comandar a companhia por prazo indefinido, vender o controle e decidir sobre todas as matérias submetidas à assembleia. Há outros dispositivos na Lei das S.A. para lidar com eventuais abusos e descumprimentos, tais como o art. 111, § 1º, que estabelece que as ações preferenciais adquirem direito de voto se não houver distribuição de dividendos por três exercícios consecutivos.

As três restrições deixam claro que, na elaboração da Lei n. 14.195/2021, os receios e preocupações com potenciais desalinhamentos de interesse entre controladores e minoritários e abusos foram endereçados por meio de limitações ao poder dos controladores, quando conferidos através do voto plural.

O problema desta abordagem é que ela deixa o instituto capenga. Da forma como regulado, o voto plural garante o controle aos seus titulares, mas sem garanti-lo de fato. Um instrumento que por natureza visa alavancar o poder de controle, acaba não exercendo tal função de forma plena.

A escolha pelo voto plural, diante das diversas limitações, acaba ficando mais onerosa do que as outras estruturas de alavancagem que já estavam disponíveis anteriormente na Lei das S.A.

Sendo assim, o instituto, da forma como posto, não cumpre o objetivo de conferir mais alternativas para a estruturação do controle das empresas e aumentar a competitividade do mercado acionário Brasileiro. A retirada da vedação do voto plural foi apenas um primeiro passo nessa direção.

5.3 ALTERNATIVA: FLEXIBILIZAÇÃO COMBINADA COM NECESSÁRIAS REVISÕES NOS MECANISMOS DE EFETIVAÇÃO DOS DEVERES DOS CONTROLADORES E ADMINISTRADORES

Diante da conclusão de que o voto plural, com todas as limitações colocadas pela Lei n. 14.195/2021, provavelmente será pouco utilizado, devem ser analisadas alternativas para flexibilização.

Considerando o exposto no item 2.2. desta Dissertação, sobre o espaço da autonomia privada no sistema jurídico das companhias tal como atualmente posto, entende-se que a retirada das restrições do voto plural descritas acima – ou outras – não afetaria o núcleo do tipo das sociedades anônimas, tampouco afetaria de maneira radical o equilíbrio entre maioria e minoria atualmente estabelecido na Lei das S.A.

Ainda assim, entende-se que a preocupação com o aumento dos conflitos de interesse e ampliação de práticas abusivas dos controladores e administradores é legítima. Contudo, há alternativas melhores para endereçá-las.

Ao invés de limitar os poderes e prerrogativas do controlador como forma de evitar *a priori* práticas abusivas, seria melhor aprimorar os mecanismos de *enforcement* para endereçar de forma adequada comportamentos abusivos.

Ou seja, ao invés de repressão *a posteriori*, haveria um deslocamento para o controle *a posteriori*.

Nesse sentido, conforme destacado no item 2.3 desta Dissertação, há diversas medidas já mapeadas que poderiam ser adotadas para aprimorar o sistema de efetivação dos deveres dos controladores e administradores, bem como garantir que os acionistas sejam adequadamente indenizados em casos de abuso.

Acredita-se que a melhor forma evitar que abusos sejam cometidos é criar um sistema que assegure que os responsáveis serão punidos com rigor necessário, de forma célere.

Portanto, é possível afirmar que a regulação do voto plural tem espaço para ser flexibilizada, contudo, tal flexibilização deve vir acompanhada de medidas que tornem os mecanismos de fiscalização e *enforcement* mais robustos.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ACE GOVERNANCE. 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**, São Paulo, 4 dez. 2019. Disponível em: <http://www.bmf.com.br/portal/images/newsletter/bmfbovespa/Voto-Plural.pdf>. Acesso em: 10 mar. 2023.

ADAMEK, Marcelo Vieira Von (Org.). **Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos** – Liber Amicorum Prof. Dr. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França. São Paulo: Malheiros, 2011.

ADAMS, Renée; FERREIRA, Daniel. One Share-One Vote: The Empirical Evidence. **Review of Finance**, Oxford, v. 12, p. 51-91, 2008.

AFONSO, Daniela Gomes. Parecer CVM de 16.4.2002: critérios para a eleição de membros do conselho de administração de S/A aberta, após a Lei 10.303/2001. **RDM**, São Paulo, v. 126, p. 193-216, abr. 2002.

AGGARWAL, Dhruv; ELGAR, Ofer; HOCHBERG, Yael V.; LITOV, Lubomir P. The Rise of Dual-Class Stock IPOs (November 23, 2021). **Journal of Financial Economics (JFE)**, Vol. 144, No. 1, 2022, **European Corporate Governance Institute – Finance Working Paper No. 806/2021**, Disponível em: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3690670>. Acesso em: 10 mar. 2023.

ALBORCH BATALLER, Carmen. **El derecho de voto del accionista: supuestos especiales**. Madrid: Tecnos, 1977.

ALDRIGHI, Dante Mendes; MAZZER NETO, Roberto. Evidências sobre as estruturas de propriedade de capital e de voto das empresas de capital aberto no Brasil. **RBE**, Rio de Janeiro, v. 61, n. 2, p. 129-152, abr./jun. 2007.

ALLAIRE, Yvan. Dual-class share structures in Canada: **Review and recommendations Policy Paper #1**. Montréal: IGOPP, 2006. Disponível em: [https://igopp.org/wp-content/uploads/2014/04/2006-11-16 Allaire-Policy Paper 1.pdf](https://igopp.org/wp-content/uploads/2014/04/2006-11-16>Allaire-Policy_Paper_1.pdf). Acesso em: 10 mar. 2023.

ALLAIRE, Yvan. The Case for Dual-Class of Shares. **Institute for Governance of Private and Public Organizations (IGOPP)**. 20 dez. 2018. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3318447>. Acesso em: 10 mar. 2023.

AMOAKO-ADU, Ben; SMITH, Brian F. Dual class firms: Capitalization, ownership structure and recapitalization back into single class. **JBF**, Amsterdam, v. 25, n. 6, p. 1083–1111, 2001.

ANABTAWI, Iman. Some skepticism about increasing shareholder power. **UCLA Law Review**, Los Angeles, v. 53, p. 561-599, 2006.

ANDREI, Daniela Mussolini Llorca Sanchez. A vedação ao voto plural no Brasil. **Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários**, São Paulo, n. 9, p. 61-74, ago. 2019.

ANDREI, Daniela Mussolini Llorca Sanchez. **One share one vote**: acionistas minoritários e ações preferenciais. Tese (Doutorado) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2018.

ANG, James S.; MEGGINSON, William L. Restricted Voting Shares, Ownership Structure, And The Market Value Of Dual-Class Firms. **The Journal of Financial Research**, Jacksonville, v. 12, n. 4, p. 301-318, 1989.

ARRUÑADA, Benito; PAZ-ARES, Candido. The conversion of ordinary shares into nonvoting shares. **IRLE**, Amsterdam, v. 15, p. 352–372, 1995.

ASCARELLI, Tullio. **Problemas das sociedades anônimas e direito comparado**. São Paulo: Saraiva, 1945.

ASHTON, Douglas C. Revisiting Dual-class Stock. **St. John's Law Review**, New York, v. 68, n. 4, p. 863-960, 1994.

AZEVEDO, Álvaro Villaça. **Curso de Direito Civil**: Teoria Geral das Obrigações e Responsabilidade Civil. 13. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2019. v. 2. Capítulo 12.

AZEVEDO, Rita. Voto plural não deve enfraquecer Novo Mercado, diz ex-CVM. **Valor Investe**, São Paulo, 28 jan. 2020. Disponível em: <https://valor.globo.com/financas/noticia/2020/01/28/voto-plural-nao-deve-enfraquecer-novo-mercado-diz-ex-cvm.ghtml>. Acesso em: 10 mar. 2023.

B3 se prepara para receber novas ofertas com a criação do voto plural. **B3**, São Paulo, 31 ago. 2021. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/noticias/novas-ofertas-com-a-criacao-do-voto-plural.htm. Acesso em: 10 mar. 2023.

BAINBRIDGE, Stephen M. **Corporation Law and Economics**. New York: Foundation, 2002.

BAINBRIDGE, Stephen M. The Short Life and Resurrection of SEC Rule 19c-4. **Washington University Law Review**, St. Louis, v. 69, n. 2, p. 565-634, 1991.

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

BAUGUESS, Scott W.; SLOVIN, Myron B.; SUSHKA, Marie E. Large shareholder diversification, corporate risk taking, and the benefits of changing to differential voting rights. **JBF**, Amsterdam, v. 36, n. 4, p. 1244-1253, 2012.

BAYLEY, Karen D. Rule 19c-4: The Death Knell for Dual-Class Capitalizations. **JCL**, Iowa City, v. 15, n. 1, p. 1-26, 1989.

BEBCHUK, Lucian A.; KASTIEL, Kobi. The Perils of Small-Minority Controllers. **The Georgetown Law Journal**, Washington, v. 107, p. 1453-1514, 2019.

BEBCHUK, Lucian A.; KASTIEL, Kobi. The Untenable Case for Perpetual Dual-Class Stock (April 18, 2017). **Virginia Law Review**, v. 103, p. 585-631, June 2017, Harvard Law School John M. Olin Center Discussion Paper No. 905, Harvard Law School Program on Corporate Governance Discussion Paper, 2017-6. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2954630>. Acesso em: 10 mar. 2023.

BEBCHUK, Lucian Arye. The Case for Increasing Shareholder Power. **HLR**, Cambridge, v. 118, n. 3, p. 833-914, jan. 2005.

BEBCHUK, Lucian Arye; KRAAKMAN, Reinier; TRIANTIS, George. Stock pyramids, cross-ownership, and the dual class equity: the creation and agency costs of separating control from cash flow rights. In: MORCK, Randall K (Ed.). **Concentrated Corporate Ownership**. Chicago. London: University of Chicago, 2000. p. 295-318.

BERGER, David J.; SOLOMON, Steven Davidoff; BENJAMIN, Aaron J. Tenure voting and the U.S. public company. **Business Lawyer**, Chicago, v. 72, n. 2, p. 295-323, 2017.

BERGSTRÖM, Clas; RYDQVIST, Kristian. Differentiated bids for voting and restricted voting shares in public tender offers. **JBF**, Amsterdam, v. 16, n. 1, p. 97-114, 1992.

BERGSTRÖM, Clas; RYDQVIST, Kristian. Ownership of equity in dual-class firms. **JBF**, Amsterdam, v. 14, p. 255-269, 1990.

