

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

VOTO PLURAL: UMA ANÁLISE DA APLICABILIDADE
NO DIREITO BRASILEIRO

MARIA LUIZA MORAIS SOARES ECHTERNACHT

Rio de Janeiro

2021

MARIA LUIZA MORAIS SOARES ECHTERNACHT

**VOTO PLURAL: UMA ANÁLISE DA APLICABILIDADE
NO DIREITO BRASILEIRO**

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

Rio de Janeiro

2021

ECHTERNACHT, Maria Luiza Morais Soares.

VOTO PLURAL: UMA ANÁLISE DA APLICABILIDADE NO DIREITO BRASILEIRO.

Maria Luiza Morais Soares Echternacht.
Rio de Janeiro, 2021.

75 p.

Orientador: Enzo Baiocchi.

Trabalho de Conclusão de Curso (graduação) –
Universidade Federal do Rio de Janeiro, Faculdade
de Direito, Bacharel em Direito, 2021.

1. Voto plural.
2. Artigo 110-A, Lei das Sociedades por Ações.
3. Lei nº14.195/2021.
4. Uma ação um voto.
5. Classes duais de ações.
6. Governança Corporativa.
7. Poder de Controle.

I. BAIOCCHI, Enzo. Orientador.

II. VOTO PLURAL: UMA ANÁLISE DA APLICABILIDADE NO
DIREITO BRASILEIRO.

MARIA LUIZA MORAIS SOARES ECHTERNACHT

VOTO PLURAL: UMA ANÁLISE DA APLICABILIDADE NO DIREITO
BRASILEIRO

Autorizo, apenas para fins acadêmico e científicos, a reprodução total ou parcial desta monografia, desde que citada a fonte.

Assinatura

Data

MARIA LUIZA MORAIS SOARES ECHTERNACHT

**VOTO PLURAL: UMA ANÁLISE DA APLICABILIDADE
NO DIREITO BRASILEIRO**

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

Data da Aprovação: ____ / ____ / ____.

Banca Examinadora:

Professor Enzo Baiocchi
Orientador

Membro da Banca

Membro da Banca

Rio de Janeiro

2021

AGRADECIMENTOS

Este trabalho foi escrito em meio a uma crise mundial sem precedentes, a pandemia ocasionada pelo COVID-19, assolou o mundo inteiro e deixou milhares de famílias desamparadas e com planos inacabados. Hoje, em um momento que ainda vivemos na crise, poder conquistar essa tão sonhada formação é uma grande alegria, dedico, portanto, este trabalho a todas as famílias afetadas pela pandemia do COVID-19.

Inicialmente, gostaria de agradecer aos meus pais, Maria Beatriz e Marcos Henrique, por serem meus grandes incentivadores, por me fornecerem a liberdade, a educação e as oportunidades que me permitiram hoje estar me formando na melhor universidade de direito do país. Isto é fruto do incansável esforço, dedicação e amor de vocês por mim.

À minha irmã, Maria Izabel, por ser minha melhor amiga, confidente e apoiadora nessa jornada, você torna a caminhada mais leve.

Às minhas avós, Lili e Vilma, pela ternura e afago ao longo desses anos.

Ao meu namorado, Pietro, por ser meu maior parceiro, companheiro e incentivador, por me dar a leveza e o carinho, e na mesma proporção, a força e a energia necessária para trilhar o meu caminho.

Às minhas amigas de longa data, Liz, Gabriela, Paloma e Maria Rita, que desde o colégio sempre me apoiaram e estiveram ao meu lado nas fases mais importantes da minha vida. Às amigas que a UFRJ me deu para a vida toda, Tais, Caroline e Beatriz, pela amizade e cumplicidade, os meus dias foram mais leves e as manhãs mais sorridentes com vocês, me preenche saber que também fizeram parte dessa grande conquista.

Agradeço pelas oportunidades profissionais que tive ao longo desta graduação, à monitoria de Direito Civil com a professora Cíntia Konder, por me transmitir o amor e dedicação pelo magistério.

Aos defensores da Defensoria Pública do Estado do Rio de Janeiro com que tive a honra de trabalhar no estágio no Núcleo de Defesa do Consumidor – NUDECON e na Vara de Família, meus primeiros contatos com o direito na prática, que tanto me ensinaram sobre humildade e compaixão.

À Comissão de Valores Mobiliários – CVM, em especial a equipe da GEA-1 e GEA-3, nominalmente à Nilza Maria, Maria Luiza, Rafael e Gustavo Mulé e Fernando Vieira, pelos grandes ensinamentos e pela descoberta do apreço ao direito societário, minha área de atuação.

À Equipe de Competições e Estudos em Arbitragem da UFRJ – ECEArb e todos os seus membros, a arbitragem fez parte da minha história, e com a equipe evolui e aprendi imensamente.

Ao *Center for M&A Studies* – CM&A, o centro de estudos de M&A da USP, pela oportunidade de fazer parte de um grupo que propõe relevantes debates do direito societário e promove acesso à informação gratuita e de qualidade.

Ao Barbosa Müssnich e Aragão Advogados – BMA, pelas grandes oportunidades de trabalho, pelos encontros e amizades que levarei para vida, encontrei um ambiente agradável e feliz para exercer minha profissão, em especial, para meus amigos de baia, Julia, Lucas e Pedro e para os profissionais que tanto admiro Thamires Guerra, Felipe Bon, Luciana Lyra, Thiago Pinho, Daniel Falcão, João Mello e Maria Donati.

Ao Chico Müssnich, meu chefe e grande professor que posso ter a honra de trabalhar e me inspirar para escrever este trabalho.

Por fim, ao meu orientador e professor Dr. Enzo Baiocchi, pela orientação, por me dar liberdade e confiar no meu trabalho para escrever a presente monografia e a todos os meus professores com quem tive o privilégio de aprender ao longo desses cinco anos de faculdade.

É com imenso orgulho que concluo o curso de direito na Faculdade Nacional de Direito da UFRJ, e em defesa de um ensino público, justo, gratuito e de qualidade que devemos preservar e defender as universidades públicas, essa é a nossa maior missão, sigamos juntos nessa incessante busca!

RESUMO

ECHTERNACHT, Maria Luiza Morais Soares. **Voto Plural:** Uma Análise da Aplicabilidade no Direito Brasileiro. Rio de Janeiro, 2021. 75 p. Monografia de final de curso. Faculdade Nacional de Direito da Universidade Federal do Rio de Janeiro.

O instituto do voto plural é uma das técnicas de organização do poder de controle nas sociedades anônimas que era expressamente proibido pela legislação brasileira. A proibição, fruto do consagrado princípio do *one share one vote*, em que o poder de voto deve ser proporcional a quantidade de ações detidas por cada acionista, já era há tempos mitigada no Brasil, através de instrumentos legais e institucionalizados como, as ações preferenciais, as *Golden shares*, as ações superpreferenciais e as *poison pills*. A Lei das S.A., conforme alterada pela Lei nº 14.195/2021, passou a permitir que companhias brasileiras emitissem ações ordinárias com uma ou mais classes com voto plural, desvinculando-se do princípio do *one share one vote*, e aplicando importantes salvaguardas para garantir a equidade e a observância de normas de governança corporativa, no entanto, também apresentou excessivas condicionantes a sua aplicação. O presente trabalho propõe analisar o debate do voto plural no Brasil, perpassando por princípios básicos do direito societário, como as espécies de ações, a estrutura acionária brasileira, noções de poder de controle e contrabalancear a lei brasileira com outras jurisdições que adotam o modelo acionário dual e que permitem o voto plural, de forma a abordar a aplicabilidade, críticas e desdobramentos da permissão do instituto no Brasil.

Palavras-chave: Voto plural; Artigo 110-A; Lei das Sociedades por Ações; Lei nº 14.195/2021; Uma ação um voto; Classes duais de ações; Governança Corporativa; Poder de Controle.

ABSTRACT

ECHTERNACHT, Maria Luiza Morais Soares. **Super Voting Shares: An Analysis of Applicability in the Brazilian Law.** Rio de Janeiro, 2021. 75 p. Final course Examination Paper. National University of Law of the Federal University of Rio de Janeiro.

The super voting shares is one of the techniques to organize the power of control in corporations that was expressly prohibited by the Brazilian law. The prohibition, as a result of the enshrined one share one vote principle, in which the voting power must be proportional to the number of shares held by each shareholder, has long been mitigated in Brazil, through legal and institutionalized instruments such as preferred shares, Golden shares, “super-preferred” shares and poison pills. The Brazilian Corporate Law, as amended by Law No. 14.195/2021, began to allow Brazilian companies to issue common shares with one or more classes with super vote, departing from the one share one vote principle, and applying important safeguards to ensure equity and compliance with corporate governance rules, however, also presented excessive limits on their application. This paper proposes to analyze the debate of the super voting shares in Brazil, passing through basic principles of corporate law, such as the types of shares, the Brazilian corporate structure, basic principles of power of control and comparing Brazilian law with other jurisdictions that adopt the dual class shares model and allow the super voting shares, in order to address the applicability, criticism and developments of the institute’s permission in Brazil.

Keywords: Super voting shares; Article 110-A; Brazilian Corporate Law; Law No. 14.195/2021; One share one vote; Dual Class Shares; Corporate Governance; Power of Control.

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

§ - Parágrafo

Art. - Artigo

Azul - Azul S.A.

B3 - B3 S.A. - Brasil, Bolsa, Balcão

CVM - Comissão de Valores Mobiliários

Exposição de Motivos da Lei das S.A. - Exposição de motivos nº 196 de 24 de junho de 1976, da Lei 6.404/76 de 16 de dezembro de 1976

IBGC - Instituto Brasileiro de Governança Corporativa

Gol - Gol Linhas Aéreas Inteligentes S.A.

IBRADEMP - Instituto Brasileiro de Direito Empresarial

IMK - Iniciativas de Mercado de Capitais

IPO - *Inicial Public Offering* ou Oferta Pública Inicial

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

Lei nº 10.303 - Lei nº 10.303 de 31 de outubro de 2001

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

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

NASDAQ - *NASDAQ Stock Market*

NYSE - *New York Stock Exchange*

OAB - Ordem dos Advogados do Brasil

OPA - Oferta Pública de Aquisição de Ações

Seagram's - Joseph E. Seagram & Sons Inc.

SEC - *Securities and Exchange Commission*

SEHK - *Hong Kong Stock Exchange*

SEP - Superintendência de Relações com Empresas

SGX - *Singapore Stock Exchange*

SSE - *Shanghai Stock Exchange*

St. Joe Minerals - St. Joe Minerals Corp.

SZSE - *Shenzhen Stock Exchange*

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Possibilidade de emissão de ações sem direito de voto ou com direitos de voto diferenciados nas 20 maiores bolsas do mundo em termos de capitalização de mercado em US\$, em dezembro 2018.	60
Tabela 2 - Quadro comparativo entre Brasil, Estados Unidos, Reino Unido e Singapura com os principais aspectos das ações com voto plural de cada jurisdição	65

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	11
CAPÍTULO 1 - AS ESPÉCIES DE AÇÕES.....	14
1.1 EVOLUÇÃO HISTÓRICA	15
1.2 AÇÕES ORDINÁRIAS	17
1.3 AÇÕES PREFERENCIAIS.....	19
1.4 AÇÕES DE CLASSE PREFERENCIAL ESPECIAL – <i>GOLDEN SHARES</i>	21
CAPÍTULO 2 - ESTRUTURAS ACIONÁRIAS E O PODER DE CONTROLE.....	24
2.1 BREVES NOÇÕES DE PODER DE CONTROLE.....	25
2.2 CONCEITO DUAL CLASS SHARES	30
2.3 PRINCÍPIO ONE SHARE ONE VOTE	31
2.4 DESVIOS AO PRINCÍPIO DO “ <i>ONE SHARE ONE VOTE</i> ”	32
2.4.1 <i>AS SUPERPREFERENCIAIS</i>	33
2.4.2 <i>AS POISON PILLS</i>	35
CAPÍTULO 3 - O VOTO PLURAL	41
3.1 ORIGEM E DEFINIÇÃO	41
3.2 O VOTO PLURAL NO BRASIL.....	45
3.3 ANÁLISE DA PERMISSÃO DO VOTO PLURAL NO ÂMBITO DA LEI Nº 14.195 ..	49
3.4 BOAS PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA E CONCEITOS DO NOVO MERCADO	53
3.5 CASOS DE IPOS COM EMISSÃO DE AÇÕES COM VOTO PLURAL	56
3.6 DIREITO COMPARADO: PAÍSES QUE ADOTAM O MODELO DE <i>DUAL CLASS</i> <i>SHARES</i>	59
3.6.1 <i>MEDIDAS PROTETIVAS ADOTADAS - “SAFEGUARDS”</i>	61
CONCLUSÃO.....	66
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	68

INTRODUÇÃO

Atualmente, com a globalização, a maior troca de informações e a expansão do comércio, o Brasil e o mundo vêm sofrendo importantes transformações, em especial no setor econômico. Nesse cenário, as companhias têm buscado cada vez mais a captação de recursos no mercado de capitais para alavancar seus negócios.

Por sua vez, o mercado de capitais desempenha uma função primordial no desenvolvimento econômico de um país, uma vez que um mercado com sólidas estruturas gera mais investimentos, produção, empregos e renda. Desse modo, é cada vez mais urgente a atualização e modernização do mercado de capitais brasileiro para não apenas atender as novas necessidades dos investidores e empresários, mas também para garantir o crescimento econômico do país.

Nesta linha, insere-se a discussão do voto plural no Brasil, recém permitido pela legislação societária brasileira através da Lei nº14.195 que alterou a Lei das S.A.. As também chamadas “*super voting shares*”¹ se caracterizam como uma das técnicas de organização do poder de controle, em que é atribuído mais de um voto por ação às ações ordinárias “super ON”.

A anterior proibição das “*super voting shares*” no Brasil baseava-se no princípio da proporcionalidade e do “*one share one vote*”², que determina que cada ação deverá equivaler a um voto nas assembleias gerais, para garantir a igualdade de direitos aos acionistas.

No entanto, verifica-se que este princípio, que, de fato, prevê uma proporcionalidade, já vinha sendo mitigado não apenas através de regras permitidas e institucionalizadas pela própria lei, mas também com mecanismos ainda mais artificiais, de forma a permitir que os acionistas fundadores ou acionistas controladores assegurem seu controle sobre a companhia, como as chamadas *poison pills* ou as ações “super preferenciais”, que também foram considerados como mecanismos legais.

¹ Tradução livre: ações com super voto.

² Tradução livre: “uma ação, um voto”.

Percebe-se uma tendência mundial em uma abordagem mais flexível do consagrado princípio “*one share one vote*” na tentativa de criar um mercado mais liberal para atrair investidores e companhias, o Brasil deu o primeiro passo neste caminho.

A recente inovação legislativa, que adicionou o Art. 110-A na Lei das S.A. para permitir a adoção do voto plural demonstra um desenvolvimento e amadurecimento do mercado de capitais brasileiro frente as principais economias do mundo que permitem a adoção de *super voting shares*.

Destaca-se que, é notória a crescente onda de IPOs de empresas nas bolsas de valores mobiliários norte-americanas, mesmo durante a pandemia ocasionada pelo vírus da COVID-19. Assim, com a permissão das *super voting shares* companhias que decidiam abrir capital em bolsas norte americanas ocasionando a fuga do capital e dos investidores do Brasil, podem agora optar pelo mercado brasileiro.

O voto plural já vinha sendo tema de crescente discussão pelos órgãos reguladores, instituições financeiras e diversos setores da economia e do direito. O debate, agora com a permissão, gira em torno da aplicação do instituto na prática, da posição da B3 quanto aos segmentos de listagem aplicáveis, da aplicabilidade das normas de governança em companhias que adotarão o modelo, e de regulamentações que a lei delegou para os órgãos reguladores.

De fato, devido a sua natureza desigual, o voto plural não é visto como uma das melhoras práticas de Governança Corporativa. O segmento de listagem do Novo Mercado da B3, inclusive, adota o princípio da proporcionalidade e apenas admite companhias com ações ordinárias, proibindo a emissão de ações preferenciais.

Não obstante, a permissão do voto plural no Brasil veio com diversas limitações de maneira a frear abusos e eventuais disparidades por acionistas controladores, as chamadas *safeguards*³, isto é, medidas protetivas para salvaguardar o direito dos acionistas e coibir abusos.

³ Tradução livre: salvaguardas.

O instituto não deve ser interpretado como uma ameaça aos direitos dos acionistas minoritários e um declínio e escassez de normas de governança corporativa, se implementado com cláusulas de *safeguards*, limitações legislativas e atuação dos órgãos reguladores.

No entanto, apesar do Brasil de ter dado um importante passo com a permissão do voto plural ainda há questionamentos, críticas e regulamentações necessárias que estão em constante discussão.

O legislador demonstrou-se preocupado com a aplicação ilimitada do voto plural e propôs medidas *safeguards* importantes neste primeiro momento de permissão, no entanto, também aplicou condicionantes que restringem excessivamente sua aplicação, como a proibição de emissão de ações ordinárias com voto plural por companhias que já negociam ações ou valores mobiliários conversíveis em ações de sua emissão em bolsa de valores.

Em busca de melhor compreender a recepção do voto plural no ordenamento jurídico brasileiro, este trabalho propõe uma análise da recente permissão do instituto, sua aplicabilidade, críticas e desdobramentos para o mercado de capitais brasileiro.

CAPÍTULO 1

AS ESPÉCIES DE AÇÕES

Conforme defendido por Lamy Filho e Bulhões a natureza jurídica das ações são de títulos de crédito, independente da forma de que estiverem revestidas⁴.

As espécies de ações, referem-se a natureza dos direitos ou vantagens que conferem a seus titulares⁵. A legislação brasileira, no artigo 15 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (“Lei das S.A.”)⁶ prevê as seguintes espécies de ações: (i) ações ordinárias; (ii) ações preferenciais; e (iii) de fruição. Ainda, dentre as ações preferenciais considera-se as ações de classe preferencial especial ou “*Golden Shares*”.

Por sua vez, determina o §1º do Art. 15 da Lei das S.A., conforme alterado pela Lei nº 14.195⁷, que: “As ações ordinárias e preferenciais poderão ser de uma ou mais classes, observado, no caso das ordinárias, o disposto nos arts. 16, 16-A e 110-A desta Lei.”. O Art. 110-A da Lei das S.A. passou a permitir a criação de uma ou mais classes de ações ordinárias com atribuição de voto plural com até 10 votos por ação ordinária, isto é, passou a permitir o instituto do voto plural no Brasil, que anteriormente era terminantemente vedado.

Tratando-se de companhias fechadas, as ações ordinárias e preferenciais poderão ser de classes diferentes e poderão ser atribuídos a uma ou mais classes de ações ordinárias o voto plural.

No que se refere as companhias abertas, aquelas que ainda não negociaram valores mobiliários em mercados organizados, as ações ordinárias e preferenciais poderão ser de uma ou mais classes e também poderá ser adotado o voto plural em uma ou mais classes de ações ordinárias, outrora, para companhias abertas que já negociam suas ações ou valores mobiliários

⁴ LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). **Direito das Companhias**. 2ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017. p. 367.

⁵ CARVALHOSA, Modesto; KUYVEN, Fernando. **Tratado de Direito Empresarial: Sociedades Anônimas**. 2ª ed. v. 3. São Paulo: Thomson Reuters, 2018. p. 385.

⁶ Art. 15. “As ações, conforme a natureza dos direitos ou vantagens que confirmam a seus titulares, são ordinárias, preferenciais, ou de fruição”.

⁷ BRASIL. Lei nº 14.195, de 26 de agosto de 2021. **Dispõe sobre a facilitação para abertura de empresas e dá outras providências**. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2021/lei/L14195.htm. Acesso em: 15 set. 2021.

conversíveis em ações em bolsa de valores, apenas as ações preferenciais poderão ser de classes distintas⁸, a adoção do voto plural é expressamente proibida, conforme Art. 110-A, II da Lei das S.A.⁹.

Nesse sentido, dispõe o Art. 16-A da Lei das S.A. o seguinte:

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.

Apesar de ser possível que as ações de diferentes espécies confirmem a seus titulares direitos distintos, a Lei das S.A. estabelece que as ações de cada classe deverão conferir iguais direitos a seus titulares, ressalvando a adoção do voto plural, em que é possível conceder até 10 votos para cada ação ordinária, garantindo o mesmo padrão de valor nas bolsas de valores ou mercado de balcão para todas as ações de cada classe¹⁰.

As ações das companhias abertas são o principal valor mobiliário do mercado de capitais¹¹, são títulos de participação que dependem dos resultados da companhia, portanto, da existência de lucros ou de reservas de lucros para o pagamento de dividendos a seus acionistas.

Conforme define Marlon Tomazzete:

As ações são títulos livremente negociáveis, que asseguram a condição de acionista aos seus titulares com todos os direitos e obrigações inerentes a tal condição. Representam, por outro lado, frações do capital social¹².

1.1 Evolução Histórica

O Decreto- Lei nº 2.627/1940¹³ previa que as ações eram divididas entre: (i) comuns ou ordinárias; (ii) preferenciais, com uma ou mais classes; ou (iii) gozo ou fruição. O referido

⁸ Art. 15, § 1º. “As ações ordinárias da companhia fechada e as ações preferenciais da companhia aberta e fechada poderão ser de uma ou mais classes”.

⁹ Art. 110-A, 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”.

¹⁰ LAMY FILHO; PEDREIRA, 2017, p. 174.

¹¹ PARENTE, Norma Jonssen. **Tratado de Direito Empresarial: Mercado de Capitais**. 2ª ed. v. 6. São Paulo: Thomson Reuters, 2018. p. 153.

¹² TOMAZETTE, Marlon. **Curso de Direito Empresarial: Teoria Geral e Direito Societário**. 12ª ed. v. 1. São Paulo: Saraiva Educação, 2021. p. 482.

¹³ BRASIL. Decreto-Lei nº 2.627, de 26 de setembro de 1940. **Dispõe sobre as sociedades por ações**. Art. 80: “A cada ação comum ou ordinária corresponde um voto nas deliberações da assembleia geral, podendo os estatutos,

Decreto- Lei determinava que as ações preferenciais sem direito a voto não poderiam ultrapassar a metade do capital da companhia e não permitia que as ações ordinárias pudessem ter classes diferentes. Nota-se que o legislador observava o “princípio da igualdade para todas as ações ordinárias”¹⁴.

Em 1976, foi promulgada a Lei das S.A., que manteve as mesmas espécies de ações, alterando apenas a nomenclatura das ações antes chamadas de “comuns ou ordinárias” e “gozo ou fruição” para “ações ordinárias” e “ações de fruição”, respectivamente. No entanto, inovou permitindo que as ações ordinárias de companhias fechadas pudessem ter várias classes. Conforme exposição de motivos da Lei das S.A.¹⁵ (“Exposição de Motivos da Lei das S.A.”), tal flexibilidade seria “útil na associação de diversas sociedades em empreendimento comum (*joint venture*), permitindo a composição ou conciliação de interesses e a proteção eficaz de condições contratuais acordadas”.

Ainda, a Lei das S.A. aumentou o número de ações preferenciais sem direito a voto ou sujeitas a restrições no exercício desse direito, para 2/3 (dois terços) do total de ações emitidas pela companhia. Nesse sentido, de acordo com a Exposição de Motivos da Lei das S.A., a Lei das S.A., no texto original de 1976, adotou uma “posição intermediária” ao permitir o aumento para 2/3 (dois terços) do capital social o limite de ações preferenciais.

Cumprе ressaltar que as justificativas elencadas pela Exposição de Motivos da Lei das S.A. para este aumento foram as seguintes:

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 liquidez¹⁶.

entretanto, estabelecer limitações ao número de votos de cada acionista. Parágrafo único. É vedado o voto plural”. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/del2627.htm. Acesso em: 15 set. 2021.

¹⁴ CARVALHOSA, 2011, p. 283.

¹⁵ CVM. **Exposição de motivos nº 196, de 24 de junho de 1976, do Ministério da Fazenda**. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/leis-decretos/anexos/em196-lei6404.pdf>. Acesso em: 22 maio 2021.

¹⁶ CVM. Exposição de motivos nº 196, de 24 de junho de 1976. Acesso em: 22 maio 2021.

Percebe-se, portanto, que o próprio projeto da Lei das S.A. já era no sentido de conferir maior autonomia e liberdade para o empresário, de forma a permitir também que pudesse ter o controle de sua companhia.

No entanto, a Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001¹⁷, modificou o artigo 15 da Lei das S.A.¹⁸, retornando novamente o limite de ações preferenciais para 50% (cinquenta por cento) das ações emitidas pela companhia.

A Lei nº 10.303 também trouxe outra significativa mudança significativa à Lei das S.A. ao adicionar o parágrafo sétimo do artigo 17¹⁹, criando mais uma espécie de ação, a chamada “*Golden Shares*” ou ação de classe preferencial especial.

Por fim, a Lei das S.A., especialmente no que se refere a classe das ações ordinárias sofreu uma recente alteração com a Lei nº 14.195, de 26 de agosto de 2021, que dentre outras alterações, permitiu a adoção do voto plural no Brasil, alterando os Arts 15, 16, 110 e adicionando o Art. 16-A e Art. 110-A, tema que será tratado a frente.

1.2 Ações ordinárias

As ações ordinárias são de emissão obrigatória da companhia e necessariamente possuem direito de voto. A Lei das S.A. em seu artigo 110, parágrafo primeiro, faculta ao estatuto social da companhia “estabelecer limitação ao número de votos de cada acionista”²⁰.

Conforme mencionado, a recente alteração legislativa na Lei das S.A., através da Lei nº 14.195 de 26 de agosto de 2021²¹, permitiu também a criação de uma ou mais classe de ações

¹⁷ BRASIL. Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001. **Altera e acrescenta dispositivos na Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976 e dá outras providências.** Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/leis_2001/l10303.htm. Acesso em: 19 set. 2021.

¹⁸ 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”.

¹⁹ Art. 17. [...] § 7º “Nas companhias objeto de desestatização poderá ser criada ação preferencial de classe especial, de propriedade exclusiva do ente desestatizante, à qual o estatuto social poderá conferir os poderes que especificar, inclusive o poder de veto às deliberações da assembléia-geral nas matérias que especificar”.

²⁰ BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. **Dispõe sobre as Sociedades por Ações.** Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm. Acesso em: 18 set. 2021.

²¹ BRASIL. Lei nº 14.195, de 26 de agosto de 2021. Acesso em: 15 set. 2021.

ordinárias com atribuição de voto plural, não superior a 10 votos por ação ordinária, tema que será analisado no próximo capítulo.

Nas companhias de capital fechado as ações ordinárias podem ter classes diversas, no entanto, apenas em função da conversibilidade em ações preferenciais, da exigência de nacionalidade brasileira do acionista e do direito de voto em separado para o preenchimento de determinados cargos de órgãos administrativos e do número de votos que serão atribuídos a cada classe de ação, isto é, da atribuição do voto plural²².

No que se refere as companhias abertas, todas as ações ordinárias deverão conferir os mesmos direitos aos seus titulares, exceto o direito de voto, podendo ser atribuído o voto plural as classes das ações ordinárias.

Essa vedação imposta as companhias abertas se justificava pelo fato de que, caso permitida, haveria a circulação de valores mobiliários distintos, com diferentes cotações, prejudicando a eficiência do mercado de capitais e a liquidez das ações²³, no entanto, com a recente alteração na Lei das S.A. para permitir o voto plural, é uma discussão que passa a se propor.

Com efeito, apesar dos acionistas titulares de ações ordinárias possuírem “direitos políticos”²⁴, as decisões e rumos da companhia são tomadas pelo acionista controlador, caso houver, pois possui a maioria dos votos nas deliberações da assembleia geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia²⁵. Nesse sentido, inclusive, surgiram diversas formas de preservar o direito de votos dos acionistas minoritários, como o instituto do voto

²² Art. 16. “As ações ordinárias de companhia fechada poderão ser de classes diversas, em função de: 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; 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.[...]”.

²³ LAMY FILHO; PEDREIRA, 2017, p. 174.

²⁴ PARENTE, 2018, p. 155.

²⁵ Art. 116. “Entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que:

a) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembléia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e
b) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.

Parágrafo único. O acionista controlador deve usar o poder com o fim de 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”.

múltiplo, a eleição em separado para membros de órgãos da administração e o direito de requerer a instalação do conselho fiscal.

Vale notar que caso o estatuto social seja silente quanto as espécies das ações, considerar-se-á que todas as ações sejam ordinárias, de uma única classe, conferindo a todos os seus titulares os mesmos direitos²⁶.

1.3 Ações preferenciais

As ações preferenciais são aquelas que não possuem direito a voto ou possuem um direito a voto restrito, mas em contra partida conferem aos seus titulares vantagens patrimoniais e políticas. Conforme ensinam Lamy Filho e Pedreira²⁷, as ações preferenciais têm origem europeia, se distinguindo das ações preferencias norte-americanas. Estas são, inclusive, classificadas como *silly investment*, que em uma tradução literal para o português significa “investimento bobo”, pois “asseguram apenas direito a dividendo fixo, sujeito a deliberação do *board of directors*”²⁸.

A principal função das ações preferencias é a captação de recursos no mercado, e se caracterizam por serem extremamente flexíveis²⁹, permitindo que, de acordo com os interesses da companhia, o estatuto social estabeleça, de forma minuciosa e precisa, suas vantagens e restrições³⁰.

A Lei das S.A.³¹ estabelece os tipos de vantagens patrimoniais que poderão ser atribuídas as ações preferenciais, são elas: (i) prioridade na distribuição de dividendo, fixo ou mínimo; (ii) prioridade no reembolso do capital, com prêmio ou sem ele; ou (iii) acumulação das preferências e vantagens das hipóteses (i) e (ii) mencionadas.

²⁶ LAMY FILHO; PEDREIRA, 2017, p. 174.

²⁷ Ibid., p. 178.

²⁸ Ibid., p. 178.

²⁹ Ibid., p. 181.

³⁰ 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”.

³¹ Art. 17. “As preferências ou vantagens das ações preferenciais podem consistir:

I - em prioridade na distribuição de dividendo, fixo ou mínimo;

II - em prioridade no reembolso do capital, com prêmio ou sem ele; ou

III - na acumulação das preferências e vantagens de que tratam os incisos I e II”.

A prioridade na distribuição de dividendos significa que os titulares daquela ação terão a garantia de receber, em cada exercício, dividendo fixo ou mínimo antes dos demais acionistas detentores de ações ordinárias³². A prioridade se torna importante nos exercícios sociais em que o lucro apurado é pequeno, pois as ações preferenciais receberão primeiro os dividendos fixos ou mínimos e após o pagamento, as ações ordinárias receberão o lucro remanescente³³. Destaca-se que o dividendo prioritário só é pago ao acionista detentor de ação preferencial caso a companhia realize lucro suficiente para o pagamento de dividendos.

Como também, constitui direito essencial dos acionistas participar do acervo líquido da companhia em caso de liquidação³⁴. Nas companhias que possuem ações preferenciais com prioridade no reembolso de capital, primeiro esse acervo líquido será rateado para os titulares das ações preferenciais que possuem essa vantagem. Admite-se, ainda, a prioridade no reembolso das ações com prêmio.

Referente as companhias abertas, para que suas ações preferenciais possam ser admitidas para negociação no mercado de valores mobiliários é necessário que afirmem uma das vantagens elencadas no parágrafo primeiro do Art. 17 da Lei das S.A., quais sejam: (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; (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) assegurar o direito a dividendo pelo menos igual ao das ações ordinárias desde que tenham o direito de serem incluídas na oferta pública de alienação de controle, conforme Art. 254-A da Lei das S.A.³⁵, o chamado *tag along right*, isto é, o direito de venda conjunta.

³² EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**. 2ª ed. v. 1. São Paulo: Quartier Latin, 2015a. p. 158.

³³ LAMY FILHO; PEDREIRA, 2017, p. 185.

³⁴ Art. 109. “[...] II - participar do acervo da companhia, em caso de liquidação”. EIZIRIK, 2015a, p. 160.

³⁵ Art. 254-A. “A alienação, direta ou indireta, do controle de companhia aberta somente poderá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutiva, de que o adquirente se obrigue a fazer oferta pública de aquisição das ações com direito a voto de propriedade dos demais acionistas da companhia, de modo a lhes assegurar o preço no mínimo igual a 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação com direito a voto, integrante do bloco de controle”.

Nota-se que não poderá existir ações preferencias sem atribuição de vantagens patrimoniais, uma vez que a supressão do direito de voto ou a restrição dele só é possível se houver alguma contraprestação, que se traduz na prioridade na repartição de lucros ou no reembolso do capital³⁶. As vantagens políticas, por sua vez, são consideradas como um acréscimo as vantagens patrimoniais, não podendo existir ações preferenciais apenas com vantagens políticas³⁷.

Quanto a essas vantagens políticas a serem atribuídas as ações preferenciais, a Lei das S.A. permite o direito de eleger, em votação separado, um ou mais membros dos órgãos da administração e o direito de veto a alterações estatutárias, isto é, o estatuto poderá subordinar as alterações estatutárias que especificar à aprovação, em assembleia especial, dos titulares de uma ou mais classes de ações preferenciais³⁸.

Em uma análise prática, as ações preferenciais procuram atender os acionistas investidores que desejam receber dividendos, no entanto, não desejam se envolver nas decisões do dia-a-dia da companhia e, ao mesmo tempo, o empresário-empendedor, que se traduz para a figura do acionista controlador ou fundador³⁹, que deseja manter-se no controle da companhia.

Conforme mencionado, a Lei das S.A. apenas permite que 50% (cinquenta por cento) do capital social da companhia seja composto por ações preferenciais, dessa forma, ao considerar que apenas os 50% (cinquenta por cento) restantes terão direito a voto, basta deter 25% (vinte e cinco por cento) do capital social mais uma ação para garantir o controle das decisões da companhia. Como bem pontua Norma Parente⁴⁰: “em empresas com elevada dispersão acionária, o absentismo de acionistas permite o exercício do poder de controle com menor quantidade de ações”.

1.4 Ações de classe preferencial especial – *Golden Shares*

³⁶ EIZIRIK, 2015a, p. 161.

³⁷ LAMY FILHO; PEDREIRA, 2017, p. 190.

³⁸ Art. 18. “O estatuto pode assegurar a uma ou mais classes de ações preferenciais o direito de eleger, em votação em separado, um ou mais membros dos órgãos de administração.

Parágrafo único. O estatuto pode subordinar as alterações estatutárias que especificar à aprovação, em assembleia especial, dos titulares de uma ou mais classes de ações preferenciais”.

³⁹ PARENTE, 2018, p. 156.

⁴⁰ Ibid., p. 157.

As ações de classe preferencial especial conferem aos entes públicos desestatizantes “o direito de veto ou privilégios sobre determinadas deliberações”⁴¹.

Essa classe de ações foi introduzida no Brasil em 1990 pela Lei nº 8.031 de 12 de abril de 1990⁴², que instituiu o Programa Nacional de Desestatização⁴³, regulamentado pelo Decreto nº 99.463/90⁴⁴. Posteriormente, a referida lei foi revogada pela Lei nº 9.491 de 9 de setembro de 1997⁴⁵, regulamentada pelo Decreto nº 2.594/98⁴⁶. Essas leis apenas previam que as *Golden Shares* fossem aplicadas às empresas desestatizadas pela União Federal.

A legislação societária, por sua vez, ainda não regulamentava as *Golden Shares*, apenas com a Lei nº 10.303, é que foi incluído na Lei das S.A. o §7º no Art. 17 dispondo o seguinte:

Nas companhias objeto de desestatização poderá ser criada ação preferencial de classe especial, de propriedade exclusiva do ente desestatizante, à qual o estatuto social poderá conferir os poderes que especificar, inclusive o poder de veto às deliberações da assembléia-geral nas matérias que especificar⁴⁷.

Com a referida lei, o instituto das *Golden Shares* sofreu algumas alterações, passando a ter as seguintes características: (i) possibilidade de ser aplicado às empresas privatizadas por estados e municípios e não mais restrito apenas à União Federal; (ii) impossibilidade de criação de *Golden Shares* de ações ordinárias, são necessariamente ação preferencial de classe especial; (iii) poderá atribuir ao ente desestatizante outros direitos, conforme especificados no estatuto social, além do direito de veto, como: (a) a indicação de membros para os órgãos da administração da companhia; (b) subordinar determinadas deliberações ao voto favorável do ente desestatizante, tais como mudança de sede, alteração do objeto social, alteração da composição do conselho de administração, transferência do controle acionário, realização de

⁴¹ EIZIRIK, 2015a, p. 169.

⁴² BRASIL. Lei nº 8.031, de 12 de abril de 1990. **Cria o Programa Nacional de Desestatização e dá outras providências**. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L8031.htm. Acesso em: 26 maio 2021.

⁴³ O Programa Nacional de Desestatização possuía como objetivo transferir à iniciativa privada atividades indevidamente exploradas pelo setor público.

⁴⁴ BRASIL. Decreto nº 99.463 de 30 de outubro de 1990. **Regulamenta, no âmbito da Administração Pública Federal, o reaproveitamento, a movimentação, a alienação e outras formas de desfazimento de material**. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto/antigos/d99658.htm. Acesso em: 26 maio 2021.

⁴⁵ BRASIL. Lei nº 9.491 de 9 de setembro de 1997. **Altera procedimentos relativos ao Programa Nacional de Desestatização, revoga a Lei nº 8.031, de 12 de abril de 1990, e dá outras providências**. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/19491.htm. Acesso em: 19 set. 2021.

⁴⁶ BRASIL. Decreto nº 2.594 de 15 de maio de 1998. **Regulamenta a Lei nº 9.491, de 9 de setembro de 1997, que dispõe sobre o Programa Nacional de Desestatização e dá outras providências**. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto/d2594.htm. Acesso em: 26 maio 2021.

⁴⁷ BRASIL. Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001. Acesso em: 19 set. 2021.

OPA, liquidação da companhia, entre outros⁴⁸; e (iv) as *Golden Shares* são de propriedade exclusiva do ente desestatizante, não podendo ser transferidas à outros entes públicos⁴⁹.

Cumpra ressaltar que o ente desestatizante deverá justificar as razões de interesse público pelas quais foi decidido a outorga de direito de veto e outros privilégios a ele concedidos. Embora o §7º do Art. 17 da Lei das S.A. não exija esta justificativa, como era exigido pelas leis de privatizações anteriores, Modesto Carvalhosa pontua que “não se poderia conceber a ingerência do Estado na propriedade e negócios privados, a não ser em virtude de um interesse público”⁵⁰.

Percebe-se, portanto, que as ações preferenciais de classe especial permitem que o ente público faça prevalecer, na companhia privada, o interesse público, além de exercer uma função reguladora, podendo permanecer no controle de decisões estratégicas para a companhia⁵¹.