BERLE, Adolf A.; MEANS, Gardiner C. **The Modern Corporation & Private Property**. New Brunswick: Transaction, 1968.

BERTOLDI, Marcelo M. (Org.). **Reforma da Lei das Sociedades Anônimas – Comentários à Lei 10.303, de 31.10.2001**. 2. ed. São Paulo, Editora dos Tribunais, 2002.

BHAGAT, Sanjai; BOLTON, Brian. Corporate governance and firm performance. **Journal of Corporate Finance**, Amsterdam, v. 14, n. 3, p. 257-273, 2008.

BORBA, José Edwaldo Tavares. **Direito societário**. 14. ed. São Paulo: Atlas, 2015.

BRASIL. A Lei de Liberdade Econômica e os desafios para o Inmetro do amanhã. Disponível em: <https://www.gov.br/inmetro/pt-br/centrais-de-conteudo/campanhas/lei-de-liberdade-economica>. Acesso em: 10 mar. 2023.

BRASIL. Iniciativa de Mercado de Capitais. Disponível em: <https://www.gov.br/fazenda/pt-br/orgaos/spe/imk/macrotemas-1/mercado-de-capitais>. Acesso em: 10 mar. 2023.

BRASIL. Iniciativas de Mercado de Capitais se reúne e faz balanço das discussões ocorridas em 2019. Disponível em: <https://www.gov.br/economia/pt-br/assuntos/noticias/2019/12/iniciativas->

de-mercado-de-capitais-se-reune-e-faz-balanco-das-discussoes-ocorridas-em-2019. Acesso em: 10 mar. 2023.

BRASIL. Ministério da Fazenda. Exposição de Motivos, n. 196, 24 de junho de 1976. Brasília, DF: Ministério da Fazenda, 1976. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/aceso-a-informacao-cvm/institucional/sobre-a-cvm/EM196Lei6404.pdf>. Acesso em: 10 mar. 2023.

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

BULGARELLI, Waldírio. **Estudos e Pareceres de Direito Empresarial**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1980.

BULGARELLI, Waldírio. **Regime Jurídico da Proteção às minorias nas S. A.** Rio de Janeiro: Renovar, 1998.

BURKART, Mike; LEE, Samuel. One Share-One Vote: The Theory. **Review of Finance**, Oxford, v. 12, p. 1-49, 2008.

CALÇAS, Manoel de Queiroz Pereira; JUNQUEIRA, Ruth; CLEMESHA, Pedro Eduardo. Reflexões sobre o voto plural: perspectivas para a admissão de estruturas societárias com duas ou mais classes de ações com direito de voto diferenciado no direito brasileiro. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, São Paulo, v. 92, p. 159-185, abr. 2021.

CAMPINHO, Sérgio. **Curso de Direito Comercial – Sociedade Anônima**. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2017.

CAMPOS BATALHA, Wilson de Souza. **Comentários à Lei das Sociedades Anônimas**. Rio de Janeiro: Forense, 1977.

CAMPOS BATALHA, Wilson de Souza. **Sociedades Anônimas e Mercado de Capitais**. Rio de Janeiro: Forense, 1977. v. 2.

CANTIDIANO, Luiz Leonardo. **Direito Societário e Mercado de Capitais**. Rio de Janeiro: Renovar, 1996.

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

CARVALHAL DA SILVA, Andre; SUBRAHMANYAM, Avanidhar. Dual-Class Premium, Corporate Governance and the Mandatory Bid Rule: Evidence from the Brazilian Stock Market. **Journal of Corporate Finance**, Amsterdam, v. 13, p. 1-24, 2007.

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

CARVALHOSA, Modesto. Ações preferenciais desprovidas de preferências. **RT**, São Paulo, v. 707, p. 41-44, set. 1994.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**: arts. 1 a 74. 5. ed. rev. atual. São Paulo: Saraiva, 2007. v. 1.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**: artigos 75 a 137. 6. ed. São Paulo: Saraiva, 2014. v. 2.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**: arts. 138 a 205. 6. ed. rev. atual. São Paulo: Saraiva, 2014. v. 3.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**: arts. 206 a 242. 6. ed. rev. atual. São Paulo: Saraiva, 2014. v. 4. Tomo 1.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**: arts. 243 a 300. 5. ed. rev. atual. São Paulo: Saraiva, 2014. v. 4. Tomo 2.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**: arts. 75 a 137. 4. ed. rev. atual. São Paulo: Saraiva, 2008. v. 2.

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

CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. **Estudos de Direito Empresarial**. São Paulo: Saraiva, 2010.

CASINO: Jean-Charles Naouri's last throw of the dice? **Financial Times**. Disponível em: <https://www.ft.com/content/16185e96-afce-11e9-8030-530adfa879c2>. Acesso em: 10 mar. 2023.

CASPAR, Rose. A Critical Analysis of the “One Share - One Vote” Controversy. **International Journal of Disclosure and Governance**, Berlin, v. 5, n. 2, p. 126-139, 2008.

CASQUET, Andréia Cristina Bezerra. **Ações Superpreferenciais**: relação entre poder político e aporte econômico. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

CASQUET, Andréia Cristina Bezerra. O dilema de permitir ou proibir ações com voto plural: tramitação do PL. 10.736/18 no Congresso reacende debate a respeito de propriedade e controle nas companhias abertas. **Capital Aberto**, São Paulo, 7 fev. 2020. Disponível em: <https://capitalaberto.com.br/secoes/artigos/o-dilema-de-permitir-ou-proibir-acoes-com-voto-plural/>. Acesso em: 10 mar. 2023.

CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de (Coords.). **Direito Societário, Desafios Atuais**. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

CESARINO JUNIOR, Antonio Ferreira. Andou bem o legislador proibindo o voto plural nas sociedades anônimas? **RT**, São Paulo, v. 23, n. 90, p. 217–230, jun. 1934.

CHEMMANUR, Thomas J.; JIAO, Yawen. Dual class IPOs: A theoretical analysis. **JBF**, Amsterdam, v. 36, p. 305–319, 2012.

CHHAOCHHARIA, Vidhi; GRINSTEIN, Yaniv. Corporate governance and firm value: the impact of the 2002 governance rules. **The Journal of Finance**, Hoboken, v. 62, n. 4, p. 1789– 1825, 2007.

CHOI, Albert H. Concentrated Ownership and Long-Term Shareholder Value. **HBLR**, Cambridge, v. 8, p. 53-99, 2018.

CINTRA PAASHAUS, Gustavo. **Das sociedades anônimas**: aspectos de sua constituição. Faculdade de Direito – Universidade de Recife, Recife, 1946.

CIPOLLONE, Daniel P. Risky Business: A Review of Dual Class Share Structures in Canada and a Proposal for Reform. **Dalhousie Journal of Legal Studies**, Halifax, v. 21, p. 62-92, 2014.

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

COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de Direito Civil**: obrigações – responsabilidade civil. 2. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2020. v. 2.

COELHO, Fábio Ulhoa. Notas sobre a proibição do voto plural. **Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários**, São Paulo, n. 12, p. 81-95, nov. 2020

COMPARATO, Fábio Konder. **Aspectos Jurídicos da Macro Empresa**. São Paulo: RT, 1970.

COMPARATO, Fábio Konder. **Direito Empresarial**: Estudos e Pareceres. São Paulo: Saraiva, 1995.

COMPARATO, Fábio Konder. **Ensaio e Pareceres de Direito Empresarial**. Rio de Janeiro: Forense, 1978.

COMPARATO, Fábio Konder. **Novos Ensaio e Pareceres de Direito Empresarial**. Rio de Janeiro: Forense, 1981.

COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O poder de controle na sociedade anônima**. 6. ed. rev. atual. Rio de Janeiro: Forense, 2014.

CONDON, Zoe. A Snapshot of Dual-class Share Structures in the Twenty-first Century: A Solution to Reconcile Shareholder Protections with Founder Autonomy. **Emory Law Journal**, Atlanta, v. 68, n. 2, p. 335-367, 2018

CORRÊA-LIMA, Osmar Brina. Direito de Voto na Sociedade Anônima. **Revista da Faculdade de Direito da Universidade Federal de Minas Gerais**, Belo Horizonte, v. 21, p. 134-156, 1979.

CORRÊA-LIMA, Osmar Brina. Voto Múltiplo na Sociedade Anônima: Acertos e Desacertos. **Revista da Faculdade de Direito da Universidade Federal de Minas Gerais**, Belo Horizonte, v. 31, n. 30-31, p. 137-143, 1987-1988.

COUNCIL OF INSTITUTIONAL INVESTORS. CII Summaries of Key Academic Literature on Multi-Class Structures and Firm Value. 18 jul. 2018. Disponível em: <https://www.cii.org/files/CII%20Summary%20of%20DC%20Studies.pdf>. Acesso em: 10 mar. 2023.

CREMERS, Martijn; LAUTERBACH, Beni; and PAJUSTE, Anete. The Life Cycle of Dual-Class Firms. **European Corporate Governance Institute (ECGI) – Finance Working Paper**, n. 550/2018, nov. 2017. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3062895. Acesso em: 10 mar. 2023.

CUCOLO, Eduardo. Economia brasileira só retoma tendência pré-pandemia a partir de 2025, calcula FGV. **Folha de S.Paulo**, São Paulo, 9 out. 2021. Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2021/10/economia-brasileira-so-retoma-tendencia-pre-pandemia-a-partir-de-2025-calcula-fgv.shtml>. Acesso em: 10 mar. 2023.

CUNHA PEIXOTO, Carlos Fulgêncio da. **Sociedades por ações**; Comentários ao Decreto Lei nº 2.627 de 26/10/1940, com alterações da Lei nº 4.728 de 14/07/1965 – Lei do Mercado de Capitais. 2 volumes. São Paulo: Saraiva, 1973.

DALLARI, Dalmo de Abreu. **Elementos de Teoria Geral do Estado**. 30. ed. São Paulo: Saraiva, 2011.

DALLEY, Paula J. The Use and Misuse of Disclosure as a Regulatory System. *Florida State University Law Review*, Tallahassee, v. 34, n. 4, p. 1089-1131, 2007.

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

DeANGELO, Harry; DeANGELO, Linda. Managerial ownership of voting rights: a study of public corporations with dual classes of common stock. **JFE**, Amsterdam, v. 14, p. 33-69, 1985.

DENT JR., George W. Dual Class Capitalization: A Reply to Professor Seligman. **The George Washington Law Review**, Washington, v. 54, n. 5, p. 725-756, 1985.