Há de se ressaltar que, diante do exposto, as *Golden Shares*, em seus efeitos, guardam certa semelhança com o voto plural e são consideradas como um dos desvios do consagrado princípio “*one share one vote*”, conforme abaixo explicitado.

⁴⁸ EIZIRIK, 2015a, p. 170.

⁴⁹ CARVALHOSA, 2011, p. 328.

⁵⁰ CARVALHOSA, 2011, p. 329.

⁵¹ *Ibid.*, p. 329.

CAPÍTULO 2

ESTRUTURAS ACIONÁRIAS E O PODER DE CONTROLE

É possível que haja estruturas de capital com mais de uma classe de ações, conferindo aos seus titulares direitos e poder de voto distintos. Essa estrutura é chamada de “*dual class*”⁵², em que, normalmente, uma classe de ações terá maior poder de voto do que a outra. Diferentemente do que ocorre com a estrutura “*single class*”⁵³ em que todas as ações possuem o mesmo poder de voto⁵⁴.

Nesse âmbito, o direito de voto verifica-se como uma das características mais marcantes das companhias⁵⁵, uma vez que é meio pelo qual as decisões que conduzirão os negócios serão tomadas.

Conforme define Nelson Eizirik: “O voto constitui a manifestação do direito conferido a cada indivíduo de participar da formação da vontade de determinado grupo”⁵⁶.

Sendo assim, ao exercer o direito de voto os acionistas, aqui referem-se aos acionistas detentores de ações ordinárias, uma vez que os acionistas detentores de ações preferenciais não possuem direito de voto, exceto em alguns casos (ex.: constituição da companhia e fechamento do capital, eleição em separado dos membros do conselho de administração e conselho fiscal), traduzem sua manifestação unilateral de vontade⁵⁷ para tomada das decisões sociais da companhia.

O controle da companhia, por sua vez, é exercido através do voto nas assembleias gerais. Conforme será demonstrado, o poder de controle não necessariamente é associado a maior quantidade de ações e sim a maioria dos votos nas assembleias da companhia, como é o caso das ações com voto plural.

⁵² Tradução livre: duas classes.

⁵³ Tradução livre: única classe.

⁵⁴ CONDON, Zoe. A Snapshot of Dual-Class Share Structures in the Twenty-First Century: A Solution to Reconcile Shareholder Protections with Founder Autonomy. **Emory LJ**, v. 68, p. 335, 2018. Disponível em: https://scholarlycommons.law.emory.edu/elj/vol68/iss2/3/?utm_source=scholarlycommons.law.emory.edu%2Felj%2Fvol68%2Fiss2%2F3&utm_medium=PDF&utm_campaign=PDFCoverPages. Acesso em: 05 set. 2021.

⁵⁵ EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**. 3ª ed. v. 2. São Paulo: Quartier Latin, 2021. p. 202.

⁵⁶ *Ibid.*, p. 203.

⁵⁷ TOMAZETTE, 2021, p. 548.

2.1 Breves Noções de Poder de Controle

O significado de poder de controle concebido pela legislação brasileira é no sentido de poder de dominação, isto é, ato ou poder de dominar, proveniente de uma influência inglesa e não apenas como um ato de fiscalização ou verificação, como sugere a legislação francesa⁵⁸.

Os primeiros estudos do tema sobre as corporações modernas foram de Adolf Berle e Gardiner Means, no livro *The Modern Corporation & Private Property*, cuja primeira edição data de 1932, em que apontam a possibilidade da dissociação da propriedade das ações e do controle, ou seja, do poder de comando empresarial ao mencionar que:

*It has destroyed the unity that we commonly call property – has divided ownership into nominal ownership and the power formerly joined to it. Thereby the Corporation has changed the nature of profit-seeking enterprise*⁵⁹.

Os referidos autores em seus estudos repararam que nos Estados Unidos no século XX, um acionista ou grupo de acionistas poderiam dirigir a companhia, detendo apenas uma porcentagem das ações.

Em seu turno, o poder de controle nas companhias pode ser exercido internamente, com base nas deliberações sociais e externamente, por uma influência externa de um terceiro não acionista⁶⁰.

Nesse sentido, no âmbito do controle interno, a definição de poder nas sociedades anônimas é realizada em função das assembleias gerais, que traduzem a vontade dos acionistas, constituindo a “última instância decisória” da companhia. Conforme ensinado por Fábio Comparato e Calixto Salomão Filho há três níveis em que o poder é estabelecido nas companhias: (i) participação no capital ou investimento acionário; (ii) direção; e (iii) controle⁶¹. O controle pode ser originado da participação do capital, no entanto, não se confundem, pois o

⁵⁸ COMPARATO; SALOMÃO, 2014, p. 25.

⁵⁹ Tradução livre: “Foi destituída a unidade que comumente chamamos de propriedade – dividiu-se a propriedade em propriedade nominal e o poder formalmente associado a ela. Desse modo, a Corporação mudou a natureza da empresa com fins lucrativos.”. BERLE, Adolf; MEANS, Gardiner. **The modern corporation and private property**. Transaction Publishers, 1967. p. 7.

⁶⁰ CUNHA, Lucas Marsili. **Formas de Coibir o Abuso do Poder de Controle nas Sociedades Anônimas**. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 39.

⁶¹ COMPARATO; SALOMÃO, 2014, p. 35.

seu exercício é por meio do direito de voto nas assembleias das companhias e o voto, por sua vez, é um elemento dissociado da participação no capital social.

A Lei das S.A. não define o que é o poder de controle, apenas o conceito de acionista controlador, conforme o Art. 116:

Entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que:

a) **é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembléia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e**

b) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia. Parágrafo único. O acionista controlador deve usar o poder com o fim de 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 atender⁶². (grifo do autor).

Como se vê, a própria definição da lei traduz a ideia de que o controle é exercido por meio do voto nas assembleias gerais, isto é, com a maioria dos votos e com o poder de eleger a maioria dos membros da administração e não por meio da propriedade das ações.

O próprio Colegiado da CVM no julgamento do Processo CVM nº RJ2013/5993⁶³, que será analisado abaixo em detalhe, reconheceu essa dissociação ao afirmar que: “o divórcio entre o poder econômico e o político é uma realidade que pode ocorrer frequentemente em função das estruturas societárias”.

O poder de controle interno, aquele cujo titular atua no interior da própria companhia, foi dividido em cinco por Adolf Berle e Gardiner Means, partindo da premissa de dissociação: (i) controle através da propriedade quase completa; (ii) controle majoritário; (iii) controle através de mecanismos legais; (iv) controle minoritário; e (v) controle gerencial.

O controle quase completo é aquele que se traduz pelas sociedades unipessoais, chamado de *one man company*⁶⁴ ou *wholly owned subsidiary*⁶⁵ Nesse aspecto Fábio Comparato discorda

⁶² BRASIL. Lei nº 6.404/76, de 16 de dezembro de 1976. Acesso em: 19 set. 2021.

⁶³ CVM. **Processo CVM nº RJ 2013/5993**. Declaração de Voto ao Recurso contra indeferimento de Pedido de Registro Inicial de Emissor de Valores Mobiliários - Categoria A - Sem Emissão. p. 21. Azul S.A. Diretora Relatora: Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes. Rio de Janeiro, 28 jan. 2014. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisooes/anexos/0010/8923-2.pdf>. Acesso em: 09 set. 2021.

⁶⁴ Tradução livre: sociedade unipessoal ou “companhia de apenas um homem”.

⁶⁵ Tradução livre: subsidiária integral.

dos autores americanos, refutando o controle quase completo, pois na sociedade unipessoal não há outro interesse a ser levado em conta, além do único titular do capital social⁶⁶. Sendo assim, é possível distinguir a sociedade unipessoal da companhia:

Pode-se e deve-se, pois, distinguir a sociedade unipessoal da companhia, cujo controle de funda em uma quase completa propriedade acionária, para efeito de aplicação no sistema legal. No segundo caso, ainda que reduzida à mínima expressão, existe sempre uma minoria, potencial ou atual, desde que, bem entendido, a pluralidade de acionistas seja real e não⁶⁷.

Assim, ainda que um acionista detenha uma participação mínima no capital ele possui direitos inafastáveis impostos pela lei, que independem do poder de controle exercido pelo controlador, como matérias que exigem consentimento unânime dos acionistas, por exemplo, mudança de nacionalidade da companhia brasileira⁶⁸ e transformação em outro tipo societário⁶⁹, quando não previamente prevista no estatuto social. Portanto, Fábio Comparato prefere chamar esta espécie de controle totalitário, se tratando de uma sociedade unipessoal, em que nenhum acionista é excluído do poder de dominação da sociedade⁷⁰.

O controle majoritário é aquele em que prevalece a vontade do maior número de sujeitos e está em desacordo com o menor número possível, como estabelecido por Hans Kelsen⁷¹. No Brasil, até mesmo o controle majoritário sofrerá com a unanimidade dos votos no caso de constituição da sociedade⁷².

Ainda, o controle majoritário se divide em duas subespécies, o controle majoritário absoluto e o controle majoritário simples, este último só existirá se houver na companhia uma minoria qualificada que determinará certos limites ao poder do acionista controlador⁷³, como o direito do acionista, mesmo que sem direito de voto, de convocar assembleia geral, quando os

⁶⁶ COMPARATO; SALOMÃO, 2014, p. 44.

⁶⁷ Ibid., p. 46.

⁶⁸ Art. 72, Lei das S.A.: “A sociedade anônima ou companhia brasileira somente poderá mudar de nacionalidade mediante o consentimento unânime dos acionistas”.

⁶⁹ Art. 221, Lei das S.A.: “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”.

⁷⁰ COMPARATO; SALOMÃO, 2014, p. 50.

⁷¹ KELSEN, Hans. **Teoria Generale del Diritto e dello Stato**. Milão: Etas, 1964. p. 191.

⁷² Art. 87, Lei das S.A.: “A assembleia 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”.

⁷³ COMPARATO; SALOMÃO, 2014, p. 52.

administradores da companhia retardarem por mais de 60 dias, conforme estabelecido na lei ou no estatuto social⁷⁴.

No que se refere ao controle mediante mecanismos legais ou controle mediante expedientes legais, este se baseia na possibilidade do exercício do poder de controle por meio de institutos ou artificios legais. Os exemplos elencados por Adolf Berle e Gardiner Means são: o *voting trust*, controle piramidal ou em cadeia e ações sem direito a voto ou com voto limitado. No entanto, a doutrina, em especial Comparato, vem afastando essa modalidade, por entender que são direitos próprios, não havendo elementos distintivos para os caracterizarem como uma classificação à parte.

O controle minoritário⁷⁵ é aquele em que o número de ações é menor que o capital votante. De acordo com Fábio Comparato: “um controle acionário bem estruturado, em companhia com grande pulverização acionária, pode atuar com a mesma eficiência de um controle majoritário”⁷⁶. A legislação brasileira reconhece implicitamente o controle minoritário ao prever que a segunda convocação de assembleia geral é instalada com qualquer número de acionistas⁷⁷.

Por fim, quanto ao último tipo de controle interno, o controle gerencial, se caracteriza por aquele poder de controle que não é fundado na participação acionária, mas sim na administração da companhia. Apesar de ser um controle interno⁷⁸, não se vincula a propriedade das ações. Esse tipo de controle é apenas verificado em companhias com alta dispersão acionária, em que o controle é delegado para administração. Nesses casos, é cada vez mais comum um “absenteísmo do corpo acionário” e a perpetuação da administração no poder, através de mecanismos de representação dos acionistas como o *proxy machinery*.

⁷⁴ Art. 123, b, Lei das S.A.: “Compete ao conselho de administração, se houver, ou aos diretores, observado o disposto no estatuto, convocar a assembléia-geral. b) por qualquer acionista, quando os administradores retardarem, por mais de 60 (sessenta) dias, a convocação nos casos previstos em lei ou no estatuto;”.

⁷⁵ Ou *working control* como referido por Adolf Berle e Gardiner Means. BERLE; MEANS, 1967. p. 75.

⁷⁶ COMPARATO; SALOMÃO, 2014, p. 57.

⁷⁷ Art. 125, Lei das S.A.: “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”.

⁷⁸ Defendem, Fábio Ulhôa Coelho e Fábio Comparato, que o controle gerencial é um controle interno, no entanto, Ricardo Ferreira de Macedo entende que seria um controle externo. Ora, o administrador atua internamente, é órgão da companhia e integra o organismo societário, logo não poderia exercer controle externo, pois o poder é emanado de dentro para fora. CASTRO, Rodrigo R. M. **Controle Gerencial**. Coleção IDSA de Direito Societário e Mercado de Capitais. v. 2. São Paulo: Quartier Latin, 2010. p. 70-71.

Conforme apontado por Comparato, esse fenômeno do controle gerencial é uma caracterização da teoria institucional da sociedade anônima:

Estamos diante de uma personificação da Empresa, subtraindo-a a qualquer vínculo de natureza real com os detentores do capital societário, e aproximando-a, até à confusão, de uma espécie lucrativa. É a instituição-empresa, dissolvendo-se completamente a *affectio societatis* original⁷⁹.

No Brasil, aonde o capital das companhias é caracterizado por ser de extrema concentração acionária, esse tipo de controle é quase inexistente, exceto pelas companhias que são controladas por fundações, que dependem da vontade dos administradores e curadores para geri-la.

Não obstante, de acordo com Salomão Calixto⁸⁰, há, ainda, o “controle gerencial de direito” que se ilustra com as *golden shares* ou ações preferenciais de classe especial, conferidas aos administradores, nos casos em que o estatuto social da companhia prevê que atribuição aos órgãos de administração de matérias relevantes para o exercício dos negócios sociais.

Diante do exposto, a maioria da doutrina brasileira segue o entendimento de Comparato, atribuindo quatro tipos de poder de controle interno, o controle totalitário (o chamado controle através da propriedade quase completa por Berle e Means), controle majoritário, controle minoritário e o controle gerencial, excluindo o controle por expediente legal, pelas razões acima expostas.

Por fim, o controle externo, que se contrapõe com o controle interno acima descrito, é aquele em que há uma influência externa dominante e é exercido independentemente de qualquer previsão, seja legal ou estatutária. Ocorre, na maioria das vezes, em uma situação de superendividamento da companhia, como em razão de um direito de crédito de fornecedores, consumidores e principalmente de instituições bancárias.

Desse modo, as instituições financeiras, para garantirem o recebimento de seu crédito, passam a impor determinadas condições e limites para renovação do crédito ou reforma das

⁷⁹ COMPARATO; SALOMÃO, 2014, p. 62.

⁸⁰ *Ibid.*, p. 65-67.

dívidas, como uma reorganização societária e remanejamento da administração, ocupando, portanto, uma posição de controlador e não de credor.

Assim, o controle externo, como bem explicado por Lucas da Cunha se dá:

Por meio de alguma vantagem ou influência de terceiro (não acionista), que impõe sua vontade para orientar determinado negócio da companhia, ou para estabelecer certa situação de sujeição à sociedade, mas dificilmente será capaz de exercer todas as prerrogativas que o controlador legitimado pela lei e pelo estatuto da companhia possui⁸¹.

2.2 Conceito Dual Class Shares

*Dual class shares*⁸² é uma estrutura que contém duas ou mais classes de ações. Usualmente, em modelos de estrutura dual, uma das classes de ações possui um poder de voto maior do que a outra. Ao contrário do que ocorre com a tradicional estrutura do *one share one vote*, em que toda as ações têm o mesmo poder de voto.

Dessa forma, pela própria definição, a estrutura *dual class* não se caracteriza apenas por uma ação que contenha super voto, mas também por qualquer tipo de mecanismo que não ofereça a todos os acionistas da companhia a estrutura de um voto por ação.

O poder de voto, conforme mencionado, é um importante mecanismo nas sociedades anônimas, pois confere aos seus acionistas o poder de controle sobre a companhia, o principal deles é o direito de eleger a maior quantidade de membros do conselho de administração⁸³. Esta é uma das razões pela qual companhias que atuam em setores diversos e que naturalmente optam por abrir capital em países que permitem o modelo *dual class shares*, vêm adotando esse modelo.

As *dual class shares* também são uma importante medida para as companhias se protegerem de ofertas públicas de aquisição de controle.

Conforme demonstra Zoe Condon:

⁸¹ CUNHA, 2019, p. 42.

⁸² Tradução livre: duas classes de ações.

⁸³ CONDON, A Snapshot of Dual-Class Share Structures in the Twenty-First Century: A Solution to Reconcile Shareholder Protections with Founder Autonomy. Acesso em: 05 set. 2021.

*The dual-class structure is popular with companies in various sectors because the ability to limit classes of shareholder votes is a useful defensive measure that protects against takeovers*⁸⁴.

Além disso, o modelo dual permite que os acionistas fundadores, que são os mais interessados no negócio e comprometidos em garantir um bom desenvolvimento e sucesso para companhia, possam efetivamente geri-la.

Essa estrutura também vêm sendo muito utilizada por fundadores de companhias ainda em crescimento, como *start-ups* e *fintechs* para alavancarem seus negócios na medida em que ainda também conseguem geri-los.

Na área da mídia e jornal há também diversas companhias adeptas deste modelo, é possível citar algumas companhias norte-americanas relevantes e já consolidadas no mercado que possuem estruturas duais: New York Times Company, Washington Post Company e Dow Jones & Company, Inc., a empresa responsável pela publicação do *The Wall Street Journal*.

2.3 Princípio One Share One Vote

O consagrado princípio do “*one share one vote*”, em que uma ação corresponde a um voto nas deliberações das sociedades anônimas, está calcado no princípio da proporcionalidade, isto é, o voto do acionista é proporcional à sua participação no capital social da companhia⁸⁵.

Em geral, o princípio da proporcionalidade está intimamente relacionado ao direito de voto, motivo pelo qual é comum a associação entre o “*one share one vote*” e o princípio da proporcionalidade⁸⁶.

Entretanto, o princípio da proporcionalidade encontra diversas limitações, como a permissão pelo ordenamento jurídico brasileiro da emissão de ações preferenciais sem direito de voto, ou ações com restrições ao direito de voto e ainda, das *golden shares*, a ação preferencial de classe especial, de propriedade exclusiva do ente desestatizante, estabelecida no

⁸⁴ Tradução livre: “A estrutura *dual class* é popular entre empresas de vários setores, pois a possibilidade de limitar as classes de votos dos acionistas é uma medida defensiva útil que protege a companhia contra as ofertas públicas de aquisição”. Ibid., p. 342.

⁸⁵ EIZIRIK, 2021, p. 203.

⁸⁶ PELA, Juliana Krueger. **As golden shares no direito societário brasileiro**. Quartier Latin, 2012. p. 85-131.

Art. 17, §7º da Lei das S.A., como tratado anteriormente neste trabalho, por estas razões não deve ser interpretado de forma absoluta.

Até a promulgação da recente Lei nº 14.195 de 26 de agosto de 2021⁸⁷, a Lei das S.A. recepcionava o princípio do “*one share one vote*”, proibindo expressamente no Art. 110⁸⁸ o voto plural. Atualmente, o Art. 110, da Lei das S.A. foi alterado de forma que passa a permitir a criação de uma ou mais classes de ações ordinárias com atribuição de voto plural, embora imponha certas limitações.

É certo que o princípio de “uma ação um voto” ganha popularidade no âmbito das normas de governanças corporativas e nos dispositivos de proteção aos acionistas minoritários, pois fornece igualdade e segurança aos acionistas. À medida que a estrutura dual fornece uma proporcionalidade enviesada entre o número de ações de propriedade do acionista e o seu poder de controle da companhia.

No entanto, o princípio do “*one share one vote*” vem cada vez mais perdendo sua força, não apenas no Brasil com a recente permissão do voto plural, mas em diversos países do mundo, frente aos diversos IPO bem sucedidos de grandes companhias com voto plural, como Google, Ford Motor Company, Alibaba e Xp Inc.

Nesse sentido, é o que bem pontua Nelson Eizirik:

O conceito de “*one share one vote*” está começando a apresentar sinais de enfraquecimento, em razão do sucesso de companhias que adotam o voto plural⁸⁹.

2.4 Desvios ao princípio do “*one share one vote*”

Como mencionado, no Brasil e em diversas outras legislações, antes da permissão do voto plural pela Lei nº.14.195, já havia mecanismos de desvios ao consagrado princípio de “uma ação, um voto”, além da emissão de ações preferenciais sem direito de voto ou ações com restrições ao direito de voto e das *golden shares*.

⁸⁷ BRASIL. Lei nº 14.195, de 26 de agosto de 2021. Acesso em: 15 set. 2021.

⁸⁸ Art. 110, §2º “Antes da alteração da Lei nº.14.195: É vedado atribuir voto plural a qualquer classe de ações”.

⁸⁹ EIZIRIK, 2021, p. 204.

Isto porque a proibição do voto plural não garantia aos fundadores ou acionistas controladores a liberdade de definição da estrutura acionária da companhia, o que conseqüentemente os levava a buscar outros meios alternativos para “burlar” a regra, criando mecanismos, muitas vezes, mais nocivos e menos transparentes⁹⁰, como as ações superpreferenciais e as *poison pills*⁹¹.

2.4.1 As Superpreferenciais

Um desses mecanismos são as chamadas ações “superpreferenciais”, em que uma ação, sem direito de voto, equivale a um elevado múltiplo de ações ordinárias. Dessa forma, os acionistas detentores destas ações superpreferenciais recebem dividendos bem superiores aos demais acionistas gerando, evidentemente, uma desproporção entre as ações emitidas pela companhia.

As ações superpreferenciais foram reconhecidas como legais pelo colegiado da CVM na decisão do Processo CVM nº RJ2013/5993 de 31 de janeiro de 2014⁹², no âmbito do recurso da Azul contra decisão da SEP, área técnica da CVM, que indeferia o pedido de registro inicial de companhia aberta na “categoria A” protocolado pela Azul.

Na análise dos documentos do pedido, a SEP entendeu que haveria irregularidades no estatuto social da Azul ao prever que as ações preferencias de emissão da companhia tivessem um dividendo 75 vezes maior que o atribuído as ações ordinárias, desrespeitando, portanto, o Art.15, §2º da Lei das S.A.⁹³.

Nesse cenário, a proporção estabelecida de 75:1 poderia configurar, nas palavras de Nelson Eizirik que “o controle fosse exercido com menos de 0,70% dos recursos aportados ao

⁹⁰ BURKART, Mike; LEE, Samuel. One Share-One Vote: The Theory. In: **Review of Finance 12**, p. 41, 2008 apud AZEVEDO, Luís André. Concentração e Dispersão do Poder Político nas Organizações Coletivas Finalísticas. **Regime Jurídico da companhia Aberta Integrante do Novo Mercado da Bolsa de Valores: o Papel Decisivo Desempenhado pelos Instrumentos Jurídicos de Dissociação entre Representatividade Política e Participação Econômica de Acionistas no Âmbito da Companhia**. Orientador: Eduardo Secchi Munhoz. 2015. 263 f. Tese (Doutorado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2015. Disponível em: https://teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-17122015-104939/publico/Tese_LANMA_Final.pdf. Acesso em: 07 maio 2021.

⁹¹ Tradução livre: pílulas de veneno.

⁹² CVM. **Processo CVM nº RJ 2013/5993**. Acesso em: 09 set. 2021.

⁹³ Art. 15, § 2º da Lei das S.A.: “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”.

capital”⁹⁴, com o capital da companhia composto por 50% de ações ordinárias e 50% de ações preferenciais.

Em sua decisão a SEP arguiu que não se tratava apenas de uma proporção em termos de quantidade de ações, mas também de aporte econômico, assim concluindo que: “o poder político deve guardar uma relação com o volume de recursos aplicado no negócio”⁹⁵.

Ao contrário da área técnica, o colegiado da CVM, por unanimidade, no julgamento do processo⁹⁶ entendeu, dentre outros, que: (i) não há exigência legal de que a proporcionalidade entre o aspecto político da ação preferencial e seu conteúdo econômico devam ser mantidos; (ii) a lei admite ações sem valor nominal, logo não há como assegurar uma proporcionalidade entre o capital aportado e o número de ações; (iii) ao estabelecer a possibilidade do dividendo por ação pelo menos 10% maior do que aquele da ação ordinária, “a lei criou um piso, não um teto” para as vantagens das ações preferenciais, portanto, não cabe à CVM estabelecer os limites que a própria lei não estabeleceu; (iv) novamente, não cabe a CVM indeferir pedido de registro de companhia aberta sob o argumento de que a estrutura societária de uma companhia está com um “desalinhamento” entre os interesses do acionista controlador e dos minoritários; e (v) não há restrições legais quanto ao limite de emissão de ações preferenciais além da estabelecida no Art. 15,§2º da Lei das S.A., que é claro ao prever que o limite de 50% do total das ações emitidas não se refere ao capital social, mas sim ao total de ações da companhia.

Apesar do emblemático caso da Azul com o reconhecimento da legalidade das ações preferenciais pela CVM, a companhia desistiu de se registrar na CVM em 2013, postergando a implementação das ações superpreferenciais para 2017. No entanto, sedimentou o entendimento da autarquia e abriu portas para que outras companhias pudessem assim implementar legalmente as ações superpreferenciais.

⁹⁴ EIZIRIK, Nelson. A ação “superpreferencial” é legal?. **Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários**, São Paulo, Almedina, v. 1. p. 125- 142, 2015b. Disponível em: https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/2935311/mod_folder/content/0/N.%20Eizirik%20-%20A%20a%C3%A7%C3%A3o%20super%20preferencial%20%C3%A9%20legal.pdf?forcedownload=1. Acesso em: 07 set. 2021.

⁹⁵ CVM. **Processo CVM nº RJ2013/5993**. Acesso em: 09 set. 2021.

⁹⁶ *Ibid.*, Acesso em: 09 set. 2021.

Foi o caso da Gol que em 2015 realizou uma reestruturação societária e implementou as ações superpreferenciais com um valor 35 vezes maior ao atribuído as ações ordinárias⁹⁷. E recentemente, em 2020, a Track & Field realizou IPO⁹⁸, emitindo ações preferenciais com um direito econômico 10 vezes maior que o das ações ordinárias.

Defende Henrique Cunha Barbosa que as superpreferenciais:

Destarte, parece inequívoco que a figura das “Superpreferenciais” apresenta-se como relevante modalidade de ajuste societário, abrindo flanco para um variado leque de operações, em linha com o regramento absolutamente versátil do anonimato⁹⁹.

Ante o exposto, apesar de legais e relevantes, as ações superpreferenciais configuram como um mecanismo artificial¹⁰⁰ criado para manutenção do poder de controle, na tentativa de sanar o problema da proibição do voto plural.

2.4.2 As Poison Pills

A *poison pill*, por sua vez, também foi um desses mecanismos criados para dificultar a tomada do controle nas companhias abertas. As *poison pills* configuram-se como uma medida defensiva adotada pela companhia na pré-oferta, isto é, antes de uma oferta de aquisição hostil de controle da companhia estar em curso.

Essas “pílulas” foram criadas nos Estados Unidos na década de 1980, em um cenário em que já existia uma grande quantidade de companhias abertas com capital pulverizado, as chamadas *corporations*¹⁰¹, e ocorria uma onda de ofertas hostis de aquisição de controle. As companhias, por sua vez, não possuíam mecanismos de defesa contra essas aquisições.

⁹⁷ CVM. **Ata da Assembleia Geral Extraordinária realizada em 23 de março de 2015**. Gol Linhas Aéreas Inteligentes S.A. Disponível em: <https://www.rad.cvm.gov.br/ENET/fmExibirArquivoIPEEexterno.aspx?NumeroProtocoloEntrega=460478>. Acesso em: 18 set. 2021.

⁹⁸ CVM. **Prospecto preliminar da oferta pública de distribuição primária e secundária de ações preferenciais de emissão da Track & Field CO S.A.** Disponível em: https://sistemas.cvm.gov.br/dados/ofeanal/RJ-2020-01276/20201019_Prospecto%20Preliminar.pdf. Acesso em: 09 set. 2021.

⁹⁹ BARBOSA, Henrique C. Ações Preferenciais, “Superpreferenciais” e Tracking Stocks Como Instrumento De Operações Societárias. In: **Novos Temas de Direito e Corporate Finance**. BARBOSA, Henrique; BOTREL, Sérgio (coords.). São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 69. Disponível em: <http://barbosabarbosa.com.br/images/Novostemasdedireito.pdf>. Acesso em: 10 set. 2021.

¹⁰⁰ TRINDADE, Marcelo. **Em meio ao caos, o voto plural**. Disponível em: <https://valorinveste.globo.com/blogs/marcelo-trindade/coluna/em-meio-ao-caos-o-voto-plural.ghtmlpr>. Acesso em: 28 maio 2021.

¹⁰¹ Tradução livre: Corporações.

Nesse contexto, o advogado Marty Lipton desenvolveu o mecanismo das *poison pills*, no caso St. Joe Minerals contra Seagram's¹⁰², em uma tentativa de aquisição do controle da St. Joe Minerals pela Seagram's.

A *poison pill*, formalmente constituída como “*shareholder's rights plan*”¹⁰³, é um mecanismo em que são conferidos títulos de vencimento, emissão de debêntures (simples ou conversíveis) ou bônus de subscrição, aos acionistas, apenas exercíveis e resgatáveis pela companhia em determinadas circunstâncias, como uma oferta hostil de aquisição de controle, a um preço amigável, isto é, em condições muito mais favoráveis. Assim, com a aquisição das ações pelos acionistas não hostis, o potencial adquirente é diluído, uma vez que o direito de preferência não é assegurado, impedindo a tomada de controle ou tornando-a mais onerosa para o potencial adquirente.

Nos Estados Unidos, para serem acionadas, as *poison pills* normalmente não necessitam de aprovação dos acionistas, no entanto, alguns estatutos sociais já vem requisitando essa aprovação, por entenderem que com a ausência da previsão estatutária, estariam mais vulneráveis às aquisições hostis¹⁰⁴.

Desde sua criação as *poison pills* sofreram algumas transformações, variando suas características de acordo com as especificidades de cada mercado de capitais, mas fato é que o seu principal objetivo é: “aumentar substancialmente a quantia que um potencial adquirente precisaria desembolsar para realizar o *takeover* de uma empresa-alvo”¹⁰⁵.

Em mercados mais desenvolvidos, em que há maior dispersão acionária, como por exemplo Estados Unidos e Inglaterra, ambos países que adotam a *common law*, há maior ocorrência de eventos de tomada de controle hostil nas companhias, por consequente a incidência de aplicação da *poison pill* é maior. Já em países em que o controle nas companhias

¹⁰² COMPANY NEWS. Seagram Is Sued On Takeover Effort. **The New York Times**. Nova York, 17 mar. 1981. Disponível em: <https://www.nytimes.com/1981/03/17/business/company-news-seagram-is-sued-on-takeover-effort.html>. Acesso em: 14 ago. 2021.

¹⁰³ Tradução livre: Plano de Direitos dos Acionistas. REED, Stanley F.; LAJOUX, Alexandra R.; NESVOLD H. Peter. **The Art of M&A**. A Merger Acquisition Buyout Guide. 4ª ed. Estados Unidos: McGraw-Hill, 2007. p. 844.

¹⁰⁴ REED; LAJOUX; NESVOLD, 2007, p. 844-845.

¹⁰⁵ AZEVEDO, Y. G. P.; GOMES, H. B.; NAKAO, S. H. Poison pills e governança corporativa: um estudo no mercado acionário brasileiro. **Revista de Contabilidade e Organizações**, v. 15, e169831, p. 3. 2021. Disponível em: <https://www.revistas.usp.br/rco/article/view/169831>. Acesso em: 14. set. 2021.

é exercido principalmente de forma concentra, como Brasil e Japão¹⁰⁶, essa estrutura começa a surgir mais lentamente, ao passo que o mercado vem se desenvolvendo.

Essa diferença pode ser exemplificada considerando que entre os meses de março e abril de 2020 mais de 15 *poison pills* foram implementadas por companhias listadas nos Estados Unidos, como uma resposta ao impacto da pandemia do COVID-19, o que não ocorreu na América Latina¹⁰⁷.

No Brasil, o mecanismo mais utilizado entre as companhias brasileiras, apelidado de *Brazilian Pill*, foi inspirado na *poison pill* norte-americana, no entanto a ela pouco se assemelha. A *Brazilian Pill* encontra maior similaridade com a regra de oferta obrigatória¹⁰⁸ disposta no Art. 5º da Diretiva 2004/25/CE do Parlamento Europeu e do Conselho da União Europeia, relativa as ofertas públicas de aquisição¹⁰⁹.

Nesse sentido, pontuam Francisco Müssnich e Lobão Melo que a variação brasileira da *poison pill* não se assemelha com a medida defensiva norte-americana, caracterizando-se como “uma evidente confusão de espécie com gênero”¹¹⁰.

¹⁰⁶ CARVALHOSA, Modesto. As Poison Pills Estatutárias na Prática Brasileira: alguns aspectos de sua Legalidade. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro; ARAGAO, Leandro Santos de. **Direito Societário: Desafios Atuais**. São Paulo: Quartier Latin, 2009. p. 21-22.

¹⁰⁷ MÜSSNICH, F.; MAVIGNIER, M.; REIS, A. P. Public M&As, Hostile Takeovers and Shareholder Activism. The Guide to Mergers and Acquisitions, **Law Business Research**. United Kingdom, jan. 2021. p. 91. Disponível em:

https://www.bmalaw.com.br/docsmkt/7_Public_%20MAs_Hostile_Takeovers_and_Shareholder_Activism.pdf. Acesso em: 14 set. 2021.

¹⁰⁸ COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO, Calixto Filho. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. 6ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014. p. 214.

¹⁰⁹ Art 5º. 1: “Sempre que uma pessoa singular ou colectiva, na sequência de uma aquisição efectuada por si ou por pessoas que com ela actuam em concertação, venha a deter valores mobiliários de uma sociedade a que se refere o n.º 1 do artigo 1.º que, adicionados a uma eventual participação que já detenha e à participação detida pelas pessoas que com ela actuam em concertação, lhe confiram directa ou indirectamente uma determinada percentagem dos direitos de voto nessa sociedade, permitindo-lhe dispor do controlo da mesma, os Estados-Membros asseguram que essa pessoa deva lançar uma oferta a fim de proteger os accionistas minoritários dessa sociedade. Esta oferta deve ser dirigida o mais rapidamente possível a todos os titulares de valores mobiliários, para a totalidade das suas participações, a um preço equitativo definido no nº 4”. UNIÃO EUROPEIA. Directiva 2004/25/CE do Parlamento Europeu e do Conselho. **Jornal oficial da União Europeia**. Data: 21 abr. 2004. Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32004L0025&from=it>. Acesso em: 14 set. 2021.

¹¹⁰ MÜSSNICH, Francisco; LOBÃO MELO, Vitor de Brigo. Análise Prática e Considerações sobre a realidade e a aplicação das medidas de proteção à tomada de controle nos estatutos sociais das companhias abertas brasileiras (Brazilian Pills). In: SILVA, Alexandre Couto (coord.). **Direito Societário - Estudos sobre a lei de sociedades por ações**. Editora Saraiva, 2013. p. 254.

A *Brazilian Pill*, portanto, é uma medida defensiva estatutária, a qual estabelece a obrigatoriedade para o potencial adquirente de realizar uma Oferta Pública de Aquisição de Ações- OPA¹¹¹ para todos os demais acionistas, caso a aquisição atinja um determinado percentual por exemplo, 15%, 20% ou 25% das ações em circulação de emissão da companhia. Essas cláusulas usualmente preveem fórmulas para o cálculo de avaliação que resultam em um elevado preço de aquisição das ações¹¹².

Em seu turno, a OPA pode ser definida como uma operação por meio da qual uma instituição pretende adquirir uma participação significativa ou a totalidade das ações em circulação de determinada companhia-alvo. É o que preceitua o Art. 3º, §3º da Instrução CVM nº361/2002:

Para os efeitos desta Instrução, considera-se OPA a oferta pública efetuada fora de bolsa de valores ou de entidade de mercado de balcão organizado, que vise à aquisição de ações de companhia aberta, qualquer que seja a quantidade de ações visada pelo ofertante¹¹³.

A oferta hostil de aquisição do controle acionário é uma das variantes da OPA, como bem definida por Fátima Andrighi e Laura Riva:

Uma OPA é considerada hostil quando o conselho de administração da empresa-alvo não é informado previamente da oferta, ou quando a instituição proponente decide prosseguir com a oferta mesmo depois do conselho de administração da companhia-alvo tê-la recusado¹¹⁴.

É comum que o estatuto social, além da cláusula de *poison pill*, possua cláusulas acessórias para assegurar o cumprimento destas disposições de cunho defensivo¹¹⁵, como por

¹¹¹ No direito americano é chamada de *public tender offer*.

¹¹² CARVALHOSA, 2009, p. 25.

¹¹³ CVM. **Instrução CVM nº361, de 5 de março de 2002**. Dispõe sobre o procedimento aplicável às ofertas públicas de aquisição de ações de companhia aberta, o registro das ofertas públicas de aquisição de ações para cancelamento de registro de companhia aberta, por aumento de participação de acionista controlador, por alienação de controle de companhia aberta, para aquisição de controle de companhia aberta quando envolver permuta por valores mobiliários, e de permuta por valores mobiliários. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst361.html>. Acesso em: 20 set. 2021.

¹¹⁴ ANDRIGHI, Fátima N.; RIVA, Laura R. **Oferta Hostil e Poison Pills**. Sociedades Anônimas e Mercado de Capitais. São Paulo: Quartier Latin. 2011. p. 321.

¹¹⁵ MÜSSNICH; MAVIGNIER; REIS, Public M&As, Hostile Takeovers and Shareholder Activism. Acesso em: 14. set. 2021.

exemplo, a suspensão do exercício dos direitos do acionista que as descumprirem, conforme o Art. 120 da Lei das S.A.¹¹⁶.

No Brasil há uma discussão acerca da legalidade da *poison pill*, entende-se que a cláusula estatutária que a prever deverá ter um caráter “parassocial”, isto é, a cláusula poderá, a qualquer tempo, ser removida do estatuto social se assim for a vontade dos acionistas em deliberação na assembleia geral.

No entanto, alguns estatutos sociais passaram a tratá-la como “cláusula pétrea”, prevendo punições para os acionistas que, em assembleia geral, votassem pela supressão ou alteração da cláusula de *poison pill* do estatuto social, como a realização de Oferta Pública de Ações- OPA de todas as ações da companhia em circulação. É o que observa Modesto Carvalhosa:

Percebe-se, neste caso, a extrema ilegalidade e imoralidade deste tipo de cláusula de *poison pill*, pois constringe o exercício do direito de voto do acionista, o qual deverá ser manifestado, sempre, de forma livre e em consonância com o interesse social¹¹⁷.