DI BIASE, Nicholas Furlan; JANSEN, Ana Clara. O Voto Plural Brasileiro na Lei nº 6.404/76. **Revista Brasileira de Direito Comercial Empresarial, Concorrencial e do Consumidor**. Ano VIII, n. 48, Ago.-Set. 2022.

DIAS, Luciana Pires. **Transparência como estratégia regulatória no mercado de valores mobiliários**: um estudo empírico das transações com partes relacionadas. 2014. Tese (Doutorado em Direito Comercial) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014. DOI 10.11606/T.2.2017.tde-22082017-142602.

DIMITROV, Valentin; JAIN, Prem C. Recapitalization of one class of common stock into dual-class: growth and long-run stock returns. **Journal of Corporate Finance**, Amsterdam, v. 12, n. 2, p. 342–366, 2006.

DINIZ, Maria Helena. **Curso de Direito Civil Brasileiro**. Volume 1: Teoria Geral do Direito Civil. 29. ed. São Paulo: Saraiva, 2012.

DUNLAVY, Colleen A. Social Conceptions of the Corporation: Insights from the History of Shareholder Voting Rights. **Washington and Lee Law Review**, Lexington, v. 63, n. 4, p. 1347-1388, 2006.

EASTERBROOK, Frank H; FISCHER, Daniel R. **The Economic Structure of Corporate Law**. Cambridge: Harvard University, 1996.

EASTERBROOK, Frank H; FISCHER, Daniel R. Voting in corporate law. **The Journal of Law & Economics**, Chicago, v. 26, n. 2, p. 395–427, 1983. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/725110>. Acesso em: 10 mar. 2023.

EECHAMBADI, Kishore. The Dual Class Voting Structure, Associated Agency Issues, and a Path Forward. **NYU JLB**, New York, v. 13, n. 2, p. 503-534, 510, 2017.

EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A comentada**: artigos 1 a 120. São Paulo: Quartier Latin, 2011. v. 1.

EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A comentada**: artigos 1 ao 79. 2. ed. rev., atual. ampl. São Paulo: Quartier Latin, 2015. v. 1.

EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A comentada**: artigos 138 ao 205. 2. ed. rev., atual. ampl. São Paulo: Quartier Latin, 2015. v. 3.

EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A comentada**: artigos 206 ao 300. 2. ed. rev., atual. ampl. São Paulo: Quartier Latin, 2015. v. 4.

EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A comentada**: artigos 80 ao 137. 2. ed. rev., atual. ampl. São Paulo: Quartier Latin, 2015. v. 2.

EIZIRIK, Nelson. **A Nova Lei das S.A.** São Paulo: Saraiva, 2002.

EIZIRIK, Nelson. **Aspectos Modernos do Direito Societário**. Rio de Janeiro: Renovar, 1992.

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

EIZIRIK, Nelson. **Estudos de Direito Empresarial**. São Paulo: Saraiva, 2010.

EIZIRIK, Nelson. et al. **Mercado de capitais**: regime jurídico. 4. ed. rev. ampl. São Paulo: Quartier Latin, 2020.

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

EIZIRIK, Nelson. **Sociedades Anônimas**; Jurisprudência. Rio de Janeiro: Renovar, 1996-98.

EIZIRIK, Nelson. **Temas de Direito Societário**. Rio de Janeiro: Renovar, 2005.

ELIAS, Juliana. Aumento da taxa de juros em 2021 é o maior do país em duas décadas. **CNN Brasil**, 22 set. 2021. Disponível em: <https://www.cnnbrasil.com.br/business/aumento-da-taxa-de-juros-em-2021-e-o-maior-do-pais-em-duas-decadas/>. Acesso em: 10 mar. 2023.

ENGLER PINTO, Gabriela M. Why they persist? An analysis of dual class structures and the unification process in the U.S and Brazil. **Revista Direito GV – São Paulo**, São Paulo, v. 10, n. 1, p. 23-52, jan./jun. 2014.

FABIÃO, Paulo Sérgio de Araújo e Silva. O direito de voto nas sociedades por ações. **Revista de Direito da Procuradoria Geral do Rio de Janeiro**, Rio de Janeiro, v. 20, p. 60-82, 1969.

FALCÃO, Júlia Beatriz Sousa. **O voto plural como fator de incentivo à emissão pública de ações por companhias brasileiras**. Monografia (Graduação em Direito) – Faculdade de Direito da Universidade Federal do Ceará, Fortaleza, 2021.

FAMA, Eugene F; JENSEN, Michael C. Separation of Ownership and Control. **The Journal of Law & Economics**, Chicago, v. 26, n. 2, p. 301-325, 1983.

FERNANDES, Flavia Mouta; MOTA, Fernando de Andrade; GIOVANINI, Raphael; ARNHOLD, Felipe Singal. **A criação do voto plural no Brasil**: do anteprojeto aos desafios para o futuro. São Paulo: Almedina, 2022. v. 15.

FERNANDES, Flavia Mouta; PELLINI, Patrícia Bolina; PEREIRA, Anderson Felipe Aedo. Passado, Presente e Futuro das Listagens e Ofertas da B3. **Revista de Arbitragem e Mediação**, São Paulo, v. 65, p. 59-79, abr./jun. 2020. Acesso pela RTOline.

FERREIRA FILHO, Manoel Gonçalves. **Curso de Direito Constitucional**. 38. ed. São Paulo: Saraiva, 2012. Capítulo 9º: Formas, sistemas e regimes políticos.

FERREIRA, Waldemar Martins. **Tratado de Direito Comercial**. São Paulo: Saraiva, 1960-66.

FERREIRA, Waldemar Martins. **Tratado de Sociedades Mercantis**. 5. ed. Rio de Janeiro: Editora Nacional de Direito, 1958.

FILHO, Alfredo Lamy. **Temas de S.A.** Rio de Janeiro: Renovar, 2007.

FISCHEL, Daniel R. Organized Exchanges and the Regulation of Dual Class Common Stock. **The University of Chicago Law Review**, Chicago, v. 54, p. 119-152, 1987.

FRACAROLLI, Luiz Machado. O sistema normativo da companhia. **RDM**, São Paulo, v. 142, p. 25-55, abr. 2006.

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. **A sociedade em comum**. São Paulo: Malheiros, 2013.

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. **Conflito de Interesse nas Assembléias de S.A.** São Paulo: Malheiros, 1993. (2. ed. de 2014).

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. **Invalidade das Deliberações de Assembléia das S.A.** São Paulo: Malheiros, 1999.

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. **Temas de Direito Societário, Falimentar e Teoria da Empresa**. São Paulo: Malheiros, 2009.

GILSON, Ronald J. Evaluating Dual Class Common Stock: The Relevance of Substitutes. *Virginia Law Review*, Charlottesville, v. 73, n. 5, p. 807-844, 1987.

GILSON, Ronald J., HANSMANN, Henry, PARGENDLER, Mariana. Regulatory Dualism as a Development Strategy: Corporate Reform in Brazil, the U.S., and the EU. **Stanford Law Review**, Stanford, v. 63, p. 475-538, 2010.

GLOVER, Stephen I.; THAMODARAN, Aarthi S. Debating the Pros and Cons of Dual Class Capital Structures. **Insights – The Corporate & Securities Law Advisor**, Alphen aan den Rijn, v. 27, n. 3, p. 1-9, mar. 2013.

GOMES, Orlando. **Obrigações**. 17. ed. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2008.

GOMPERS, Paul; ISHII Joy; e METRICK, Andrew. Extreme Governance: an analysis of dual-class firms in the United States. **Rock Center for Corporate Governance Working Paper**, n. 39. Setembro de 2009. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=562511;

GOMPERS, Paul; ISHII, Joy; METRICK, Andrew. Corporate Governance and Equity Prices. **QJE**, Oxford, v. 118, n. 1, p. 107–156, 2003.

GOMPERS, Paul; ISHII, Joy; METRICK, Andrew. Extreme Governance: An Analysis of Dual-Class Firms in the United States. **The Review of Financial Studies**, Oxford, v. 23, n. 3, p. 1051–1088, 2009.

GONZALEZ, Gustavo Machado. As novas competências da assembleia geral (1): transações com partes relacionadas (comentários ao inciso x do artigo 122 da lei das sociedades por ações). *In*: MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel; MOSQUERA, Roberto Quiroga; MARTINS, Italo Godinho da Mota (coord.). **Revista de Direito Societário e M&A**.

- GORDON, Jeffrey N. Ties that bond: Dual class common stock and the problem of shareholder choice. **California Law Review**, Berkeley, v. 76, n. 1, p. 1-85, 1988.
- GOSHEN, Zohar; HAMDANI, Assaf. Corporate Control and Idiosyncratic Vision. **The Yale Law Journal**, New Haven, v. 125, p. 560-617, 2016.
- GOSHEN, Zohar; SQUIRE, Richard C. Principal costs: a new theory for corporate law and governance. **Columbia Law Review**, New York, v. 117, n. 767, p. 767-830, 2017.
- GROMB, Denis. **Is one share/one vote optimal?** Paris: Ecole Polytechnique, 1993. Disponível em: <http://denis.gromb.pagesperso-orange.fr/files/1s1v.pdf>. Acesso em: 10 mar. 2023.
- GROSSMAN, Sanford J.; HART, Oliver D. One share-one vote and the market for corporate control. **JFE**, Amsterdam, v. 20, p. 175-202, jan-mar. 1988.
- GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Sociedade anônima: poder e dominação. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico, Financeiro**, ano XXIII (nova série), n. 53 – janeiro/março de 1984. p. 75-76.
- GUIMARÃES, Ruy Carneiro. **Sociedades por ações**: notas de doutrina e jurisprudência. 3 vols. Rio de Janeiro: Forense, 1960.
- GURREA-MARTÍNEZ, Aurelio. Theory, Evidence, and Policy on Dual-Class Shares: A Country-Specific Response to a Global Debate. **European Business Organization Law Review**. 13 abr. 2021. Disponível em: <https://doi.org/10.1007/s40804-021-00212-4>. Acesso em: 10 mar. 2023.
- HARRIS, Milton; RAVIV, Artur. Corporate governance: Voting rights and majority rules. **JFE**, Amsterdam, v. 20, p. 203-235, jan-mar. 1988.
- HAYDEN, Grant M; BODIE, Matthew T. One Share, One Vote and the False Promise of Shareholder Homogeneity. **Cardozo Law Review**, New York, v. 30, p. 445-505, 2008.
- HOWELL, Jason W. **Essays on the U.S. Dual-Class Share Structure**. Dissertation (Doctor of Philosophy) – University of Georgia. Athens: Georgia, 2009.
- HOWELL, Jason W. The survival of the U.S. dual class share structure. **Journal of Corporate Finance**, Amsterdam, v. 44, p. 440-450, 2017.
- HYUNSEOB, Kim and MICHAELY, Roni. Sticking Around Too Long? Dynamics of the Benefits of Dual-Class Structures. **European Corporate Governance Institute (ECGI) – Finance Working Paper**, n. 59-/2019. Swiss Finance Institute Research Paper, n. 19-09, Jan. 2019. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3145209. Acesso em: 10 mar. 2023.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. **JFE**, Amsterdam, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

KARMEL, Roberta S. Qualitative standards for qualified securities: SEC regulation of voting rights. **Catholic University Law Review**, Washington, v. 36, n. 4, p. 809-832, 1987.

KRAAKMAN, Reinier et al. **The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach**. 3. ed. Oxford: Oxford, 2017.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei. Corporate ownership around the world. **The Journal of Finance**, Hoboken, v. 54, n. 2, p. 471-517, 1999.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. Legal Determinants of External Finance. **The Journal of Finance**, Hoboken, v. 52, n. 3, p. 1131-1150, 1997.

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

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. Investor Protection and Corporate Governance. **JFE**, Amsterdam, v. 58, p. 3-27, 2000.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. Investor protection and corporate valuation. **The Journal of Finance**, Hoboken, v. 57, p. 1147-1170, 2002.

LAMY FILHO, Alfredo. **Temas de S.A.** Rio de Janeiro: Renovar, 2007. p. 195.

LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (Coord.). **Direito das companhias**. 2. ed. rev. atual. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. **A Lei das S.A.:** Pressupostos, Elaboração, Modificações. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1997.

LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. **A lei das S.A.:** Pressupostos, Elaboração, Aplicação. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1997.

LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. **A Lei das S.A.:** pareceres. 2. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1997. v. 2.

LARCKER, David F.; ORMAZABAL, Gaizka; TAYLOR, Daniel J. The market reaction to corporate governance regulation. **JFE**, Amsterdam, v. 101, n. 2, p. 431-448, 2011.

LAUTENSCHLAGER JR., Nilson. Notas sobre 'A História do Princípio da Maioria', de Otto Friedrich Von Gierke (1841/1921). **RDM**, São Paulo, v. 166/167, p. 7-22, ago. 2013.

LAZZARESCHI NETO, Alfredo Sérgio. **Lei das Sociedades por Ações Anotada**. São Paulo: Saraiva, 2006.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Ações preferenciais exclusivamente com vantagens políticas. *In: Pareceres*. v. 2. São Paulo: Singular, 2004. p. 837-854.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. **Comentários à Lei das Sociedades Anônimas**. São Paulo: Saraiva, 1980.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. **Estudos e Pareceres sobre Sociedades Anônimas**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1989.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. **Pareceres**, v. 1. São Paulo: Singular, 2004.

LEE, Pey-Woan. Dual-Class Shares in Singapore – Where Ideology Meets Pragmatism. **Berkeley Business Law Journal**, Berkeley, v. 15, n. 2, p. 440-467, 2018.

LEMOS JR., Eloy P. O Problema da Personalidade Jurídica das Sociedades Comerciais. **Revista da Faculdade de Direito da Universidade Federal de Minas Gerais**, Belo Horizonte, v. 49, p. 41-62, 2006.

LIN, Yu-Hsin; MEHAFFY, Thomas. Open Sesame: The Myth of Alibaba's Extreme Corporate Governance and Control. **Brooklyn Journal of Corporate, Financial and Commercial Law**, New York, v. 10, n. 2, p. 437-471, 2016.

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.

LOWENSTEIN, Louis. Shareholder voting rights: A response to SEC rule 19c-4 and to professor Gilson. **Columbia Law Review**, New York, v. 89, n. 5, p. 979-1014, 1989.

LUCENA, José Waldecy. **Das sociedades anônimas: comentários à Lei (arts. 1 a 120)**. Rio de Janeiro: Renovar, 2009. v. 1.

LUCENA, José Waldecy. **Das sociedades anônimas: comentários à Lei (arts. 121 a 188)**. Rio de Janeiro: Renovar, 2009. v. 2.

LUCENA, José Waldecy. **Das sociedades anônimas: comentários à Lei (arts. 189 a 300)**. Rio de Janeiro: Renovar, 2012. v. 3. 1272 p.

LUNARDI FILHO, Ferdinando Cesar. **A Remuneração dos Administradores da Sociedades Anônimas**. 2013. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013. DOI 10.11606/D.2.2016.tde-14102016-133704.

MACIEL, Karina Teresa da Silva; MARTIN, Antônio. Assembleia eletrônica: novo paradigma para o ativismo dos acionistas nas Companhias de Capital Aberto. **Revista de Direito Empresarial**, São Paulo, v. 6, p. 73-90, nov./dez. 2014.

MALLIN, Chris A. The Voting Framework: A Comparative Study of Voting Behaviour of Institutional Investors in the US and the UK. **CGIR**, Hoboken, v. 4, n. 2, p. 107-122, 1996.

MARCONDES, Sylvio. **Problemas de Direito Mercantil**. São Paulo: Max Limonad, 1970.

MARCONDES, Sylvio. **Questões de Direito Mercantil**. São Paulo: Saraiva, 1977.

MARTIN, Shaun; PARTNOY, Frank. Encumbered Shares. *University of Illinois Law Review*, Champaign, v. 3, p. 775-814, 2005.

MARTINS, Fran. **Comentários à Lei das Sociedades Anônimas**. 4. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2010.

MASULIS, Ronald W.; WANG, Cong; XIE, Fei. Agency Problems at Dual-Class Companies. **The Journal of Finance**, Hoboken, v. 64, n. 4, p. 1697-1727, 2009.

MATOS, Pedro. **Uma avaliação de “dual class shares” no Brasil**. CFA Institute, Associação de Investidores no Mercado de Capitais (AMEC) e CFA Society Brazil, p. 1-46, 2017. Disponível em: https://www.amecbrasil.org.br/wp-content/uploads/2017/05/Portuguese_Final_CFA_Amec.pdf. Acesso em: 10 mar. 2023.

MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. Ações ordinárias. *In: Direito dos Valores Mobiliários*. Rio de Janeiro: FGV, 2015. p. 363-522.

MCKINNON, Christopher C. Dual-Class Capital Structures: A Legal, Theoretical and Empirical Buy-side Analysis. **Michigan Business & Entrepreneurial Law Review**, Ann Arbor, v. 5, n. 1, p. 81-97, 2016.

MEDEIROS, Lucas. O caso da Alibabá e o debate sobre os méritos de companhias controladas. **Revista RI**, n. 183, p. 29-32, mai. 2014.

MEGGINSON, William L. Restricted Voting Stock, Acquisition Premiums, and the Market Value of Corporate Control. **The Financial Review**, Raleigh, v. 25, n. 2, p. 175–198, 1990.

MELLO FRANCO, Vera Helena de. Considerações sobre as ofertas públicas para aquisição de ações (OPAs) estado atual da questão. **RDM**, São Paulo, v. 144, p. 16-57, out. 2006.

MENDES, Emerson Soares. Apontamentos sobre as ações preferenciais e o recente julgado da CVM – Caso Azul. **Revista de Direito Empresarial**, São Paulo, v. 9, p. 239-261, mai./jun. 2015. Acesso pela RTOonline.

MIRANDA, Pontes de. **Tratado de direito privado**: parte especial, São Paulo: Revista dos Tribunais, 2012. Tomo 50.

MONDUZZI, Bárbara Menezes. O princípio do one share/one vote e o desprestígio das ações preferenciais: as experiências europeia e brasileira. **Revista de Direito Empresarial**, São Paulo, v. 17, p. 57-77, ago. 2016.

MONTORO, Thereza Maria Sarfert Franco. **Direito de voto nas sociedades limitadas**. Dissertação (Mestrado), São Paulo, 2006.

MORAES, Luiza Rangel de. A pulverização do controle de companhias abertas. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, São Paulo, v. 32, p. 49-84, abr./jun. 2006.

MOREY, Gabriel. Multi-Class Stock and Firm Value: Does Multi-Class Stock Enhance Firm Performance? A Regression Analysis. **Council of Institutional Investors**. Maio 2017. p. 9. Disponível em: https://www.cii.org/files/publications/misc/05_10_17_dual-class_value_study.pdf. Acesso em: 10 mar. 2023.

MOSER, Rudolf. A proteção da minoria acionista nos direitos brasileiro e suíço. **Revista da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo**, São Paulo, v. 68, n. 1, p. 219-229, 1973.

BANCO MUNDIAL. Grupo Banco Mundial deixará de publicar o relatório Doing Business. 16 set. 2021. Disponível em: <https://www.worldbank.org/pt/news/statement/2021/09/16/world-bank-group-to-discontinue-doing-business-report>. Acesso em: 10 mar. 2023.

MUNHOZ, Eduardo Secchi. Influência do patrimonialismo na sociedade anônima - Importância dos mecanismos privados de efetivação dos devedores do acionista controlador e dos administradores. In: Alberto Venâncio Filho, Carlos Augusto da Silveira Lobo, Luiz Alberto Colonna Rosman. (Org.). **Lei das S.A. em seus 40 anos**. 1. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017, v. 1. p. 129-156.

MUÑOZ, María del Pilar Galeote. Aplicación de la metodología de negociación a un acuerdo de sindicación del voto en una sociedad de capital. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, São Paulo, v. 80, p. 193-206, abr./jun. 2018. Acesso pela RTOonline.

MUSACCHIO, Aldo. Laws versus Contracts: Shareholder Protections and Ownership Concentration in Brazil, 1890–1950. **Business History Review**, Cambridge, v. 82, n. 3, p. 445–473, 2008.

MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. **45 Anos Depois**: a Admissão do Voto Plural pela Lei das S.A. *Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários*: Edição Comemorativa dos 45 anos das Leis nº 6.385 e 6.404, São Paulo, v. II, p. 33-54, dez. 2021.

MÜSSNICH, Francisco. Voto plural: quebrando paradigmas. **Valor Econômico**, São Paulo, 15 dez. 2017. Disponível em: <https://valor.globo.com/legislacao/noticia/2017/12/15/voto-plural-quebrando-paradigmas.ghtml>. Acesso em: 10 mar. 2023.