Com esses desdobramentos, a discussão foi objeto de audiência pública na CVM, tendo os diretores na época, Marcos Pinto e Otávio Yazbeki, elaborado memorando¹¹⁸ contrário à utilização das *poison pills*, declarando que embora não sejam ilegais, a sua adoção seria um retrocesso, por permitir estruturas que restringem indiretamente o direito de voto dos acionistas e por representar uma ineficiência do ponto de vista econômico.

O debate culminou com a emissão do Parecer de Orientação nº36¹¹⁹ pela CVM que determina que a autarquia não aplicará penalidades, em processos administrativos sancionadores, aos acionistas que votarem pela supressão ou alteração da cláusula de *poison pill* do estatuto social, mesmo que não realizem a oferta pública de aquisição prevista na cláusula estatutária.

¹¹⁶ Art. 120 da Lei das S.A.: “A assembléia-geral poderá suspender o exercício dos direitos do acionista que deixar de cumprir obrigação imposta pela lei ou pelo estatuto, cessando a suspensão logo que cumprida a obrigação”.

¹¹⁷ CARVALHOSA, 2009, p. 26.

¹¹⁸ CVM. **Memorando**. Ref.: Poison Pills. Disponível em:

<http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoies/anexos/0005/6491-0.pdf>. Acesso em: 10 set. 2021.

¹¹⁹ CVM. **Parecer de Orientação nº 36**. 2009. Disponível em:

<http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/pareceres-orientacao/pare036.html#:~:text=Disposi%C3%A7%C3%B5es%20estatut%C3%A1rias%20que%20imp%C3%B5em%20%C3%B4nus,de%20prote%C3%A7%C3%A3o%20%C3%A0%20dispers%C3%A3o%20acion%C3%A1ria>. Acesso em: 15 set. 2021.

Ante o exposto, além de ser uma medida defensiva “*anti-takeover*”¹²⁰ que visa proteger a companhia conferindo estabilidade à administração, a *poison pill* também pode se demonstrar uma medida de manutenção do controle já estabelecido na companhia e perpetuação dos atuais administradores em suas posições, o que evidentemente acaba por prejudicar os acionistas minoritários.

Sendo assim, ao passo que o objetivo é manter a dispersão acionária e até garantir aos administradores um poder de negociação diante das ofertas hostis, *as poison pills* também podem servir como um mecanismo para “engessar” o controle gerencial existente.

Conforme demonstrado, os dois mecanismos, ações superpreferenciais e *poison pills*, foram surgindo à medida que o mercado de capitais brasileiro veio se desenvolvendo e ganhando maior dispersão acionária, e sua utilização visa dificultar a alteração do titular do poder de controle na companhia. O princípio do *one share one vote* e o da proporcionalidade, portanto, já vinha sendo mitigado antes mesmo da adoção do voto plural no Brasil, com a criação de mecanismos de distorções.

¹²⁰ Tradução livre: Anti-aquisição.

CAPÍTULO 3

O VOTO PLURAL

3.1 Origem e definição

O voto é a manifestação individual e unilateral de vontade do acionista na companhia e é acolhido nas sociedades, em especial nas sociedades anônimas, como um meio de consultar os acionistas para formar a vontade social¹²¹.

O voto, portanto, configura um instrumento de poder conferido pela ação da companhia, que por sua vez, assegura o acionista de participar das deliberações em assembleias gerais, exprimindo sua vontade. Por este motivo é uma das características mais importantes das sociedades, é por meio dele que são tomadas as decisões e diretrizes da companhia, seja diretamente, ou indiretamente, através da eleição de membros da administração que irão colocá-los em prática.

Em geral, atribui-se para cada ação ordinária, ou preferencial com direito a voto, um voto na assembleia, o chamado princípio do *one share one vote*, acima detalhado. No entanto, o voto plural, como o próprio nome sugere, vai de encontro com o princípio do *one share one vote* ao permitir que as ações ordinárias possuam mais de um voto nas deliberações da assembleia geral da companhia.

Nas palavras de Nelson Eizirik:

O voto plural tem como objetivo assegurar a determinadas categorias de acionistas, usualmente os fundadores, uma influencia preponderantemente na direção da companhia, desproporcional ao capital que representam¹²².

As restrições quanto a emissão do voto plural cabem as legislações específicas de cada país, no entanto é comum que se estabeleça: (i) o número máximo de votos que poderão ser atribuídos para cada ação com voto plural; (ii) restrições de determinadas matérias que não poderão ser votadas com voto plural nas assembleias; e (iii) um limite temporal à eficácia do

¹²¹ BORBA, José Eduardo Tavares. **Direito Societário**. 18ª ed. São Paulo: Atlas, 2021. p. 353.

¹²² EIZIRIK, 2021, p. 204.

voto plural, conhecidas como *sunset clause*¹²³, isto é, uma cláusula de caducidade do voto plural estabelecida no estatuto social, conforme os limites impostos pela lei.

Como bem pontuado por Trajano Valverde, não se deve confundir o voto plural com o voto privilegiado, uma vez que o termo voto privilegiado é usado como uma designação genérica para:

Assinalar toda e qualquer desigualdade no direito de voto, pelo o que abrange as numerosas variedades ou combinações sobre o direito de voto: ações de voto plural, múltiplo, desigual, de direção, ações maiores, designações nem sempre, é verdade apropriadas¹²⁴.

O voto plural chamado na literatura internacional de *super voting shares*¹²⁵, que se traduz por meio de uma estrutura acionária dual, é também uma *dual class shares*, ou seja, duas classes de ações, pois pode haver uma ou mais classes de ações ordinárias, em que são atribuídos mais de um voto por ação e outra classe de ação ordinária em que é atribuído um voto por ação.

A estrutura *dual class shares* foi criada no final do século XIX, e sua estrutura começou a aparecer nos Estados Unidos e em alguns países da Europa.

Nos Estados Unidos, em 1898, há registros de uma primeira companhia com *dual class shares*, a International Silver Company, que emitiu ações ordinárias sem direito a voto e, em 1902, essas mesmas ações sem direito a voto, passaram a receber um voto para cada duas ações¹²⁶.

Contudo, a emissão de ações com diferentes direitos de votos começou a ocorrer com maior frequência na década de 1920, em que estima-se que 183 companhias listaram-se adotando essa estrutura dual, dentre elas, havia emissão de ações com e sem direito de voto¹²⁷. Outro marco de popularidade das *dual class shares* no mercado norte americano foi na década de 1980, com a onda de *hostile takeovers* que se iniciou no país. Esses dois *booms* históricos

¹²³ Tradução livre: cláusula de caducidade.

¹²⁴ EIZIRIK, 2021, p. 204 apud VALVERDE, Trajano de Miranda. **Sociedade por Ações**. 2ª ed. v. 2. Rio de Janeiro: Forense, 1953. p. 56-57.

¹²⁵ Tradução livre: ações com “super” voto.

¹²⁶ BAINBRIDGE, Stephen M., **Understanding Dual Class Stock Part I: An Historical Perspective**. 2017. Disponível em: <https://www.professorbainbridge.com/professorbainbridge.com/2017/09/understanding-dual-class-stock-part-i-an-historical-perspective.html>. Acesso em: 18 set. 2021.

¹²⁷ CFA INSTITUTE. *Dual-Class Shares the good, the bad, and the ugly*. p. 29. Acesso em: 28 maio 2021.

foram precedidos por um período de maior liquidez e otimismo exagerado do mercado, seguidos de um longo período de turbulência no mercado¹²⁸.

Na Europa, o voto plural surgiu na Alemanha e França, em um período pós- Primeira Guerra Mundial como uma forma de manter o controle das companhias em bases nacionais, evitando o domínio estrangeiro, no entanto não tiveram muito sucesso. Na Alemanha, o objetivo almejado não foi alcançado culminando com a posterior proibição, já na França foi considerado um instrumento de exercício do “fascismo acionário”, tendo sido proibido novamente em 1933¹²⁹. No entanto, os franceses voltaram a admiti-las em 1966 com um princípio de fidelidade, isto é, os estatutos sociais apenas podem criar ações com voto plural quando registradas há pelo menos 2 anos em nome do mesmo acionista¹³⁰.

No que se refere ao Brasil, a legislação proibiu a adoção do voto plural em 1932, no Art. 1º, §4º do Decreto nº21.538 de 15 de junho de 1932¹³¹, o mesmo decreto que autorizou as ações preferenciais sem voto. Antes de 1932, a legislação brasileira era silente quanto a legalidade do voto plural, com isso, diversas companhias estabeleciam que apenas a partir de um certo percentual acionário passava a haver direito de voto.

Mais tarde, em 1940, com o Decreto-Lei nº 2.627/1940 o princípio do *one share one vote*, foi formalmente instituído na legislação brasileira, no Art. 80¹³², posteriormente revogado pela Lei das S.A.

Em meio a uma crescente ondas de IPOs, houveram tentativas de alteração do cenário brasileiro proibitivo, o Projeto de Lei nº10.736/2018¹³³, que visava acrescentar o Art. 110-A à Lei das S.A.¹³⁴, para autorizar a atribuição de voto plural a uma única classe de ações, e uma

¹²⁸ CFA INSTITUTE. Dual-Class Shares the good, the bad, and the ugly. p. 29. Acesso em: 28 maio 2021.

¹²⁹ CARVALHOSA, 2011, p. 447.

¹³⁰ COMPARATO; SALOMÃO, 2014, p. 159.

¹³¹ BRASIL. Câmara dos Deputados. **Legislação Informatizada - Decreto nº 21.536, de 15 de Junho de 1932 - Publicação Original**. Art. 1º, §4º: É vedado o voto plural. Disponível em: <https://www2.camara.leg.br/legin/fed/decret/1930-1939/decreto-21536-15-junho-1932-517361-publicacaooriginal-1-pe.html>. Acesso em: 11 set. 2021.

¹³² BRASIL. Decreto-Lei nº 2.627, de 26 de setembro de 1940. Acesso em: 15 set. 2021.

¹³³ BRASIL. Câmara dos Deputados. Projeto de Lei nº 10.736 de 14 de agosto de 2018. **Acrescenta o art. 110-A à Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, de modo a autorizar a atribuição de voto plural a uma única classe de ações, e dá outras providências**. Disponível em: <https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=2183068>. Acesso em: 15 set. 2021.

¹³⁴ Art. 110-A. do Projeto Projeto de Lei nº10.736/2018: “Fica autorizado atribuir voto plural a uma única classe de ações ordinárias na companhia fechada”.

proposta¹³⁵ elaborada pelo grupo IMK¹³⁶ para instituição do voto plural, que seguiu para análise da CVM e do Ministério da Economia.

Além disso, havia cada vez mais debates e discussões acerca de uma possível permissão do instituto no Brasil, a B3 inclusive, encomendou, em 2019, um estudo para Ace Governance¹³⁷ de uma análise internacional de estruturas societárias com duas ou mais classes de ações com direitos de voto e da repercussão que uma possível permissão teria no Brasil.

A proibição no Brasil perdurou até agosto de 2021, quando foi editada a Lei nº 14.195, revogando o Art. 110, § 2º da Lei das S.A.¹³⁸, que vedava a adoção do voto plural e incluiu, dentre outros dispositivos, o Art. 110-A, que, passou a permitir a criação de uma ou mais classes de ações ordinárias com atribuição de voto plural.

A proposta de adoção do voto plural se deu no âmbito da MP nº 1.040/2021¹³⁹ de 20 de março de 2021, que posteriormente, foi convertida na Lei nº 14.195 de 26 de agosto de 2021. A redação original da MP nº 1.040/2021, contava com diversas alterações legislativas para modernizar o ambiente dos negócios no país, análise que será feita no próximo item, no entanto não previa a adoção do voto plural no Brasil.

A emenda nº 17 à MP nº 1.040/2021, proposta pelo deputado Marco Bertaiolli, propôs a inclusão da permissão do voto plural, de forma a alterar a Lei das S.A., a redação, contudo sofreu algumas alterações até chegar à redação final prevista na Lei nº 14.195.

O projeto de implementação das *super voting shares* no Brasil já vinha sendo discutido entre as principais instituições do mercado de capitais brasileiro, como bancos, investidores,

¹³⁵ DURÃO, Proposta de voto plural limita ‘super ordinária’ a empresas estreadas na Bolsa. Acesso em: 28 maio 2021.

¹³⁶ O grupo IMK conta com a participação: “do Banco Central, da Comissão de Valores Mobiliários, da Secretaria de Planejamento Econômico, da Secretaria Especial de Fazenda, do Tesouro Nacional, da SUSEP e da Previc, como representantes do Governo, e por 13 entidades da iniciativa privada, incluindo a B3, FEBRABAN, ANBIMA, ABVCAP, ABRASCA, dentre outras”. B3. Iniciativas. Acesso em: 28 maio 2021.

¹³⁷ B3. Extrato da análise internacional e repercussão no mercado brasileiro da expansão da adoção de estruturas com duas ou mais classes de ações com direitos de voto diferenciados (DCS). **b3.com.br**. Disponível em: http://www.b3.com.br/data/files/45/02/1F/3D/16ECF6107DF7ACF6AC094EA8/EXTRATO_DA_ANALISE_VOTO_PLURAL.pdf. Acesso em: 10 set. 2021.

¹³⁸ Art. 102, §2º revogado: “É vedado atribuir voto plural a qualquer classe de ações”.

¹³⁹ BRASIL. Congresso Nacional. **Medida Provisória nº 1040, de 2021**. Disponível em:

<https://www.congressonacional.leg.br/materias/medidas-provisorias/-/mpv/147864>. Acesso em: 15 set. 2021.

agentes reguladores¹⁴⁰. A redação do texto legislativo contou com a participação de advogados como Francisco Müssnich, Nelson Eizirik e Luiz Alberto Rosman, dentre outros membros da B3¹⁴¹.

3.2 O voto plural no Brasil

A recém alterada Lei das S.A. prevê no Art. 110- A, dentre outros parágrafos, a seguinte redação:

Art. 110-A. É admitida a criação de uma ou mais classes de ações ordinárias com atribuição de voto plural, não superior a 10 (dez) votos por ação ordinária:
I - na companhia fechada; e
II - na companhia aberta, desde que a criação da classe ocorra previamente à negociação de quaisquer ações ou valores mobiliários conversíveis em ações de sua emissão em mercados organizados de valores mobiliários.
[...]¹⁴²

Foi permitida a criação de uma ou mais classes de ações com atribuição de voto plural limitado a dez votos por ação, restringindo a sua adoção apenas para companhias fechadas e para companhias abertas cujas ações ou valores mobiliários conversíveis em ações ainda não tenham sido negociadas em mercados organizados de valores mobiliários, sem prejuízo da possibilidade de posterior acesso ao mercado de capitais. Isto é, o voto plural foi limitado a apenas companhias que ainda não realizaram IPO.

Como também, o voto plural não se aplica à empresas públicas, sociedades de economia mista, às suas subsidiárias e às sociedades controladas direta ou indiretamente pelo poder público¹⁴³.

Conforme prevê o §1º do Art.110-A da Lei das S.A., para a instituição do voto plural nas companhias, nos termos permitidos pela lei, é necessário o voto favorável de acionistas que representem metade, no mínimo: (i) do total de votos conferidos pelas ações com direito a voto;

¹⁴⁰ B3. B3 se prepara para receber novas ofertas com a criação do voto plural. Data: 31 ago. 2021. **b3.com.br**. Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/noticias/novas-ofertas-com-a-criacao-do-voto-plural.htm. Acesso em: 15 set. 2021.

¹⁴¹ BMA ADVOGADOS. Home. **bmaadvogados.com.br**. Disponível em: <https://www.bmaadvogados.com.br/pi/conteudo/societario-e-ma/impactos-do-voto-plural-no-mercado-brasileiro>. Acesso em: 13 set. 2021.

¹⁴² BRASIL. Lei nº 6.404/76, de 16 de dezembro de 1976. Acesso em: 10 set. 2021.

¹⁴³ Art 110-A, §14º, Lei das S.A.: “As disposições relativas ao voto plural não se aplicam às empresas públicas, às sociedades de economia mista, às suas subsidiárias e às sociedades controladas direta ou indiretamente pelo poder público”.

e (ii) das ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito, se emitidas, reunidas em assembleia especial convocada e instalada nas formas da lei. O estatuto social, por sua vez, pode exigir quórum superior para aprovação das deliberações acima mencionadas, é o que permite o §3º deste mesmo artigo¹⁴⁴.

Aos acionistas dissidentes, ou seja, aqueles que não concordarem com a instituição do voto plural na companhia ou com a sua prorrogação, é assegurado o direito de recesso, já que consequentemente o estatuto social da companhia seria alterado, mediante o reembolso do valor de suas ações, nos termos do Art. 45 da Lei das S.A.¹⁴⁵. No entanto, caso o estatuto social já autorize ou preveja a criação da classe de ações ordinárias com atribuição de voto plural¹⁴⁶, os acionistas, ainda que discordarem expressamente com a deliberação, não terão o direito de recesso.

A lei também proíbe a alteração das características de classe de ações ordinárias com voto plural após o início das negociações em bolsa dos valores mobiliários das companhias, exceto se a alteração for para reduzir os respectivos direitos ou vantagens da classe favorecida. Assim, as empresas já listadas não podem alterar ou incluir o voto plural em suas estruturas, é o que prevê o §5º do Art. 110-A da Lei das S.A.¹⁴⁷.

O legislador também incluiu uma limitação temporal de até 7 anos ao voto plural, determinando no §7º do Art.110-A da Lei das S.A. o seguinte:

§ 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.

¹⁴⁴ Art. 110-A, § 3º, Lei das S.A.: “O estatuto social da companhia, aberta ou fechada, nos termos dos incisos I e II do caput deste artigo, poderá exigir quórum maior para as deliberações de que trata o § 1º deste artigo”.

¹⁴⁵ Art. 45, Lei das S.A.: “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.[...]”.

¹⁴⁶ Art. 110-A, § 2º, Lei das S.A.: “Nas deliberações de que trata o § 1º deste artigo, será assegurado aos acionistas dissidentes o direito de se retirarem da companhia mediante reembolso do valor de suas ações nos termos do art. 45 desta Lei, salvo se a criação da classe de ações ordinárias com atribuição de voto plural já estiver prevista ou autorizada pelo estatuto”.

¹⁴⁷ Art. 110-A, § 5º, Lei das S.A.: “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”.

No entanto, ao passo que o legislador atribuiu a *sunset clause*, como é chamado pela doutrina internacional o dispositivo que designa o prazo de vigência das ações com voto plural, isto é, o prazo em que as ações com voto plural serão automaticamente convertidas em ações ordinárias com um voto, voltando ao princípio de “uma ação, um voto”¹⁴⁸, o legislador também optou por permitir a sua prorrogação.

Cumprido ressaltar que, não há uma limitação para prorrogação do prazo das ações com voto plural, pelo contrário, a lei expressamente indica “prorrogável por qualquer prazo”¹⁴⁹. Este entendimento pode ser extraído da própria lei, uma vez que a redação inicial proposta pela emenda nº 17 à MP nº 1.040/2021¹⁵⁰, previa no § 8º, atual § 7º do Art. 110-A da Lei das S.A., o seguinte:

O voto plural atribuído às ações ordinárias terá prazo de duração máxima de 7 anos, podendo ser prorrogado, uma única vez, por período igual ou inferior, mediante aprovação nos termos do § 3º deste artigo, excluídos das votações os titulares de ações da classe cujo voto plural se pretende prorrogar.

Assim, observa-se que a intenção inicial do Executivo era de que o voto plural fosse limitado a 7 anos, prorrogáveis, uma única vez, por igual período ou período inferior.

Ora, se a intenção do legislador fosse limitar o tempo de vigência da ação com voto plural, não teria alterado a redação inicial do projeto de emenda à MP nº 1.040/2021 para expressamente indicar “por qualquer prazo”.