NEDER CERZETTI, Sheila Christina. Regulação do Mercado de Capitais e Desenvolvimento. *In*: SALOMÃO FILHO, Calixto (org.). **Regulação e Desenvolvimento: Novos Temas**. São Paulo: Malheiros, 2012.

NENOVA, Tatiana. The value of corporate voting rights and control: A cross-country analysis. **JFE**, Amsterdam, v. 68, n. 3, p. 325-351, 2003.

OCDE. **Private Enforcement of Shareholder Rights A comparison of selected jurisdictions and policy alternatives for Brazil**. 18 nov. 2020. Disponível em: <https://www.oecd.org/corporate/shareholder-rights-brazil.htm>. Acesso em: 10 mar. 2023.

PADOVANI, Ligia. Uma análise crítica do conceito "uma ação - um voto". **Revista Semestral de Direito Empresarial**, Rio de Janeiro, n. 13, p. 225, jul./dez. 2013.

PARGENDLER, Mariana. Cinco Mitos Sobre a História das Sociedades Anônimas no Brasil. *In*: KUVVEN, Luiz Fernando Martins (Org.). **Temas Essenciais De Direito Empresarial – Estudos Em Homenagem A Modesto Carvalhosa**. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 865-883.

PARGENDLER, Mariana. Controlling Shareholders in the Twenty-First Century: Complicating Corporate Governance Beyond Agency Costs. **JCL**, Iowa City, v. 45, n. 4, p. 953-975, 2020.

PARGENDLER, Mariana. **The global evolution of corporate law: lessons from Brazil**. 2010. Tese (Doutorado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade Federal do Rio Grande do Sul e Yale Law School, Porto Alegre, 2011.

PARGENDLER, Mariana. The Grip of Nationalism on Corporate Law. **Indiana Law Journal**, Bloomington, v. 95, n. 2, p. 533-590, 2020.

PARGENDLER, Mariana; HANSMANN, Henry. A new view of voting restrictions in the nineteenth century: evidence from Brazil, England and France. **Business History**, London, v. 55, n. 4, p. 585-600, 2013.

PARGENDLER, Mariana; HANSMANN, Henry. A View of Shareholders Voting in the Nineteenth Century: Evidence from Brazil, England and France. **Business History**, v. 55, n. 4, p. 582-597, 2013. DOI 10.1080/00076791.2012.741972.

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

PENNA, Paulo Eduardo. **Alienação de Controle de Companhia Aberta**. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

PENTEADO, Mauro Rodrigues. **Aumentos de Capital das Sociedades Anônimas**. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Instituições de Direito Civil**. 30. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017. v. 1.

PICKERING, Murray A. The Problem of the Preference Share. **The Modern Law Review**, Hoboken, v. 26, n. 5, p. 499-519, 1963.

PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. **Tratado de Direito Privado – Parte Especial: Direito das obrigações. Sociedades por ações.** t. 50. São Paulo: RT, 2012.

PRADO, VIVIANE MULLER; NANI, A. P. R. Estamos preparados para o voto plural? **JOTA**, 12 ago. 2021. Disponível em: <https://www.jota.info/opiniao-e-analise/colunas/disclosure/estamos-preparados-para-o-voto-plural-12082021>. Acesso em: 10 mar. 2023.

QUESADA, Beatriz. Por que o voto plural não vai funcionar no Brasil, segundo este advogado. **Exame Invest**, São Paulo, 17 out. 2021. Disponível em: <https://invest.exame.com/me/por-que-o-voto-plural-naovai-funcionar-no-brasil-segundo-este-advogado>. Acesso em: 10 mar. de 2022.

QUESADA, Beatriz. Voto plural aprovado em MP afeta o investidor? Veja o que diz a Amec. **Exame Invest**, 27 jun. 2021. Disponível em: https://amecbrasil.org.br/wp-content/uploads/2022/01/EXAME_Voto-plural-aprovado-em-MP-afeta-o-investidor_-Veja-o-que-diz-a-Amec- JUN2021.pdf. Acesso em: 10 mar. 2023.

QUESADA, Beatriz. Voto plural longe do consenso: polêmico e arriscado, sistema de duas classes de ações tem chances de emplacar no Brasil. **Capital Aberto**, São Paulo, 14 fev. 2020. Disponível em: <https://capitalaberto.com.br/secoes/reportagens/voto-plural-longe-do-consenso/>. Acesso em: 10 mar. 2023.

RATNER, David L. Government of Business Corporations Critical Reflections on the Rule of One Share One Vote. **Cornell Law Review**, Ithaca, v. 56, n. 1, p. 1-56, 1970.

REGO, Marcelo Lamy. *In*: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (Coord.). **Direito das companhias.** 2. ed. rev. atual. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

REQUIÃO, Rubens. **Comentários à Lei das Sociedades Anônimas.** São Paulo: Saraiva, 1980.

REQUIÃO, Rubens. **Curso de Direito Comercial.** 25. ed. São Paulo: Saraiva, 2003.

REQUIÃO, Rubens. O controle e a proteção dos acionistas. **Doutrinas Essenciais de Direito Empresarial**, São Paulo, v. 3, p. 1001-1016, dez. 2010.

RETTO, Marcel Gomes Bragança. Evolução legislativa das ações preferenciais no Brasil e os institutos a elas relacionados. **RDM**, São Paulo, v. 133, a. 42, p. 121-142, jan./mar. 2004.

RIBEIRO, Renato Ventura. **Direito de voto nas sociedades anônimas.** São Paulo: Quartier Latin, 2009.

RIPERT, Georges. **Aspectos jurídicos do capitalismo moderno.** Trad. De Gilda exploração G. de Azevedo. Rio de Janeiro: Livraria Editora Freitas Bastos, 1946.

ROBERT, Bruno. **Exercício de direito de voto nas assembleias das companhias brasileiras, pedidos públicos de procuração, voto e participação à distância**. 2014. Tese (Doutorado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014. DOI 10.11606/T.2.2014.tde-11022015-145315.

RODRIGUES PENTEADO, Mauro. Notas sobre a nomeação dos administradores nas sociedades anônimas. **Doutrinas Essenciais de Direito Empresarial**, São Paulo, v. 3, p. 425-442, dez. 2010.

RYDQVIST, Kristian. Dual-class shares: A Review. **Oxford Review of Economic Policy**, Oxford, v. 8, n. 3, p. 45-57, 1992.

RYDQVIST, Kristian. Takeover bids and the relative prices of shares that differ in their voting rights. **JBF**, Amsterdam, v. 20, n. 8, p. 1407–1425, 1996.

SALDANHA, Nair. Voto plural é tendência internacional. **Abrasca**, 14 dez. 2020. Disponível em: <https://www.abrasca.org.br/noticias/sia-cia-1529-voto-plural-e-tendencia-internacional>. Acesso em: 10 mar. 2023.

SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Novo Direito Societário**. 3. ed. São Paulo: Malheiros, 2006.

SAMPAIO DE LACERDA, José Cândido. **Manual das sociedades por ações**. 2. ed. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1971.

SANTOS, Theóphilo de Azeredo (Coord.). **Novos Estudos de Direito Comercial em Homenagem a Celso Barbi Filho**. Rio de Janeiro: Forense, 2003.

SCHINCARIOL, Juliana. Voto plural tira de cena ação super preferencial. **Valor Investe**, Rio de Janeiro, 31 ago. 2021. Disponível em: <https://valorinveste.globo.com/mercados/renda-variavel/noticia/2021/08/31/voto-plural-tira-de-cena-acao-super-preferencial.ghtml>. Acesso em: 10 mar. 2023.

SELIGMAN, Joel. Equal Protection in Shareholder Voting Rights: The One Common Share, One Vote Controversy. **The George Washington Law Review**, Washington, v. 54, n. 5, p. 687-724, 1985.

SHARFMAN, Bernard S. A Private Ordering Defense of a Company’s Right to Use Dual Class Share Structures in IPOs. **Villanova Law Review**, Villanova, v. 63, n. 1, p. 1-34, 2018.

SHEN, Junzheng. The Anatomy of Dual Class Share Structures: A Comparative Perspective. **University of Hong Kong Faculty of Law Research Paper No. 2016/028**, p. 1-46, 2016.

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

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

SOUSA, Pedro Oliva Marcilio de. Eleição de membros do conselho de administração pelos acionistas minoritários (exegese do inciso I do § 4º do art. 141 da Lei 6.404/1976). **RDM**, São Paulo, v. 126, p. 87-99, abr. 2002.

SZTAJN, Rachel. **Contrato de Sociedade e Formas Societárias**. São Paulo: Saraiva, 1989.

TAVARES BORBA, José Edwaldo. Acciones preferidas con pago de dividendo garantizado, independentemente de los resultados. **RDM**, São Paulo, v. 118, p. 112-117, abr. 2000.

TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. **Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro**. São Paulo: Bushatsky, 1979. v. 1.

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

TONUSSI, Érico Lopes. **A regra de um voto por ação nas sociedades anônimas brasileiras e suas alternativas legais**. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2017.

TOTAL de investidor pessoa física cresce 43% no primeiro semestre, mostra estudo da B3. **B3**, São Paulo, 11 ago. 2021. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/noticias/porcentagem-de-investidores-pessoa-fisica-cresce-na-b3.htm. Acesso em: 10 mar. 2023.

TRINDADE, Marcelo. Em meio ao caos, o voto plural. **Valor Investe**, Rio de Janeiro, 12 abr. 2021. Disponível em: <https://valorinveste.globo.com/blogs/marcelo-trindade/coluna/em-meio-ao-caos-o-voto-plural.ghtml>. Acesso em: 10 mar. 2023.

VALVERDE, Trajano de Miranda. **Sociedades por ações**: comentários ao DL 2627, de 26 de setembro de 1940. 2. ed. rev. atual. Rio de Janeiro: Forense, 1953. v. 1.

VALVERDE, Trajano de Miranda. **Sociedades por ações**: comentários ao DL 2627, de 26 de setembro de 1940. 2. ed. rev. atual. Rio de Janeiro: Forense, 1953. v. 2.

VALVERDE, Trajano de Miranda. **Sociedades por ações**: comentários ao DL 2627, de 26 de setembro de 1940. 2. ed. rev. atual. Rio de Janeiro: Forense, 1953. v. 3.

VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. **Curso de Direito Comercial**. São Paulo: Malheiros, 2006. v. 2.

VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. **Curso de Direito Comercial**. São Paulo: Malheiros, 2008. v. 3.

VICTERR, Renata Maccacchero. Ações preferenciais e problemas de agência – análise do caso das ações superpreferenciais da Azul. **Revista do BNDES**, n. 48, p. 159-178, dez. 2017. Disponível em:

<https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/13855/1/RB%2048%20A%C3%A7%C3%B5es%20preferenciais%20e%20problemas%20de%20ag%C3%Aancia%20%E2%80%93%20an%C3%A1lise%20do%20caso%20das%20a%C3%A7%C3%B5es%20superpreferenciais%20da%20Azul%20P%20BD.pdf>. Acesso em: 10 mar. 2023.

VIDIGAL, Geraldo de Camargo; MARTINS, Ives Gandra da Silva. **Comentários à Lei das Sociedades por Ações**. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 1999.

VINAIMONT, Tom; SERCU, Piet. Deviations from 'One Share, One Vote' Can Be Optimal: An Entrepreneur's Point of View. **AFA 2004 San Diego Meetings; KULeuven DTEW Working Paper**, 2008. Disponível em: SSRN: <https://ssrn.com/abstract=302916>. Acesso em: 10 mar. 2023.

VOTO plural pode ser implementado no Brasil. *Legislação & Mercados*, 23 fev. 2022. Disponível em: <https://legislacaoemercados.capitalaberto.com.br/voto-plural-pode-ser-implementado-no-brasil/>. Acesso em: 10 mar. 2023.

WALD, Arnoldo. Da aquisição do direito de voto pelas ações preferenciais por falta de pagamento dos dividendos interpretação do art. 111, e § 1.º, da Lei 6.404/76. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, São Paulo, v. 12, p. 29-43, abr./jun. 2001.

WARDE JR., Walfrido Jorge. Pérolas aos Porcos – O direito de voto e a tutela das minorias: uma história de disritmia regulatória, de vantagens putativas e de supervantagens. *In*: KUYVEN, Luiz Fernando Martins (Coord.). **Temas Essenciais de Direito Empresarial: Estudos em homenagem a Modesto Carvalhosa**. São Paulo: Saraiva, 2012. p. 1063-1088.

WARREN III, Manning Gilbert. One Share, One Vote: A Perception of Legitimacy. **JCL**, Iowa City, v. 14, no. 1, p. 89-110, 1988.

WEN, Tian. You can't sell your firm and own it too: disallowing dual-class stock companies from listing on the securities exchanges. **University of Pennsylvania Law Review**, Philadelphia, v. 162, n. 6, p. 1495-1516, 2014.

WESSELS, Roberto E.; WANSBEEK, Tom; DAM, Lammertjan. What is the relation (if any) between a firm's corporate governance arrangements and its financial performance? **Multinational Finance Journal**, [s. l.], v. 20, n. 4, p. 323-354, 2016.

WONG, Simon C. Y. Rethinking 'One Share, One Vote'. *Harvard Business Review*, 29 jan. 2013. Disponível em: <https://hbr.org/2013/01/rethinking-one-share-one-vote>. Acesso em: 10 mar. 2023.

YAZBEK, Otávio. As Companhias Abertas – sua caracterização, as vantagens e as desvantagens da abertura de capital. *In*: FINKELSTEIN, Maria Eugênia Reis; PROENÇA, José Marcelo Martins (orgs.). **Direito Societário – Sociedades Anônimas**. São Paulo: Saraiva, 2007.

ZEKA, José Augusto Pereira. Voto Múltiplo. **Revista da Faculdade de Direito da UFG**, Goiânia, v. 3, a. 2, p. 50-75, 1978.

ZINGALES, Luigi. What Determines the Value of Corporate Votes? **QJE**, Oxford, v. 110, n. 4, p. 1047–1073, 1995.

ZYLBERSTAJN, Décio; SZTAJN, Rachel (Orgs.). **Direito & Economia**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

ANEXOS

ANEXO I

Companhia	Alavancagem
Banco Inter (BIDI)	10
PagSeguro (PAGS; PAGS34)	10
XP (XP)	10
Nubank (NU; NUBR33)	20
Arco Plataforma (ARCE)	10
Patria Investments (PAX)	10
Stone (STNE)	10
Vitru (VTRU)	Não há
Vinci Partners (VINP)	10
Afya (AFYA)	10
Zenvia (ZENV)	10
Vtex (VTEX)	10
Vasta Platform (VSTA)	10

ANEXO II

Companhia	Possui Controlador em 2023?	Possui Controlador em 2016?	Possui pelo menos um controlador igual	S/ Dado 2016	Controladores em 2016 e 2023
3R PETROLEUM	Não	S/ dado	0	1	0
ALIANSCA SONAE	Não	Sim	0	0	0
ALPARGATAS	Sim	Não	0	0	0
AMBEV S/A	Sim	Sim	1	0	1
AREZZO CO	Sim	Sim	1	0	1
ASSAI	Sim	S/ dado	0	1	0
AZUL	Sim	S/ dado	0	1	0
B3	Não	Não	0	0	0
BANCO PAN	Sim	Sim	1	0	1
BBSEGURIDADE	Sim	Sim	1	0	1
BRADESCO	Sim	Sim	1	0	1
BRADESPAR	Sim	Sim	1	0	1
BRASIL	Sim	Sim	0	0	0
BRASKEM	Sim	Sim	0	0	0
BRF SA	Não	Não	0	0	0
BTGP BANCO	Sim	Sim	1	0	1
CARREFOUR BR	Sim	S/ dado	0	1	0
CCR AS	Sim	Sim	1	0	1
CEMIG	Sim	Sim	0	0	0
CIELO	Sim	Sim	0	0	0
COGNA ON	Não	Não	0	0	0
COPEL	Sim	Sim	1	0	1
COSAN	Sim	Sim	1	0	1
CPFL ENERGIA	Sim	Sim	0	0	0
CSNMINERACAO	Sim	S/ dado	0	1	0
CVC BRASIL	Não	Sim	0	0	0
CYRELA REALT	Sim	Sim	1	0	1
DEXCO	Sim	Sim	1	0	1
ECORODOVIAS	Sim	Não	0	0	0
ELETROBRAS	Não	Sim	0	0	0
EMBRAER	Não	Não	0	0	0
ENERGIAS BR	Sim	Sim	0	0	0
ENERGISA	Sim	Sim	1	0	1
ENEVA	Não	Não	0	0	0
ENGIE BRASIL	Sim	Sim	0	0	0
EQUATORIAL	Não	Não	0	0	0
EZTEC	Sim	Sim	1	0	1
FLEURY	Sim	Não	0	0	0
GERDAU	Sim	Sim	1	0	1
GERDAU MET	Sim	Sim	1	0	1
GOL	Sim	Sim	1	0	1
GRUPO NATURA	Sim	Sim	0	0	0
GRUPO SOMA	Sim	S/ dado	0	1	0
HAPVIDA	Sim	S/ dado	0	1	0
HYPERA	Sim	Sim	1	0	1
IGUATEMI S.A	Sim	Sim	0	0	0
ITAUSA	Sim	Sim	1	0	1
ITAUUNIBANCO	Sim	Sim	1	0	1
JBS	Sim	Sim	0	0	0
KLABIN S/A	Sim	Sim	1	0	1
LOCALIZA	Não	Sim	0	0	0
LOCAWEB	Sim	S/ dado	0	1	0
LOJAS RENNERT	Não	Não	0	0	0
MAGAZ LUIZA	Sim	Sim	1	0	1
MARFRIG	Sim	Sim	1	0	1
MELIUS	Sim	S/ dado	0	1	0
MINERVA	Sim	Sim	1	0	1
MRV	Sim	Sim	1	0	1
MULTIPLAN	Sim	Sim	1	0	1
P. ACUCAR - CBD	Sim	Sim	1	0	1
PETROBRAS	Sim	Sim	1	0	1
PETROLIO	Não	Não	0	0	0
PETZ	Não	S/ dado	0	1	0
QUALICORP	Não	Sim	0	0	0
RAIADROGASIL	Sim	Sim	1	0	1
RAIZEN	Sim	Sim	0	0	0
REDE D OR	Sim	S/ dado	0	1	0
RUMO S.A.	Sim	Não	0	0	0
SABESP	Sim	Sim	0	0	0
SANTANDER BR	Sim	Sim	1	0	1
SÃO MARTINHO	Sim	Não	0	0	0
SID NACIONAL	Sim	Não	0	0	0
SLC AGRICOLA	Sim	Sim	1	0	1
SUZANO S.A.	Sim	Sim	1	0	1
TAESA	Sim	Sim	1	0	1
TELEF BRASIL	Sim	Sim	1	0	1
TIM	Sim	S/ dado	0	1	0
TOTVS	Não	Não	0	0	0
ULTRAPAR	Não	Não	0	0	0
USIMINAS	Sim	Sim	1	0	1
VALE	Não	Sim	0	0	0
VIA	Não	Sim	0	0	0
VIBRA	Não	S/ dado	0	1	0
WEG	Sim	S/ dado	0	1	0
YDUQS PART	Não	Não	0	0	0

ANEXO III

ART.	VOTO PLURAL	REDAÇÃO
4º-A	Não	Art. 4º-A. Na companhia aberta, os titulares de, no mínimo, 10% (dez por cento) das ações em circulação no mercado poderão requerer aos administradores da companhia que convoquem assembléia especial dos acionistas titulares de ações em circulação no mercado, para deliberar sobre a realização de nova avaliação pelo mesmo ou por outro critério, para efeito de determinação do valor de avaliação da companhia, referido no § 4o do art. 4º.
4º-A § 1º	Não	Art. 4º-A. Na companhia aberta, os titulares de, no mínimo, 10% (dez por cento) das ações em circulação no mercado poderão requerer aos administradores da companhia que convoquem assembléia especial dos acionistas titulares de ações em circulação no mercado, para deliberar sobre a realização de nova avaliação pelo mesmo ou por outro critério, para efeito de determinação do valor de avaliação da companhia, referido no § 4o do art. 4º. § 1º O requerimento deverá ser apresentado no prazo de 15 (quinze) dias da divulgação do valor da oferta pública, devidamente fundamentado e acompanhado de elementos de convicção que demonstrem a falha ou imprecisão no emprego da metodologia de cálculo ou no critério de avaliação adotado, podendo os acionistas referidos no caput convocar a assembléia quando os administradores não atenderem, no prazo de 8 (oito) dias, ao pedido de convocação.
8º <i>caput</i>	Não	Art. 8º A avaliação dos bens será feita por 3 (três) peritos ou por empresa especializada, nomeados em assembléia-geral dos subscritores, convocada pela imprensa e presidida por um dos fundadores, instalando-se em primeira convocação com a presença de subscritores que representem metade, pelo menos, do capital social, e em segunda convocação com qualquer número.
16, § Ún.	Não	Parágrafo único. A alteração do estatuto na parte em que regula a diversidade de classes, se não for expressamente prevista e regulada, requererá a concordância de todos os titulares das ações atingidas.
44 §6º	Não	§ 6º Salvo disposição em contrário do estatuto social, o resgate de ações de uma ou mais classes só será efetuado se, em assembléia especial convocada para deliberar essa matéria específica, for aprovado por acionistas que representem, no mínimo, a metade das ações da(s) classe(s) atingida(s).