Sendo assim, o prazo de prorrogação não está vinculado ao prazo de duração inicial de 7 anos estabelecido na lei, pode, portanto, o estatuto social da companhia prever a prorrogação por um número ilimitado de vezes e pelo prazo que bem estipular.

Ainda, a vigência da ação com voto plural também pode ser condicionada a um evento ou termo, conforme estipulação no estatuto social.

A conversão automática da ação com voto plural para ação ordinária com apenas um voto, ocorrerá, além da hipótese da *sunset clause*, isto é, caso o prazo de vigência se encerre e as

¹⁴⁸ CFA INSTITUTE. Dual-Class Shares the good, the bad, and the ugly. p. 15. Acesso em: 15 set. 2021.

¹⁴⁹ Art. 110-A, § 7º, Lei das S.A.

¹⁵⁰ BRASIL. Senado Federal. **Documento MPV 1040 00017**. Apresentação de Emendas. Disponível em: <https://legis.senado.leg.br/sdleg-getter/documento?dm=8947708&disposition=inline>. Acesso em: 16 set. 2021.

ações de classe com voto plural não forem prorrogadas, também nos casos em que: (i) haja transferência a terceiros, exceto se: 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) haja celebração de contratos ou acordos de acionistas com terceiros, que não possuam ações com voto plural, sobre exercício conjunto de direito de voto¹⁵¹.

O voto plural encontra algumas limitações, até excessivas, quanto a sua utilização, seja quanto a matérias assembleares, seja quanto a operações societárias com outras companhias. Nesse sentido, a legislação veda as seguintes 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.

Logo, a contrário *sensu*, pode-se concluir que uma companhia, seja aberta ou fechada, que adota ações de classe com voto plural poderá incorporar outra companhia que também as prevê, bem como uma companhia que não institui o voto plural poderá incorporar outra companhia que o adotava.

A Lei das S.A. no §12º do Art.110-A, também impôs certas restrições ao voto plural quanto as matérias a serem deliberadas em assembleia geral. Assim, não poderão ser deliberados os seguintes assuntos: (i) remuneração dos administradores; e (ii) celebração de transações com partes relacionadas que atendam determinados critérios de relevância, a serem estabelecidos pela CVM.

De fato, o voto plural influi significativamente no exercício do poder de controle da companhia, sendo assim, diversos dispositivos das assembleias gerais passam a ser afetados em função da quantidade de votos que lhes são atribuídos como o quórum necessário para instalação da assembleia, deliberações majoritárias, exceto remuneração dos administradores e

¹⁵¹ Art. 110-A, §8º, Lei das S.A.

transação com partes relacionadas, nos termos acima mencionados, e o cômputo do voto múltiplo.

No entanto, há de se ressaltar que há dispositivos que não são atingidos pelo voto plural, dentre eles, destacam-se: pedido de instalação do conselho fiscal, direito de eleição em separado para o conselho de administração por acionistas minoritários, adoção do voto múltiplo, pedido de convocação de assembleia geral, pedido de informações aos administradores ou ao conselho fiscal e propositura de ação de responsabilidade em nome da companhia.

Cabe ao estatuto social de cada companhia, dentro dos limites legais, estabelecer as especificidades do voto plural devendo obrigatoriamente indicar, o número de votos atribuídos a cada ação com voto plural, o prazo de duração, eventual quórum qualificado para deliberar sobre suas prorrogações ou se sua vigência está submetida a um evento ou termo.

Outrossim, 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.

3.3 Análise da permissão do voto plural no âmbito da Lei nº 14.195

Conforme mencionado, o voto plural passou a ser permitido no Brasil recentemente, em agosto de 2021, com conversão da MP nº 1.040/2021¹⁵² na Lei nº 14.195, que prevê uma série de medidas de desburocratização para aumento de competitividade e modernização do ambiente de negócios no país, alterando dispositivos de diversas legislações, dentre elas, da Lei das S.A.

A permissão foi extremamente necessária para o desenvolvimento do mercado de capitais no país, visto que a legislação brasileira já estava ultrapassada em relação aos ordenamentos estrangeiros de países desenvolvidos e, ainda, não havia razões suficientes para justificar sua proibição, conforme exposto ao longo deste trabalho.

No entanto, apesar de demonstrar um grande avanço para o país, a permissão do voto plural, nos termos da Lei nº 14.195, suscitou diversas críticas quanto a sua forma e conteúdo.

¹⁵² BRASIL. Congresso Nacional. Medida **Provisória nº 1040, de 2021**. Acesso em: 15 set. 2021.

A MP n° 1.040/2021, ficou conhecida como “MP dos negócios” e foi instituída em março de 2021 com intuito de melhorar, a curto prazo, a posição do Brasil, que atualmente ocupa a 124ª posição¹⁵³, no ranking *Doing Business* do Banco Mundial¹⁵⁴. O *Doing Business* realiza uma análise no ambiente de negócios de 190 economias mundiais¹⁵⁵, o estudo anual “mede como as leis e regulamentações promovem ou restringem as atividades empresariais”¹⁵⁶.

Ocorre que, em diversos dispositivos, dentre eles o Art. 110-A que trata da permissão do voto plural, que não estavam presentes no texto original da MP n° 1.040/2021, foram incluídos no Projeto de Lei de Conversão n° 15/2021, posteriormente convertido na Lei n° 14.195.

Diante disso, diversas instituições¹⁵⁷, entenderam que alguns desses dispositivos que foram incluídos, do ponto de vista formal, apresentavam vício de inconstitucionalidade, principalmente pois: (i) de acordo com a jurisprudência consolidada do STF: “uma vez estabelecido o tema relevante e urgente, toda e qualquer emenda parlamentar em projeto de conversão de medida provisória em lei se limita e circunscreve ao tema definido como urgente e relevante”¹⁵⁸; (ii) não há requisitos de relevância e urgência a ponto de alterar drasticamente leis que disciplinam a atividade econômica; e (iii) as leis que se pretende modificar são:

Marcos legislativos do direito brasileiro, frutos de longo e contínuo aprimoramento doutrinário e jurisprudencial que não devem ser alterados sem debate e discussão prévios e sem a participação da sociedade civil, por meio das entidades representativas dos segmentos diretamente atingidos¹⁵⁹.

Dentre as manifestações realizadas sobre diversos aspectos do Projeto de Lei de Conversão n° 15/2021, a carta enviada pela IBRADEMP ao Senador Irajá Abreu foi de encontro com a permissão do voto plural, pois entenderam que, além das razões alegadas acima, o instituto não guarda nenhum vínculo de pertinência temática com o objeto da MP n° 1.040/2021,

¹⁵³ BANCO MUNDIAL. **Doing Business**. Disponível em:

<https://portugues.doingbusiness.org/pt/data/exploreconomies/brazil>. Acesso em: 15 set. 2021.

¹⁵⁴ Tradução livre: Fazer negócios.

¹⁵⁵ BRASIL. Câmara dos Deputados. Congresso recebe MP que altera regras do ambiente de negócios. **Agência Câmara de Notícias**. Data: 30 mar. 2021. Disponível em: <https://www.camara.leg.br/noticias/741119-congresso-recebe-mp-que-altera-regras-do-ambiente-de-negocios/>. Acesso em: 15 set. 2021.

¹⁵⁶ BANCO MUNDIAL. **Relatórios**. Disponível em: <https://portugues.doingbusiness.org/pt/reports/global-reports/doing-business-2020>. Acesso em: 15 set. 2021.

¹⁵⁷ São elas: OAB, Comissão Especial de Mercado de Capitais do Conselho Federal da OAB, IBRADEMP, Associação dos Advogados de São Paulo, entre outros.

¹⁵⁸ BRASIL. Supremo Tribunal Federal. ADIn 5.127-DF. Rel. Ministra Rosa Weber. Disponível em: <https://redir.stf.jus.br/paginadorpub/paginador.jsp?docTP=TP&docID=10931367>. Acesso em: 10 set. 2021.

¹⁵⁹ ORDEM DOS ADVOGADOS DO BRASIL. Nota referente a Medida Provisória n° 1.040/2021. Conselho Federal. Brasília.

uma vez que o voto plural não pode ser tratado como proteção da minoria, um dos objetos da MP.

Já a nota emitida pela OAB¹⁶⁰, perfaz suas críticas acerca da inconstitucionalidade de determinados dispositivos do Projeto de Lei de Conversão n° 15/2021, no entanto abre uma ressalva quanto ao voto plural, defendendo haver mérito na redação proposta ao declarar que: “sem dúvida, está bem estruturada”¹⁶¹.

A carta elaborada pelo presidente da Comissão Especial de Mercado de Capitais do Conselho Federal da OAB, Igor Muniz, ao presidente da OAB, Felipe Santa Cruz, expõe, dentre outros temas, críticas relevantes acerca da implementação do voto plural, nos termos da redação Projeto de Lei de Conversão n° 15/2021, apesar de reconhecer sua importância e imprescindibilidade para o avanço do mercado no país.

Desse modo, as principais críticas elaboradas contra a atual redação do Art.110-A da Lei das S.A. são as seguintes: (i) as alterações propostas trazem excessivas condicionantes ao voto plural, restringindo sua aplicação ou esvaziando a utilidade desta ferramenta; (ii) o número de votos de cada ação deveria ser estabelecido pelo estatuto social e não limitado pela lei, conforme determina o Art. 110, caput da Lei das S.A.¹⁶², ressalta-se que, nesse aspecto, a Lei n° 14.195 refletiu a exata redação do Projeto de Lei de Conversão n° 15/2021; (iii) eventual prazo de vigência e regras de extinção do voto plural também não deveriam ser estabelecidos pela lei; (iv) deveria haver permissão da adoção do voto plural por companhias já listadas na bolsa de valores; (v) não deveria ser vedado a alteração das características das ações com voto plural, como estabelece o §5° do Art. 110-A da Lei das S.A.¹⁶³, pois já existem mecanismos previstos pela própria lei que visam impedir abusos de poderes e assegurar as compensações adequadas; (vi) supressão do §12° do Art.110-A da Lei das S.A.; e (vii) alterar o §13° do Art.110-A da Lei das S.A. de forma a refletir as demais alterações levantadas.

¹⁶⁰ Ibid., 2021.

¹⁶¹ ORDEM DOS ADVOGADOS DO BRASIL. Nota referente a Medida Provisória n° 1.040/2021. p. 8.

¹⁶² Art. 110, caput, Lei das S.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”.

¹⁶³ Art. 110 § 5°, Lei das S.A.: “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”.

Em uma análise do Art.110-A, da Lei das S.A. e comparando-o com outras regulamentações estrangeiras sobre o tema, conclui-se que foram atribuídos ao instituto do voto plural, de fato, excessivas condicionantes, restringindo sua aplicação. No entanto, há de se reconhecer que há condicionantes, como a *sunset clause* e a delimitação do número máximo de votos que uma ação poderá atribuir, que são necessárias para a manutenção do equilíbrio e equidade entre a companhia e seus acionistas minoritários e controladores, coibindo abusos.

Além disso, limita o voto plural a apenas companhias que ainda não realizaram IPO. A própria lei reconhece a geração de valor do voto plural para as companhias e quanto isto pode ser benéfico para algumas companhias, no entanto não permite que as companhias abertas já listadas na bolsa também se beneficiem. Uma vez que é assegurado o direito de resgate para os acionistas dissidentes¹⁶⁴, a proibição da adoção do voto plural por companhias abertas que negociam seus valores mobiliários no mercado, não deveria se manter. Em que pese este argumento, é também necessário reconhecer que a transição das ações ordinárias, de determinados acionistas de companhias com valores mobiliários já negociados em bolsa, para ações com voto plural seria difícil em um primeiro momento.

O debate acerca da permissão do voto plural, suas possíveis alterações e desdobramentos ainda está em constante construção, diante disso, ainda restam diversos pontos a serem analisados e regulamentados acerca da implementação e tratamento na prática do instituto, caberá também a CVM, na forma outorgada pela lei, a regulamentação no que lhe couber.

Inicialmente, levantam-se os seguintes questionamentos iniciais: (i) aos conselheiros independentes, haverá alguma regra de transição?; (ii) como se dará a implementação do voto plural nas companhias fechadas com minoritários?; (iii) como a B3 irá acomodar as companhias com voto plural nos segmentos de listagem?; (iv) como permanecerá o direito de preferência, frente a possibilidade de emitir novas ações com voto plural; e (v) poderá ser celebrado acordo de acionistas quando da criação do voto plural assegurando direitos ou vetos aos acionistas sem voto plural?

¹⁶⁴ Art. 110-A, §2º, Lei das S.A.: “Nas deliberações de que trata o § 1º deste artigo, será assegurado aos acionistas dissidentes o direito de se retirarem da companhia mediante reembolso do valor de suas ações nos termos do art. 45 desta Lei, salvo se a criação da classe de ações ordinárias com atribuição de voto plural já estiver prevista ou autorizada pelo estatuto”.

Ante o exposto, ainda restam diversos pontos a serem analisados acerca do voto plural, que serão aprimorados à medida que as companhias forem implementando o instituto em seus estatutos sociais e que os debates comecem a surgir com mais frequência.

O voto plural no Brasil percorreu uma longa caminhada até sua recente legalização, que ainda longe do ideal, significou um marco importante para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro.

3.4 Boas Práticas de Governança Corporativa e Conceitos do Novo Mercado

As regras de governança corporativa vem sendo cada vez mais observadas pelas empresas, além de se tornarem mais valorizadas no mercado, as companhias que implementam essas práticas objetivam uma boa relação societária entre seus acionistas controladores, acionistas minoritários, administradores e o mercado em geral.

O Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa elaborado pelo IBGC, define governança corporativa como:

Governança corporativa é o sistema pelo qual as empresas e demais organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre sócios, conselho de administração, diretoria, órgãos de fiscalização e controle e demais partes interessadas¹⁶⁵.

As boas práticas traduzem-se em princípios, recomendações e por muitas vezes até em regras que buscam otimizar a gestão da organização, sua relação com os acionistas e com o mercado.

Nesse sentido, a governança corporativa possui quatro principais pilares: (i) transparência (*disclosure*); (ii) equidade, isto é, um tratamento justo com todos os acionistas (*fairness*); (iii) prestação de contas (*accountability*); e (iv) responsabilidade corporativa, como cumprimento de leis e normas internas e externas (*compliance*)¹⁶⁶.

¹⁶⁵ IBGC. **Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa**. 5ª ed. 2015. p. 19. Disponível em: <https://conhecimento.ibgc.org.br/Paginas/Publicacao.aspx?PubId=21138>. Acesso em: 10 set. 2021.

¹⁶⁶ IBGC. **Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa**. p. 19. Acesso em: 10 set. 2021.

O IBGC, em seu código, recomenda as companhias a aderência ao princípio do *one share one vote*, por ser uma estrutura “que mais promove o alinhamento de interesses entre todos os sócios”.

No entanto, indica que caso houver um afastamento do *one share one vote*, é necessário que o estatuto social preveja determinados limites, como *sunset clauses*. Ressalta, ainda que é fundamental que se observe o princípio da equidade, e garanta o tratamento igualitário a todos os acionistas, isto é:

Proporcional à sua participação na contribuição ao capital social, em relação aos direitos econômicos e em qualquer evento relevante, como seria o caso de transferência de controle ou de reorganizações societárias¹⁶⁷.

Os defensores do *one share one vote*, defendem que a adoção do voto plural, no âmbito da governança corporativa, pode ser uma verdadeira “*race to the bottom*”, isto é, uma corrida para o abismo, nos termos da pesquisa realizada pelo CFA Institute acerca das *dual class shares*¹⁶⁸, pois marginaliza as principais regras de governança corporativa.

A discussão da corrida para o abismo gira em torno de uma competição entre as bolsas de valores que adotarão cada vez menos práticas protecionistas, permitindo uma maior liberdade aos emissores. Isto porque, se uma bolsa começa a relaxar suas regras, inclusive de governança corporativa, outras bolsas terão que fazer o mesmo, para que não fiquem atrás, gerando, portanto, uma corrida para o abismo¹⁶⁹.

Ainda, do lado dos investidores, também ocorreria uma corrida para o abismo, uma vez que investidores qualificados, sem aversão a tomada de riscos, com alto capital sob gestão, estão dispostos a pagar quantias astronômicas, cedendo um surpreendente controle aos acionistas fundadores em busca de resultados. Isso significa que outros investidores, aqueles que investem seu próprio capital, devem concordar com termos que antes eram impensáveis, incluindo ações com voto baixo ou sem voto. O resultado é uma onda de companhia com

¹⁶⁷ Ibid., p. 24. Acesso em: 10 set. 2021.

¹⁶⁸ CFA INSTITUTE. Dual-Class Shares the good, the bad, and the ugly. Acesso em: 7 ago. 2021.

¹⁶⁹ FISCHER, Daniel R. **Organized exchanges and the regulation of dual class common stock**. University of Chicago Law Review, v. 54, 1987. p. 127.

políticas fracas de governança corporativa. Os defensores dessa corrente, defendem o fim do voto plural para restabelecer o equilíbrio econômico¹⁷⁰.

Com a instituição do voto plural no Brasil, muito se discute qual será o tratamento dado pelas companhias aos acionistas minoritários, à luz das boas práticas de governança corporativa.

É importante ressaltar que as bolsas de valores cumprem um papel fundamental como guardiãs da integridade do mercado de capitais, sendo assim, de fato, é importante uma política regulatória que não permita abusos. No entanto, ao contrário do que muitos defensores do princípio do *one share one vote* acreditam, ainda que com a adoção do voto plural, os acionistas são supervisionados e devem ser submetidos a regras de governança e boas práticas com o mercado.

Para Francisco Müssnich: “com ou sem voto plural, a CVM continua com o mesmo papel. O regulador tem sido extremamente eficiente em questões de abuso de poder de controle”¹⁷¹, defendendo também, que a Lei nº 14.195 apresenta um pacote completo de governança.

O superintendente de desenvolvimento de mercado da CVM, Antonio Berwanger, declarou que com os limites trazidos pela lei ao voto plural, foi possível estabelecer um equilíbrio, uma vez que é uma ferramenta potente para os acionistas, concluindo que sua implementação é legítima, desde que com certos limites¹⁷².

Sendo assim, o fato de existirem certos abusos, não seria motivo suficiente para coibir o voto plural. Conforme apontado por Francisco Müssnich, no âmbito da Lei nº 14.195, a qualidade da lei “depende da qualidade do controlador, nenhuma lei vai barrar controlador desonesto”, portanto, a lei cumpre seu papel, mas cabe também ao controlador agir com honestidade e em compromisso e com os acionistas e o mercado.

Como também é ilusório pensar que uma vez permitido o voto plural, todas as companhias consequentemente irão adotá-lo, essa estrutura, de fato, poderá beneficiar certas companhias,

¹⁷⁰ FLEMING, Rick. **Dual-Class Shares: A Recipe for Disaster**. 15 out. 2019. Disponível em: <https://www.sec.gov/news/speech/fleming-dual-class-shares-recipe-disaster>. Acesso em: 15 set. 2021.

¹⁷¹ SCHINCARIOL, Juliana. Voto plural tira de cena super PN. **Valor Econômico**. Disponível em: <https://valor.globo.com/financas/noticia/2021/08/31/voto-plural-tira-de-cena-acao-super-pn.ghtml>. Acesso em: 10 set. 2021.

¹⁷² Ibid., Acesso em: 10 set. 2021.

em que os acionistas fundadores desejam manter-se no controle de forma a buscar o melhor para o negócio. No entanto, para companhias já consolidadas com capital pulverizado, adotar este instituto poderá ser no todo prejudicial.