45 § 4º	Não	Art. 45. O reembolso é a operação pela qual, nos casos previstos em lei, a companhia paga aos acionistas dissidentes de deliberação da assembléia-geral o valor de suas ações. § 4º Os peritos ou empresa especializada serão indicados em lista sêxtupla ou tríplice, respectivamente, pelo Conselho de Administração ou, se não houver, pela diretoria, e escolhidos pela Assembléia-geral em deliberação tomada por maioria absoluta de votos, não se computando os votos em branco, cabendo a cada ação, independentemente de sua espécie ou classe, o direito a um voto.
87 <i>caput</i>	Não	Art. 87. A assembléia de constituição instalar-se-á, em primeira convocação, com a presença de subscritores que representem, no mínimo, metade do capital social, e, em segunda convocação, com qualquer número
87 §2º	Não	Art. 87. A assembléia de constituição instalar-se-á, em primeira convocação, com a presença de subscritores que representem, no mínimo, metade do capital social, e, em segunda convocação, com qualquer número § 2º Cada ação, independentemente de sua espécie ou classe, dá direito a um voto; a maioria não tem poder para alterar o projeto de estatuto.
87 §3º	Não	Art. 87. A assembléia de constituição instalar-se-á, em primeira convocação, com a presença de subscritores que representem, no mínimo, metade do capital social, e, em segunda convocação, com qualquer número § 3º Verificando-se que foram observadas as formalidades legais e não havendo oposição de subscritores que representem mais da metade do capital social, o presidente declarará constituída a companhia, procedendo-se, a seguir, à eleição dos administradores e fiscais.
97 §1º	Não	Art. 97. Cumpre ao registro do comércio examinar se as prescrições legais foram observadas na constituição da companhia, bem como se no estatuto existem cláusulas contrárias à lei, à ordem pública e aos bons costumes. § 1º Se o arquivamento for negado, por inobservância de prescrição ou exigência legal ou por irregularidade verificada na constituição da companhia, os primeiros administradores deverão convocar imediatamente a assembléia-geral para sanar a falta ou irregularidade, ou autorizar as providências que se fizerem necessárias. A instalação e funcionamento da assembléia obedecerão ao disposto no artigo 87, devendo a deliberação ser tomada por acionistas que representem, no mínimo, metade do capital social. Se a falta for do estatuto, poderá ser sanada na mesma assembléia, a qual deliberará, ainda, sobre se a companhia deve promover a responsabilidade civil dos fundadores (artigo 92).
105 <i>caput</i>	Não	Art. 105. A exibição por inteiro dos livros da companhia pode ser ordenada judicialmente sempre que, a requerimento de acionistas que representem, pelo menos, 5% (cinco por cento) do capital social, sejam apontados atos violadores da lei ou do estatuto, ou haja fundada

		suspeita de graves irregularidades praticadas por qualquer dos órgãos da companhia.
110-A §1º I	Sim	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: § 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
110-A §1º II	Não	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: § 1º A criação de classe de ações ordinárias com atribuição do voto plural depende do voto favorável de acionistas que representem: 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.
110-A § 12	Não	§ 12. Não será adotado o voto plural nas votações pela assembleia de acionistas que deliberarem sobre: I - a remuneração dos administradores; e II - a celebração de transações com partes relacionadas que atendam aos critérios de relevância a serem definidos pela Comissão de Valores Mobiliários.
116 "a"	Sim	Art. 116. Entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que: a) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembléia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e
123 "c"	Não	Art. 123. Compete ao conselho de administração, se houver, ou aos diretores, observado o disposto no estatuto, convocar a assembléia-geral. Parágrafo único. A assembléia-geral pode também ser convocada: c) por acionistas que representem cinco por cento, no mínimo, do capital social, quando os administradores não atenderem, no prazo de oito dias, a pedido de convocação que apresentarem, devidamente fundamentado, com indicação das matérias a serem tratadas;
123 "d"	Não	Art. 123. Compete ao conselho de administração, se houver, ou aos diretores, observado o disposto no estatuto, convocar a assembléia-geral. Parágrafo único. A assembléia-geral pode também ser convocada: d) por acionistas que representem cinco por cento, no mínimo, do capital votante, ou cinco por cento, no mínimo, dos acionistas sem direito a voto, quando os administradores não atenderem, no prazo de oito dias, a

		pedido de convocação de assembléia para instalação do conselho fiscal.
124, §3º	Não	Art. 124. A convocação far-se-á mediante anúncio publicado por 3 (três) vezes, no mínimo, contendo, além do local, data e hora da assembléia, a ordem do dia, e, no caso de reforma do estatuto, a indicação da matéria. § 3º Nas companhias fechadas, o acionista que representar 5% (cinco por cento), ou mais, do capital social, será convocado por telegrama ou carta registrada, expedidos com a antecedência prevista no § 1º, desde que o tenha solicitado, por escrito, à companhia, com a indicação do endereço completo e do prazo de vigência do pedido, não superior a 2 (dois) exercícios sociais, e renovável; essa convocação não dispensa a publicação do aviso previsto no § 1º, e sua inobservância dará ao acionista direito de haver, dos administradores da companhia, indenização pelos prejuízos sofridos.
125 <i>caput</i>	Sim	Art. 125. Ressalvadas as exceções previstas em lei, a assembleia geral instalar-se-á, em primeira convocação, com a presença de acionistas que representem, no mínimo, 1/4 (um quarto) do total de votos conferidos pelas ações com direito a voto e, em segunda convocação, instalar-se-á com qualquer número.
126 §3º	Não	Art. 126. As pessoas presentes à assembléia deverão provar a sua qualidade de acionista, observadas as seguintes normas: § 3º É facultado a qualquer acionista, detentor de ações, com ou sem voto, que represente meio por cento, no mínimo, do capital social, solicitar relação de endereços dos acionistas, para os fins previstos no § 1º, obedecidos sempre os requisitos do parágrafo anterior.
129 <i>caput</i>	Sim	Art. 129. As deliberações da assembléia-geral, ressalvadas as exceções previstas em lei, serão tomadas por maioria absoluta de votos, não se computando os votos em branco.
135 <i>caput</i>	Sim	Art. 135. A assembleia geral extraordinária que tiver por objeto a reforma do estatuto somente se instalará, em primeira convocação, com a presença de acionistas que representem, no mínimo, 2/3 (dois terços) do total de votos conferidos pelas ações com direito a voto, mas poderá instalar-se, em segunda convocação, com qualquer número.

136 <i>caput</i>	Sim	Art. 136. É necessária a aprovação de acionistas que representem metade, no mínimo, do total de votos conferidos pelas ações com direito a voto, se maior quórum não for exigido pelo estatuto da companhia cujas ações não estejam admitidas à negociação em bolsa ou no mercado de balcão, para deliberação sobre: I - criação de ações preferenciais ou aumento de classe de ações preferenciais existentes, sem guardar proporção com as demais classes de ações preferenciais, salvo se já previstos ou autorizados pelo estatuto; II - alteração nas preferências, vantagens e condições de resgate ou amortização de uma ou mais classes de ações preferenciais, ou criação de nova classe mais favorecida; III - redução do dividendo obrigatório; IV - fusão da companhia, ou sua incorporação em outra; V - participação em grupo de sociedades (art. 265); VI - mudança do objeto da companhia; VII - cessação do estado de liquidação da companhia; VIII - criação de partes beneficiárias; IX - cisão da companhia; X - dissolução da companhia.
136 §2º	Sim	Art. 136. É necessária a aprovação de acionistas que representem metade, no mínimo, do total de votos conferidos pelas ações com direito a voto, se maior quórum não for exigido pelo estatuto da companhia cujas ações não estejam admitidas à negociação em bolsa ou no mercado de balcão, para deliberação sobre: § 2º A Comissão de Valores Mobiliários pode autorizar a redução do quórum previsto neste artigo no caso de companhia aberta com a propriedade das ações dispersa no mercado e cujas 3 (três) últimas assembleias tenham sido realizadas com a presença de acionistas que representem menos da metade do total de votos conferidos pelas ações com direito a voto.
141 <i>caput</i>	Não	Art. 141. Na eleição dos conselheiros, é facultado aos acionistas que representem, no mínimo, 10% (dez por cento) do capital social com direito a voto, esteja ou não previsto no estatuto, requerer a adoção do processo de voto múltiplo, por meio do qual o número de votos de cada ação será multiplicado pelo número de cargos a serem preenchidos, reconhecido ao acionista o direito de cumular os votos em um só candidato ou distribuí-los entre vários.
141 §4º I	Sim	Art. 141. Na eleição dos conselheiros, é facultado aos acionistas que representem, no mínimo, 10% (dez por cento) do capital social com direito a voto, esteja ou não previsto no estatuto, requerer a adoção do processo de voto múltiplo, por meio do qual o número de votos de cada ação será multiplicado pelo número de cargos a serem preenchidos, reconhecido ao acionista o direito de cumular os votos em um só candidato ou distribuí-los entre vários. § 4º Terão direito de eleger e destituir um membro e seu suplente do conselho de administração, em votação em separado na assembléia-geral, excluído o acionista controlador, a maioria dos titulares, respectivamente: I - de ações de emissão de companhia aberta com direito a

		voto, que representem, pelo menos, 15% (quinze por cento) do total das ações com direito a voto; e
141 §4º II	Não	Art. 141. Na eleição dos conselheiros, é facultado aos acionistas que representem, no mínimo, 10% (dez por cento) do capital social com direito a voto, esteja ou não previsto no estatuto, requerer a adoção do processo de voto múltiplo, por meio do qual o número de votos de cada ação será multiplicado pelo número de cargos a serem preenchidos, reconhecido ao acionista o direito de cumular os votos em um só candidato ou distribuí-los entre vários. § 4º Terão direito de eleger e destituir um membro e seu suplente do conselho de administração, em votação em separado na assembléia-geral, excluído o acionista controlador, a maioria dos titulares, respectivamente: II - de ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito de emissão de companhia aberta, que representem, no mínimo, 10% (dez por cento) do capital social, que não houverem exercido o direito previsto no estatuto, em conformidade com o art. 18.
141 §7º	Sim	§ 7º Sempre que, cumulativamente, a eleição do conselho de administração ocorrer pelo sistema do voto múltiplo e os titulares de ações ordinárias ou preferenciais exercerem a prerrogativa de eleger conselheiro, será assegurado a acionista ou a grupo de acionistas vinculados por acordo de votos que detenham mais de 50% (cinquenta por cento) do total de votos conferidos pelas ações com direito a voto o direito de eleger conselheiros em número igual ao dos eleitos pelos demais acionistas, mais um, independentemente do número de conselheiros que, segundo o estatuto, compoñha o órgão.
150 § 2º	Não	Art. 150. No caso de vacância do cargo de conselheiro, salvo disposição em contrário do estatuto, o substituto será nomeado pelos conselheiros remanescentes e servirá até a primeira assembléia-geral. Se ocorrer vacância da maioria dos cargos, a assembléia-geral será convocada para proceder a nova eleição. § 2º No caso de vacância de todos os cargos da diretoria, se a companhia não tiver conselho de administração, compete ao conselho fiscal, se em funcionamento, ou a qualquer acionista, convocar a assembléia-geral, devendo o representante de maior número de ações praticar, até a realização da assembléia, os atos urgentes de administração da companhia.

157 §1º	Não	<p>Art. 157. O administrador de companhia aberta deve declarar, ao firmar o termo de posse, o número de ações, bônus de subscrição, opções de compra de ações e debêntures conversíveis em ações, de emissão da companhia e de sociedades controladas ou do mesmo grupo, de que seja titular.</p> <p>§ 1º O administrador de companhia aberta é obrigado a revelar à assembléia-geral ordinária, a pedido de acionistas que representem 5% (cinco por cento) ou mais do capital social:</p> <p>a) o número dos valores mobiliários de emissão da companhia ou de sociedades controladas, ou do mesmo grupo, que tiver adquirido ou alienado, diretamente ou através de outras pessoas, no exercício anterior;</p> <p>b) as opções de compra de ações que tiver contratado ou exercido no exercício anterior;</p> <p>c) os benefícios ou vantagens, indiretas ou complementares, que tenha recebido ou esteja recebendo da companhia e de sociedades coligadas, controladas ou do mesmo grupo;</p> <p>d) as condições dos contratos de trabalho que tenham sido firmados pela companhia com os diretores e empregados de alto nível;</p> <p>e) quaisquer atos ou fatos relevantes nas atividades da companhia.</p>
159 §4º	Não	<p>Art. 159. Compete à companhia, mediante prévia deliberação da assembléia-geral, a ação de responsabilidade civil contra o administrador, pelos prejuízos causados ao seu patrimônio.</p> <p>§ 4º Se a assembléia deliberar não promover a ação, poderá ela ser proposta por acionistas que representem 5% (cinco por cento), pelo menos, do capital social.</p>
161 §2º	Não	<p>Art. 161. A companhia terá um conselho fiscal e o estatuto disporá sobre seu funcionamento, de modo permanente ou nos exercícios sociais em que for instalado a pedido de acionistas.</p> <p>§ 2º O conselho fiscal, quando o funcionamento não for permanente, será instalado pela assembléia-geral a pedido de acionistas que representem, no mínimo, 0,1 (um décimo) das ações com direito a voto, ou 5% (cinco por cento) das ações sem direito a voto, e cada período de seu funcionamento terminará na primeira assembléia-geral ordinária após a sua instalação.</p>
161 "a" §4º	Não	<p>Art. 161. A companhia terá um conselho fiscal e o estatuto disporá sobre seu funcionamento, de modo permanente ou nos exercícios sociais em que for instalado a pedido de acionistas.</p> <p>§ 4º Na constituição do conselho fiscal serão observadas as seguintes normas:</p> <p>a) os titulares de ações preferenciais sem direito a voto, ou com voto restrito, terão direito de eleger, em votação em separado, 1 (um) membro e respectivo suplente; igual direito terão os acionistas minoritários, desde que representem, em conjunto, 10% (dez por cento) ou mais das ações com direito a voto;</p>

161 §4º "b"	Sim	Art. 161. A companhia terá um conselho fiscal e o estatuto disporá sobre seu funcionamento, de modo permanente ou nos exercícios sociais em que for instalado a pedido de acionistas. § 4º Na constituição do conselho fiscal serão observadas as seguintes normas: b) ressalvado o disposto na alínea anterior, os demais acionistas com direito a voto poderão eleger os membros efetivos e suplentes que, em qualquer caso, serão em número igual ao dos eleitos nos termos da alínea a, mais um.
163 §6º	Não	Art. 163. Compete ao conselho fiscal: § 6º O conselho fiscal deverá fornecer ao acionista, ou grupo de acionistas que representem, no mínimo 5% (cinco por cento) do capital social, sempre que solicitadas, informações sobre matérias de sua competência.
206 II "b"	Não	Art. 206. Dissolve-se a companhia: II - por decisão judicial: b) quando provado que não pode preencher o seu fim, em ação proposta por acionistas que representem 5% (cinco por cento) ou mais do capital social;
213 § 1º	Não	Art. 213. O liquidante convocará a assembléia-geral cada 6 (seis) meses, para prestar-lhe contas dos atos e operações praticados no semestre e apresentar-lhe o relatório e o balanço do estado da liquidação; a assembléia-geral pode fixar, para essas prestações de contas, períodos menores ou maiores que, em qualquer caso, não serão inferiores a 3 (três) nem superiores a 12 (doze) meses. § 1º Nas assembléias-gerais da companhia em liquidação todas as ações gozam de igual direito de voto, tornando-se ineficazes as restrições ou limitações porventura existentes em relação às ações ordinárias ou preferenciais; cessando o estado de liquidação, restaura-se a eficácia das restrições ou limitações relativas ao direito de voto.
215 §1º	Sim	Art. 215. A assembléia-geral pode deliberar que antes de ultimada a liquidação, e depois de pagos todos os credores, se façam rateios entre os acionistas, à proporção que se forem apurando os haveres sociais. § 1º É facultado à assembleia geral aprovar, pelo voto de acionistas que representem, no mínimo, 90% (noventa por cento) dos votos conferidos pelas ações com direito a voto, depois de pagos ou garantidos os credores, condições especiais para a partilha do ativo remanescente, com a atribuição de bens aos sócios, pelo valor contábil ou outro por ela fixado.
243 § 5º	Sim	Art. 243. O relatório anual da administração deve relacionar os investimentos da companhia em sociedades coligadas e controladas e mencionar as modificações ocorridas durante o exercício. § 5º É presumida influência significativa quando a investidora for titular de 20% (vinte por cento) ou mais dos votos conferidos pelo capital da investida, sem controlá-la.

244 §5º	Não	Art. 244. É vedada a participação recíproca entre a companhia e suas coligadas ou controladas. § 5º A participação recíproca, quando ocorrer em virtude de incorporação, fusão ou cisão, ou da aquisição, pela companhia, do controle de sociedade, deverá ser mencionada nos relatórios e demonstrações financeiras de ambas as sociedades, e será eliminada no prazo máximo de 1 (um) ano; no caso de coligadas, salvo acordo em contrário, deverão ser alienadas as ações ou quotas de aquisição mais recente ou, se da mesma data, que representem menor porcentagem do capital social.
246 §1º "a"	Não	Art. 246. A sociedade controladora será obrigada a reparar os danos que causar à companhia por atos praticados com infração ao disposto nos artigos 116 e 117. § 1º A ação para haver reparação cabe: a) a acionistas que representem 5% (cinco por cento) ou mais do capital social;
252 §2º	Sim	Art. 252. A incorporação de todas as ações do capital social ao patrimônio de outra companhia Brasileira, para convertê-la em subsidiária integral, será submetida à deliberação da assembleia-geral das duas companhias mediante protocolo e justificação, nos termos dos artigos 224 e 225. § 2º A assembleia geral da companhia cujas ações houverem de ser incorporadas somente poderá aprovar a operação por metade, no mínimo, do total de votos conferidos pelas ações com direito a voto e, se a aprovar, autorizará a diretoria a subscrever o aumento do capital da incorporadora, por conta dos seus acionistas, e os dissidentes da deliberação terão direito de se retirar da companhia, observado o disposto no inciso II do caput do art. 137 desta Lei, mediante o reembolso do valor de suas ações, nos termos do art. 230 desta Lei.
277 caput	Não	Art. 277. O funcionamento do Conselho Fiscal da companhia filiada a grupo, quando não for permanente, poderá ser pedido por acionistas não controladores que representem, no mínimo, 5% (cinco por cento) das ações ordinárias, ou das ações preferenciais sem direito de voto.
282 §1º	Não	Art. 282. Apenas o sócio ou acionista tem qualidade para administrar ou gerir a sociedade, e, como diretor ou gerente, responde, subsidiária mas ilimitada e solidariamente, pelas obrigações da sociedade. § 1º Os diretores ou gerentes serão nomeados, sem limitação de tempo, no estatuto da sociedade, e somente poderão ser destituídos por deliberação de acionistas que representem 2/3 (dois terços), no mínimo, do capital social.
298 caput	Não	Art. 298. As companhias existentes, com capital inferior a Cr\$ 5.000.000,00 (cinco milhões de cruzeiros), poderão, no prazo de que trata o artigo 296 deliberar, pelo voto de acionistas que representem 2/3 (dois terços) do capital social, a sua transformação em sociedade por quotas, de responsabilidade limitada, observadas as seguintes normas:

298 I	Não	<p>Art. 298. As companhias existentes, com capital inferior a Cr\$ 5.000.000,00 (cinco milhões de cruzeiros), poderão, no prazo de que trata o artigo 296 deliberar, pelo voto de acionistas que representem 2/3 (dois terços) do capital social, a sua transformação em sociedade por quotas, de responsabilidade limitada, observadas as seguintes normas:</p> <p>I - na deliberação da assembléia a cada ação caberá 1 (um) voto, independentemente de espécie ou classe;</p>
-------	-----	--