Nesse sentido, sobre a dicotomia entre interesses de minoritários e governança corporativa contra a detenção ou não do direito de voto pelo investidor:

Aliás, a própria ideia de mercado e a definição de uma estrutura ótima de capital da companhia não podem apartar-se do reconhecimento imprescindível da diversidade de interesses, pretensões, disposição a risco e capacidade técnica e/ou financeira dos vários atores econômicos, sendo no mínimo temerário pautar o debate por uma definição estanque “prateleirizada”, típica de um pretenso – porém descabido – “one size fits all”¹⁷³.

O Novo Mercado, segmento de listagem da B3, determina algumas regras de governança corporativa para empresas listadas em seu segmento, adotando também o princípio do *one share one vote* em seu regulamento. Este segmento, inclusive, proíbe as companhias de emitirem ações preferencias, determinando no Art. 8º de seu regulamento que: “A companhia deve ter seu capital social dividido exclusivamente em ações ordinárias”¹⁷⁴.

Dessa forma, no tocante aos segmentos de listagem, também há dúvidas de como irão recepcionar a permissão do voto plural, inicialmente, a B3 já se manifestou no sentido de que o Regulamento do Novo Mercado não permitirá ações com voto plural¹⁷⁵, alinhando-se com o princípio do *one share one vote* adotado.

Nessa linha, a B3 também declarou que, inicialmente, não pretendem criar um novo segmento de listagem para acomodar as companhias que adotarem o voto plural, portanto, as restará optar pelo Segmento de Listagem dos Níveis 1 ou 2.

3.5 Casos de IPOs com emissão de ações com voto plural

¹⁷³ Tradução livre de “one fits it all”: um cabe para todos. Nesse sentido, de que o melhor para um agente, uma companhia, um investidor específico é o melhor para todo o mercado e, portanto, só deve haver uma regra. BARBOSA, 2019, p. 51.

¹⁷⁴ B3. **Art. 8º do Regulamento do Novo Mercado**. “A companhia deve ter seu capital social dividido exclusivamente em ações ordinárias”. Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/estrutura-normativa/listagem/. Acesso em: 16 set. 2021.

¹⁷⁵ SCHINCARIOL, Voto plural tira de cena super PN. Acesso em: 10 set. 2021.

A sigla IPO é proveniente do inglês para designar *Inicial Public Offering*, em português significa Oferta Pública Inicial de Ações e se traduz pela operação que deverá ser realizada pela companhia para negociar publicamente os seus valores mobiliários, isto é, em bolsas de valores. No Brasil, a operação é regulada pela Instrução CVM nº 400/03¹⁷⁶.

Recentemente grandes empresas realizaram IPO nos Estados Unidos adotando estruturas duais, em especial com a emissão de ações com voto plural. Como por exemplo a Google Inc. a Ford Motor Company, LinkedIn, Facebook, Snapchat, Alibaba, Berkshire Hathaway, e ainda, a brasileira XP Inc.

Os fundadores da Google, ao adotarem esse método justificaram que o objetivo da companhia era focar no longo prazo, o que não poderia ser atingido, com métodos de curto prazo, em que os acionistas estão mais preocupados com os lucros trimestrais¹⁷⁷. É o que expuseram na carta dos fundadores, como “*An Owner’s Manual*”¹⁷⁸ para os acionistas da Google ao registrar o IPO na SEC nos Estados Unidos:

*We are creating a corporate structure that is designed for stability over long time horizons. By investing in Google, you are placing an unusual long-term bet on the team, especially Sergey and me, and on our innovative approach. [...] In the transition to public ownership, we have set up a corporate structure that will make it harder for outside parties to take over or influence Google. This structure will also make it easier for our management team to follow the long term, innovative approach emphasized earlier. This structure, called a dual class voting structure, is described elsewhere in this prospectus*¹⁷⁹.

Dessa forma, um dos benefícios do modelo *dual class* elencados seria a não vulnerabilidade da companhia às ofertas públicas de aquisição de controle hostis e a garantia

¹⁷⁶ CVM. **Instrução CVM 400**. Data: 29 dez. 2003. Disponível em:

<http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst400.html>. Acesso em: 15 set. 2021.

¹⁷⁷ SOLOMON, Steven Davidoff. New Share Class Gives Google Founders Tighter Control. **The New York Times**, Apr. 13, 2012, 9:17 AM. Disponível em: <https://dealbook.nytimes.com/2012/04/13/new-share-class-gives-google-founders-tighter-control/>. Noting dilution of Google’s founder’s stock interest due to issuing multiple stock classes. Acesso em: 05 set. 2021 apud CONDON, A Snapshot of Dual-Class Share Structures in the Twenty-First Century: A Solution to Reconcile Shareholder Protections with Founder Autonomy. p. 342.

¹⁷⁸ Tradução livre: “Estamos criando uma estrutura corporativa que é projetada para a estabilidade em horizontes de longo prazo. Ao investir no Google, você está colocando uma aposta incomum a longo prazo na equipe, especialmente no Sergey e em mim, e em nossa abordagem inovadora. [...] Na transição para a propriedade pública, criamos uma estrutura corporativa que tornará mais difícil para as partes externas assumir ou influenciar o Google. Esta estrutura também tornará mais fácil para nossa equipe administrativa seguir a abordagem inovadora de longo prazo, enfatizada anteriormente. Esta estrutura, denominada como duas classes de ações com estrutura de votos distintas, é descrita em outra parte deste prospecto”.

¹⁷⁹ ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Securities and Exchange Commission. **FORM S-1 - Registration Statement Under The Securities Act of 1933**. Washington, D.C. 20549. Disponível em: <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1288776/000119312504073639/ds1.htm>. Acesso em: 05 set. 2021.

de que os fundadores possam tomar decisões estratégicas e influir no destino da companhia, à medida que permite que as ações “troquem de mãos”.

Já a Snap Inc., a companhia que controla o famoso aplicativo SnapChat, inovou em seu IPO na NYSE em 2017. A companhia emitiu três classes de ações diferentes, a Classe A que não possuía nenhum voto por ação, a Classe B, com o tradicional um voto por ação, e por fim, a Classe C, em que cada ação possui um voto. Dessa forma, apenas dois acionistas, os acionistas fundadores, detinham 88,5% do poder de voto da companhia¹⁸⁰.

Na mesma linha de justificativa da Google, os fundadores da SnapChat enfatizaram que a adoção do modelo *dual class* prevenia uma troca de controle e que os fundadores poderiam tomar decisões estratégicas de longo prazo e tomar riscos, ainda que não tenham sucesso¹⁸¹. No entanto, destacaram também que o modelo beneficia os fundadores para tomarem decisões que não seriam apoiadas pelos acionistas, demonstrando que pode haver certa divergência de interesses entre os fundadores e os acionistas necessitando de uma solução meio termo¹⁸².

Ainda, há de se ressaltar o caso marcante da Alibaba, que foi um dos maiores IPO da história, captando 25 bilhões de dólares¹⁸³ na NYSE.

No Brasil, de 2018 a 2019, 12 companhias brasileiras realizaram IPO, dentre elas, 5 optaram pelas bolsas norte-americanas, são elas: XP Inc., Afya Educacional, Stone, PagSeguro e Arco Educação.

¹⁸⁰ LEUNG, Mary. Snapchat IPO: What’s Wrong with This Picture? **CFA Institute**. Disponível em: <https://blogs.cfainstitute.org/marketintegrity/2017/04/18/snapchat-ipo-whats-wrong-with-this-picture/>. Acesso em: 05 set. 2021.

¹⁸¹ ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. **FORM S-1 - Registration Statement Under The Securities Act of 1933**. Washington, D.C. 20549. Disponível em: <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1564408/000119312517029199/d270216ds1.htm>. Acesso em: 05 ago. 2021.

¹⁸² CONDON, A Snapshot of Dual-Class Share Structures in the Twenty-First Century: A Solution to Reconcile Shareholder Protections with Founder Autonomy. p. 344. Acesso em: 05 set. 2021.

¹⁸³ EIZIRIK, 2021, p. 204.

A XP Inc., em dezembro de 2019, realizou IPO na NASDAQ captando um valor de US\$ 2,25 bilhões de dólares¹⁸⁴, dentre os motivos pelos quais a motivaram a optar pelo IPO nos Estados Unidos estava a permissão do voto plural.

3.6 Direito Comparado: Países que adotam o modelo de *dual class shares*

As primeiras aparições do modelo *dual class shares*, conforme mencionado, foi nos Estados Unidos na década de 1980 e em alguns países da Europa no período pós- Primeira Guerra Mundial.

Dentre os países asiáticos, o primeiro a permitir as ações com voto plural foi o Japão, em 2008, seguido de Hong Kong e Singapura em 2018.

Em Singapura, o debate para permissão de *super voting shares* foi similar ao ocorrido com Hong Kong, quando em 2012 o time de futebol, Manchester United, desistiu do IPO na *Singapore Stock Exchange- SGX* em razão da não permissão do voto plural e optou pela NYSE, levantando US\$ 233 milhões dólares, o país começou a discutir o tópico¹⁸⁵. Mais tarde, em 2014, com a Alibaba listando-se na NYSE ao invés de Hong Kong, o debate se intensificou ainda mais, até que em 2018, foi permitido o voto plural.

No entanto, o modelo *dual class shares* ganhou bastante popularidade nas últimas duas décadas não só com novas empresas, especialmente as do setor de tecnologia, mas também com empresas já consolidadas no mercado como a Ford Motor Company e a Berkshire Hathaway, que passaram a adotar essa estrutura.

Na análise realizada pela Ace Governance em 2019, em um estudo encomendado pela B3, dentre as 20 maiores bolsas do mundo, 12, que estão localizadas em 10 países, “não vedam,

¹⁸⁴ TOLEDO, Leticia. IPO da XP é o 9º maior do mundo em 2019; veja o ranking. **Infomoney**. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/mercados/ipo-da-xp-e-o-9o-maior-do-mundo-em-2019-veja-o-ranking/>. Acesso em: 10 set. 2021.

¹⁸⁵ MOORE, Marc T. Designing Dual-Class Sunsets: The Case for a Transfer-Centered Approach. **William & Mary Business Law Review**, v. 12, Art. 4, Inssue 1, nov. 2020. Disponível em: <https://scholarship.law.wm.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1202&context=wmbllr>. Acesso em: 15 set. 2021.

ou expressamente permitem, a emissão de classes de ações com direitos de votos diferenciados, ainda que sujeita a determinados limites ou condições”¹⁸⁶.

É o que demonstra o quadro abaixo¹⁸⁷, as 20 maiores bolsas de valores do mundo listadas referem-se em termos de capitalização de mercado de dezembro de 2018:

Tabela 1 - Possibilidade de emissão de ações sem direito de voto ou com direitos de voto diferenciados nas 20 maiores bolsas do mundo em termos de capitalização de mercado em US\$, em dezembro 2018.

Bolsa	Capitalização de Mercado (US\$ MM)	Número de Empresas Listadas			Emissão de espécie de ação preferencial, sem direito de voto ou com limitação a esse direito	Emissão de classes de ações ordinárias com direitos de voto distintos
		Total	Domésticas	Estrangeiras		
NYSE (1)	20,679,476.9	2.285	1.775	510	Permitida	Permitida
Nasdaq – US (1)	9,756,836.1	3.058	2.622	436	Permitida	Permitida
Japan Exchange Group Inc. (2)	5,296,811.1	3.657	3.652	5	Permitida	Permitida em termos
Shanghai Stock Exchange	3,919,420.3	1.450	1.450	NA	Permitida	Não permitida
Hong Kong Exchanges and Clearing (3)	3,819,215.4	2.315	2.161	154	Permitida	Permitida
Euronext (4)	3,730,398.3	1.208	1.059	149	Permitida	Permitida
LSE Group (5)	3,637,996.0	2.479	2.061	418	Permitida	Permitida
Shenzhen Stock Exchange	2,405,459.5	2.134	2.134	NA	Permitida	Não permitida
BSE India Limited (6)	2,083,482.8	5.066	5.065	1	Permitida	Permitida
TMX Group (7)	1,937,902.7	3.383	3.330	53	Permitida	Permitida
Deutsche Boerse AG	1,755,172.8	514	465	49	Permitida	Não permitida
Korea Exchange	1,413,716.5	2.207	2.186	21	Permitida	Não permitida
Nasdaq Nordic Exchanges (8)	1,322,817.5	1.019	976	43	Permitida	Permitida
Australian Securities Exchange (9)	1,262,800.3	2.146	2.004	142	Permitida	Não permitida em termos
B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão	916,824.4	339	334	5	Permitida	Não permitida
BME Spanish Exchanges	723,691.0	3.006	2.979	27	Permitida	Não permitida
Singapore Exchange (10)	687,257.2	741	482	259	Permitida	Permitida
Bolsa Mexicana de Valores (11)	385,051.4	145	140	5	Permitida	Não permitida
NZX Limited	86,132.6	138	131	7	Permitida	Permitida
NSE of India Ltd (6)	2,056.3	1.923	1.922	1	Permitida	Permitida

Fontes: World Federation of Exchanges – WFE e OECD Corporate Governance Factbook 2017, IGOPP 2019.

¹⁸⁶ B3. Extrato da análise internacional e repercussão no mercado brasileiro da expansão da adoção de estruturas com duas ou mais classes de ações com direitos de voto diferenciados (DCS). Acesso em: 15 set. 2021.

¹⁸⁷ Quadro elaborado pela Ace Governance no extrato da análise internacional e repercussão no mercado brasileiro 1 da expansão da adoção de estruturas com duas ou mais classes de ações com direitos de voto diferenciados (dcs). Ibid., Acesso em: 15 set. 2021.

Ressalta-se que à época que o estudo foi realizado o Brasil ainda não havia permitido o voto plural.

Em números mais recentes, a edição de 2021 do *OECD Corporate Governance Factbook*, um reporte que demonstra como os países do G20 implementam os princípios e regras de governança corporativa, realizando um comparativo com informações de 50 jurisdições¹⁸⁸, demonstrou que 44% das 50 jurisdições analisadas permitiam múltiplos direitos de voto e 40% expressamente os proibiam¹⁸⁹. Dos países que permitem, destacam-se: Bélgica, Canadá, Dinamarca, Estados Unidos, França, Hong Kong, Itália, Reino Unido, Singapura, Suíça¹⁹⁰.

O estudo considerou que na Argentina não é permitido, pois de acordo com a *Ley de Sociedades Comerciales*¹⁹¹, o código comercial argentino, não é possível emitir ações com voto plural após a companhia ter obtido autorização para realizar IPO.

Para fins do cômputo acima, a bolsa de Hong Kong, a *Hong Kong Stock Exchange-SEHK*, foi considerada separadamente das demais bolsas de valores chinesas, uma vez que a SEHK, em abril de 2018, após a Alibaba ter desistido do IPO, realizando-o na NYSE em que a adoção do voto plural era permitida, passou a permitir que as companhias listadas pudessem emitir ações om voto plural.

A China, por sua vez, também não foi considerada acima. De fato, a legislação chinesa não permite ações com voto plural para companhias listadas nas bolsas de valores. No entanto, excepciona esta regra para companhias listadas na *Shanghai Stock Exchange – SSE* no segmento *Science Technology Innovation Board* e na *Shenzhen Stock Exchange – SZSE* no segmento *ChiNext Market*, ambos de tecnologia¹⁹².

3.6.1 Medidas protetivas adotadas - “Safeguards”

¹⁸⁸ OECD. OECD Corporate Governance Factbook 2021. [oecd.org](https://www.oecd.org/corporate/Corporate-Governance-Factbook.pdf). Disponível em: <https://www.oecd.org/corporate/Corporate-Governance-Factbook.pdf>. Acesso em: 15 set. 2021.

¹⁸⁹ Ibid., Acesso em: 15 set. 2021.

¹⁹⁰ Ibid., Acesso em: 15 set. 2021.

¹⁹¹ ARGENTINA. INFOLEG. **Lei nº 19550, Ley de Sociedades Comerciales**. Artigo nº 216, Disponível em: <http://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/anexos/25000-29999/25553/texact.htm>. Acesso em: 15 set. 2021.

¹⁹² OECD. OECD Corporate Governance Factbook 2021. Acesso em: 15 set. 2021.

De forma a impedir abusos por parte dos controladores e proteger os acionistas minoritários, é possível a adoção de salvaguardas nas legislações, como medidas obrigatórias de governança corporativa, prazo de vigência para as ações com voto plural, isto é, *sunset provisions*, sejam baseadas em um período de anos ou a evento ou termo, limitação de votos que poderão ser atribuídos a cada ação com voto plural, requisitos específicos de admissão para o acionista detentor das *super voting shares*, reversão temporária para *one share one vote*, em determinadas deliberações assembleares, conforme fez o legislador brasileiro¹⁹³.

As duas principais bolsas de valores dos Estados Unidos NYSE¹⁹⁴ e NASDAQ¹⁹⁵ permitem ações com voto plural, ações ordinárias sem direito de voto, e com ações preferenciais, estabelecendo regras que a companhia não poderá reduzir ou restringir de forma não proporcional os direitos de voto dos acionistas titulares de ações em circulação.

No entanto, discute-se que possuem poucas medidas protecionistas quando se trata de *dual class shares*, em um comparativo com outros países que também permitem esse modelo. Como apontado no estudo elaborado pelo CFA Institute acerca das *dual class shares*, muitas vezes, essas medidas se tornam até ineficientes para proteção da minoria acionária:

In evaluating a transaction, the Exchange ‘will consider, among other things, the economics of [the issuer’s] actions,’ and that the Exchange’s interpretations ‘will be flexible, recognizing that both the capital markets and the circumstances and needs of listed companies change over time’¹⁹⁶.

Sendo assim, as companhias com estruturas acionárias duais serão, na maioria dos casos, autorizadas para emitirem ações adicionais das ações com voto plural já existentes, sem que isso seja um conflito.

¹⁹³ CFA INSTITUTE. Dual-Class Shares the good, the bad, and the ugly. p. 48. Acesso em: 15 set. 2021.

¹⁹⁴ Conforme Seção 313.000 sobre direitos de voto da NYSE Listed Company Manual. NYSE GUIDE. 313.00 Voting Rights. **NYSE Guide**. Disponível em: https://nyseguide.srorules.com/listed-company-manual/document?treeNodeId=csh-da-filter!WKUS-TAL-DOCS-PHC-%7B0588BF4A-D3B5-4B91-94EA-BE9F17057DF0%7D--WKUS_TAL_5667%23teid-99. Acesso em: 16 set. 2021.

¹⁹⁵ Conforme Regra n° 5640 “Marketplace Rules” da *Nasdaq Stock Market Rule: “Voting rights of existing Shareholders of publicly traded common stock registered under Section 12 of the Act cannot be disparately reduced or restricted through any corporate action or issuance”*. NASDAQ. Regra n° 5640. Marketplace Rules. **Nasdaq.com**. Disponível em: <https://listingcenter.nasdaq.com/rulebook/nasdaq/rules/Nasdaq%205600%20Series>. Acesso em: 16 set. 2021.

¹⁹⁶ Tradução livre: “Ao avaliar uma transação a bolsa considerará entre outros fatores, o valor das ações do emissor, as interpretações da Bolsa serão flexíveis, reconhecendo que ambos”. NYSE. 2013. **Voting Rights Interpretations Under Listed Company Manual Section 313**. Regulation apud CFA INSTITUTE. Dual-Class Shares the good, the bad, and the ugly. p. 49. Acesso em: 16 set. 2021.

Já nos países asiáticos, as estruturas *dual class shares* são adotadas com políticas protetivas e com algumas salvaguardas.

Ambas HKEX e SGX requerem que as companhias listadas com *dual class shares* se comprometam a melhorar a sua governança corporativa, fortalecendo os requisitos de independência dos conselheiros¹⁹⁷.

A SGX através da *Mainboard Rules* determina uma série de salvaguardas¹⁹⁸, dentre elas, destacam-se que as ações ordinárias sem voto plural devem somar, pelo menos, 10% dos votos em assembleia geral. Ainda, para determinadas deliberações será necessário que todos os acionistas, não importando a classe das ações, votem conforme o princípio *one share one vote*, como as deliberações relacionadas a: (i) modificações de documentos constitutivos; (ii) alteração de direitos de votos de qualquer classe de ação; (iii) indicação e retirada conselheiros e auditores independentes; (iv) incorporação reversa; (v) liquidação e dissolução da companhia; e (vi) fechamento de capital. Ainda, é requerido que todas as medidas protetivas constem nos documentos constitutivos das companhias.

No Reino Unido, a *London Stock Exchange* -LSE permite o voto plural, exceto em seu segmento “premium”. Apesar do instituto não ter sido muito popular no país, o debate vem crescendo no âmbito de uma reestruturação de alguns setores da economia. Com o acordo do *Brexit* e a saída da Inglaterra da União Europeia, o governo britânico tem planejado uma série de reformas financeiras no país para encorajar companhias a listarem-se nas bolsas de valores locais¹⁹⁹.

Diante disso, foram publicadas recomendações realizadas pela a *UK Listing Review* em março de 2021²⁰⁰ e a *Independent Strategic Review of UK FinTech*, publicada em fevereiro de 2021, para rever determinadas regras de listagem de forma a atrair novos investimentos.

¹⁹⁷ CFA INSTITUTE. *Dual-Class Shares the good, the bad, and the ugly*. p. 54. Acesso em: 15 set. 2021.

¹⁹⁸ SGX. *SGX launches rules for listing of dual class shares companies*. Data: 26 jun. 2018. **sgx.com**. Disponível em: <https://www.sgx.com/media-centre/20180626-sgx-launches-rules-listing-dual-class-shares-companies>. Acesso em: 17 set. 2021.

¹⁹⁹ WEIL. *Market Effectiveness: Proposed Changes to the UK Listing and Prospectus Regimes*. jul. 2021. **weil.com**. Disponível em: <https://www.weil.com/articles/market-effectiveness-proposed-changes-to-the-uk-listing-and-prospectus-regimes#modall>. Acesso em: 17 set. 2021.

²⁰⁰ UK LISTING REVIEW. 3 mar. 2021. **assets.publishing.service.gov.uk**. Disponível em: https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/966133/UK_Listing_Review_3_March.pdf. Acesso em: 17 set. 2021.

Em respostas a essas recomendações foram emitidos prospectos pela *HM Treasury* e *Financial Conduct Authority (FCA)* que propuseram uma série de alterações significativas nas regras de listagem do Reino Unido, dentre elas, a possibilidade de permitir o voto plural no segmento “premium” da LSE.

Há de se notar que o Reino Unido, enquanto pertencente à União Europeia também adotava algumas diretivas emitidas por ela, apesar de não ser obrigatório. Nesse sentido, a *European Union Takeover Directive*, uma diretiva europeia sobre ofertas de aquisições de controle, desenhada para mitigar os riscos impostos pelas *dual class shares*, prevê²⁰¹ o chamado *breakthrough rule*²⁰².

A regra é disparada caso haja uma aquisição de pelo menos 75% do capital social da companhia-alvo, nesse cenário, pela *breakthrough rule* as ações de voto plural da companhia-alvo são convertidas em ações com apenas um voto. Com isso, desabilitaria as estratégias defensivas que dependessem do voto plural.

As recomendações feitas pela *UK Listing Review* transpareceram que a utilização de técnicas mais protetivas quanto as *dual class shares* poderiam ser prejudiciais para LSE, uma vez que outros mercados já abandonaram-nas nos últimos anos²⁰³.

Ante o exposto, o quadro abaixo resume e destaca as principais regras e limitações impostas nos países nos Estados Unidos, Reino Unido e Singapura, em contraponto com o Brasil e sua recente permissão do instituto:

²⁰¹ Art.11 da *European Union Takeover Directive*. UNIÃO EUROPÉIA. Directiva 2004/25/CE do Parlamento Europeu e do Conselho. Acesso em: 14 set. 2021.

²⁰² Tradução livre: regra da não oponibilidade das restrições.

²⁰³ BAVOSO, Vincenzo. The City of London Post-Brexit: Can Dual-Class Shares Be a Game-Changer? Data: 20 maio 2021. **The Company Lawyer**; Editorial, Forthcoming. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3850072>. Acesso em: 16 set. 2021.

Tabela 2 - Quadro comparativo entre Brasil, Estados Unidos, Reino Unido e Singapura com os principais aspectos das ações com voto plural de cada jurisdição.

	Brasil	Estados Unidos	Reino Unido	Singapura
Tipo de Permissão	Antes do IPO para companhias abertas	Antes ou depois do IPO, desde que mantenham as mesmas características das ações já emitidas.	Para companhias de alto crescimento e de setores inovadores que irão realizar o IPO, com avaliação discricionária de aceitação	Permitido, mediante análise prévia. No IPO é necessário especificar os acionistas que serão detentores de ações com voto plural
Proporção de voto	Até 10 votos	Normalmente é até 10 votos, mas há companhias com até 20 votos	Até 10 votos	Até 10 votos
Conversão	Rol taxativo de hipóteses de conversão automática de ações com voto plural para ações ordinárias sem voto plural	Não pode reduzir ou restringir os direitos de votos dos acionistas titulares de ações em circulação	Convertida em caso de morte, perda do mandato de diretor, incapacidade e transferência a terceiros	Convertida em caso de término do mandato ou transferência a terceiros, salvo aprovado em assembleia
Sunset Clause	Possui	Possui	Possui	Possui
Regras de Governança	Vedado em deliberações acerca da remuneração dos administradores e celebração de transações com partes relacionadas	Definição de temas relevantes que devem ser decididos na relação "One-Share, One-Vote"	Adoção do <i>breakthrough rule</i> e o segmento "premium" da LSE não permite as ações com voto plural	As ações sem voto plural devem somar, pelo menos, 10% dos votos em assembleia geral

Fonte: Elaborado pela autora com base em dados do CFA Institute.

CONCLUSÃO

A permissão do voto plural no Brasil, através da Lei nº 14.195 de 26 de agosto de 2021²⁰⁴, que incluiu o Art. 110-A na Lei das S.A., se demonstrou necessária para modernizar o mercado de capitais do país frente as principais economias do mundo.

Com esta permissão novos investidores e companhias serão atraídos para o país, estimulando o capital e modernizando o ambiente de negócios, da mesma forma, que confere as companhias maior autonomia para determinação de sua estrutura acionária, fornecendo maiores possibilidades para abertura do capital em mercados de balcão.

Assim, as companhias podem buscar capital em bolsas de valores para alavancar seus negócios, ao passo que os seus fundadores podem manter-se no controle e justamente se concentrar na evolução da companhia.

O relaxamento do princípio do *one share one vote*, que já vinha sendo demonstrado por meio da utilização de mecanismos como *poison pills* e “ações superpreferenciais”, não é, portanto, uma ameaça para os investidores e para o mercado em geral, e sim um passo importante para a evolução do mercado de capitais do país.

No entanto, é necessário que o relaxamento seja introduzido também com mecanismos limitantes como as chamadas *safeguards* ou cláusulas limitantes ao voto plural, como número máximo de votos permitidos por ação, *sunset clauses*, isto é, prazo de vigência para as ações com voto plural e regras obrigatórias de governança corporativa que devem ser adotadas pelas companhias, de forma a coibir abusos e manter uma boa relação societária, baseada na equidade e transparência, entre acionistas controladores, minoritários e administradores.

De fato, o Brasil ainda tem um longo caminho a percorrer, frente a recente alteração legislativa e seus desdobramentos para o mercado. A aplicação do voto plural no Brasil, foi extremamente positiva apesar de apresentar condicionantes exageradas a sua utilização.

Por ora, cabe a regulamentação acessória da CVM e outros órgãos fiscalizadores para que sua aplicação respeite as condições de mercado e proporcione um ambiente de negócios mais

²⁰⁴ BRASIL. Lei nº 14.195, de 26 de agosto de 2021. Acesso em: 15 set. 2021.

favorável e moderno para o país. Representa, portanto, ainda que limitante, um primeiro passo para o Brasil frente as principais economias do mundo.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ANDRIGHI, Fátima N.; RIVA, Laura R. **Oferta Hostil e Poison Pills**. Sociedades Anônimas e Mercado de Capitais. São Paulo: Quartier Latin. 2011.

ARGENTINA. INFOLEG. **Lei nº 19550, Ley de Sociedades Comerciales**. Artigo nº 216, Disponível em: <http://servicios.infoleg.gov.ar/infolegInternet/anexos/25000-29999/25553/texact.htm>. Acesso em: 15 set. 2021.

AZEVEDO, Luís André. Concentração e Dispersão do Poder Político nas Organizações Coletivas Finalísticas. **Regime Jurídico da companhia Aberta Integrante do Novo Mercado da Bolsa de Valores**: o Papel Decisivo Desempenhado pelos Instrumentos Jurídicos de Dissociação entre Representatividade Política e Participação Econômica de Acionistas no Âmbito da Companhia. Orientador: Eduardo Secchi Munhoz. 2015. 263 f. Tese (Doutorado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2015. Disponível em: https://teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-17122015-104939/publico/Tese_LANMA_Final.pdf. Acesso em: 07 maio 2021.

AZEVEDO, Y. G. P.; GOMES, H. B.; NAKAO, S. H. Poison pills e governança corporativa: um estudo no mercado acionário brasileiro. **Revista de Contabilidade e Organizações**, v. 15, e169831, p. 3. 2021. Disponível em: <https://www.revistas.usp.br/rco/article/view/169831>. Acesso em: 14. set. 2021.

B3. **Art. 8º do Regulamento do Novo Mercado**. “A companhia deve ter seu capital social dividido exclusivamente em ações ordinárias”. Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/estrutura-normativa/listagem/. Acesso em: 16 set. 2021.

B3. B3 se prepara para receber novas ofertas com a criação do voto plural. Data: 31 ago. 2021. **b3.com.br**. Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/noticias/novas-ofertas-com-a-criacao-do-voto-plural.htm. Acesso em: 15 set. 2021.

B3. Extrato da análise internacional e repercussão no mercado brasileiro da expansão da adoção de estruturas com duas ou mais classes de ações com direitos de voto diferenciados (DCS). **b3.com.br**. Disponível em: http://www.b3.com.br/data/files/45/02/1F/3D/16ECF6107DF7ACF6AC094EA8/EXTRATO_DA_ANALISE_VOTO_PLURAL.pdf. Acesso em: 10 set. 2021.

B3. Iniciativas. **clientes.b3.com.br**. Disponível em: http://clientes.b3.com.br/pt_br/imk-iniciativas-de-mercado-de-capitais.htm. Acesso em: 28 maio 2021.

BAINBRIDGE, Stephen M., **Understanding Dual Class Stock Part I: An Historical Perspective**. 2017. Disponível em: <https://www.professorbainbridge.com/professorbainbridgecom/2017/09/understanding-dual-class-stock-part-i-an-historical-perspective.html>. Acesso em: 18 set. 2021.

BANCO MUNDIAL. **Doing Business**. Disponível em: <https://portugues.doingbusiness.org/pt/data/exploreconomies/brazil>. Acesso em: 15 set. 2021.

BANCO MUNDIAL. **Relatórios**. Disponível em: <https://portugues.doingbusiness.org/pt/reports/global-reports/doing-business-2020>. Acesso em: 15 set. 2021.

BARBOSA, Henrique C. Ações Preferenciais, “Superpreferenciais” e Tracking Stocks Como Instrumento De Operações Societárias. In: **Novos Temas de Direito e Corporate Finance**. BARBOSA, Henrique; BOTREL, Sérgio (coords.). São Paulo: Quartier Latin, 2019. Disponível em: <http://barbosabarbosa.com.br/images/Novostemasdedireito.pdf>. Acesso em: 10 set. 2021.

BAVOSO, Vincenzo. The City of London Post-Brexit: Can Dual-Class Shares Be a Game-Changer? Data: 20 maio 2021. **The Company Lawyer**; Editorial, Forthcoming. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3850072>. Acesso em: 16 set. 2021.

BERLE, Adolf; MEANS, Gardiner. **The modern corporation and private property**. Transaction Publishers, 1967. p. 7. Disponível em: https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/197990/mod_resource/content/1/DCO0318_Aula_0_-_Berle__Means.pdf. Acesso em: 19 set. 2021.

BMA ADVOGADOS. Home. **bmaadvogados.com.br**. Disponível em: <https://www.bmaadvogados.com.br/pi/conteudo/societario-e-ma/impactos-do-voto-plural-no-mercado-brasileiro>. Acesso em: 13 set. 2021.

BMF. Voto Plural. **www.bmf.com.br**. Disponível em: <http://www.bmf.com.br/portal/images/newsletter/bmfbovespa/Voto-Plural.pdf>. Acesso em: 28 maio 2021.

BORBA, José Eduardo Tavares. **Direito Societário**. 18ª ed. São Paulo: Atlas, 2021.

BRASIL. Câmara dos Deputados. Congresso recebe MP que altera regras do ambiente de negócios. **Agência Câmara de Notícias**. Data: 30 mar. 2021. Disponível em: <https://www.camara.leg.br/noticias/741119-congresso-recebe-mp-que-altera-regras-do-ambiente-de-negocios/>. Acesso em: 15 set. 2021.

BRASIL. Câmara dos Deputados. **Legislação Informatizada - Decreto nº 21.536, de 15 de Junho de 1932 - Publicação Original**. Art. 1º, §4º: É vedado o voto plural. Disponível em: <https://www2.camara.leg.br/legin/fed/decret/1930-1939/decreto-21536-15-junho-1932-517361-publicacaooriginal-1-pe.html>. Acesso em: 11 set. 2021.

BRASIL. Câmara dos Deputados. Projeto de Lei nº10.736 de 14 de agosto de 2018. **Acrescenta o art. 110-A à Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, de modo a autorizar a atribuição de voto plural a uma única classe de ações, e dá outras providências**. Disponível em:

<https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=2183068>. Acesso em: 15 set. 2021.

BRASIL. Congresso Nacional. Medida **Provisória nº 1040, de 2021**. Disponível em: <https://www.congressonacional.leg.br/materias/medidas-provisorias/-/mpv/147864>. Acesso em: 15 set. 2021.

BRASIL. Decreto nº 2.594 de 15 de maio de 1998. **Regulamenta a Lei nº 9.491, de 9 de setembro de 1997, que dispõe sobre o Programa Nacional de Desestatização e dá outras providências**. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto/d2594.htm. Acesso em: 26 maio 2021.

BRASIL. Decreto nº 99.463 de 30 de outubro de 1990. **Regulamenta, no âmbito da Administração Pública Federal, o reaproveitamento, a movimentação, a alienação e outras formas de desfazimento de material**. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto/antigos/d99658.htm. Acesso em: 26 maio 2021.

BRASIL. Decreto-Lei nº 2.627, de 26 de setembro de 1940. **Dispõe sobre as sociedades por ações**. Art. 80: “A cada ação comum ou ordinária corresponde um voto nas deliberações da assembleia geral, podendo os estatutos, entretanto, estabelecer limitações ao número de votos de cada acionista. Parágrafo único. É vedado o voto plural”. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/del2627.htm. Acesso em: 15 set. 2021.

BRASIL. Lei nº 9.491 de 9 de setembro de 1997. **Altera procedimentos relativos ao Programa Nacional de Desestatização, revoga a Lei nº 8.031, de 12 de abril de 1990, e dá outras providências**. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l9491.htm. Acesso em: 19 set. 2021.

BRASIL. Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001. **Altera e acrescenta dispositivos na Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976 e dá outras providências**. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/leis_2001/l10303.htm. Acesso em: 07 ago. 2021.

BRASIL. Lei nº 14.195, de 26 de agosto de 2021. **Dispõe sobre a facilitação para abertura de empresas e dá outras providências**. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2021/lei/L14195.htm. Acesso em: 15 set. 2021.

BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. **Dispõe sobre as Sociedades por Ações**. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm. Acesso em: 18 set. 2021.

BRASIL. Lei nº 8.031, de 12 de abril de 1990. **Cria o Programa Nacional de Desestatização e dá outras providências**. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L8031.htm. Acesso em: 26 maio 2021.

BRASIL. Senado Federal. **Documento MPV 1040 00017**. Apresentação de Emendas. Disponível em: <https://legis.senado.leg.br/sdleg-getter/documento?dm=8947708&disposition=inline>. Acesso em: 16 set. 2021.

BRASIL. Supremo Tribunal Federal. ADIn 5.127-DF. Rel. Ministra Rosa Weber. Disponível em: <https://redir.stf.jus.br/paginadorpub/paginador.jsp?docTP=TP&docID=10931367>. Acesso em: 10 set. 2021.

CARVALHOSA, Modesto. As Poison Pills Estatutárias na Prática Brasileira: alguns aspectos de sua Legalidade. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro; ARAGAO, Leandro Santos de. **Direito Societário: Desafios Atuais**. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

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

CARVALHOSA, Modesto; KUYVEN, Fernando. **Tratado de Direito Empresarial: Sociedades Anônimas**. 2ª ed. v. 3. São Paulo: Thomson Reuters, 2018.

CASTRO, Rodrigo R. M. **Controle Gerencial**. Coleção IDSA de Direito Societário e Mercado de Capitais. v. 2. São Paulo: Quartier Latin, 2010.

CFA INSTITUTE. Dual-Class Shares the good, the bad, and the ugly. **cfainstitute.org**. 2018. Disponível em: <https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/survey/apac-dual-class-shares-survey-report.ashx>. Acesso em: 28 maio 2021.

COELHO, FÁBIO ULHOA. Nota sobre a proibição do voto plural. In: **Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários**. Almedina. 12ª ed. p. 81-95, Out./Nov. 2020.

COMPANY NEWS. Seagram Is Sued On Takeover Effort. **The New York Times**. Nova York, 17 mar. 1981. Disponível em: <https://www.nytimes.com/1981/03/17/business/company-news-seagram-is-sued-on-takeover-effort.html>. Acesso em: 14 ago. 2021.

COMPARATO, Fabio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **Poder de Controle na Sociedade Anônima**. 5ª ed. Rio de Janeiro: Ed. Forense, 2008.

COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO, Calixto Filho. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. 6ª ed. 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 LJ**, v. 68, p. 335, 2018. Disponível em: https://scholarlycommons.law.emory.edu/elj/vol68/iss2/3/?utm_source=scholarlycommons.law.emory.edu%2Felj%2Fvol68%2Fiss2%2F3&utm_medium=PDF&utm_campaign=PDFCoverPages. Acesso em: 05 set. 2021.

CUNHA, Lucas Marsili. **Formas de Coibir o Abuso do Poder de Controle nas Sociedades Anônimas**. São Paulo: Quartier Latin, 2019.

CVM. **Ata da Assembleia Geral Extraordinária realizada em 23 de março de 2015**. Gol Linhas Aéreas Inteligentes S.A. Disponível em: <https://www.rad.cvm.gov.br/ENET/fmExibirArquivoIPEExterno.aspx?NumeroProtocoloEntraga=460478>. Acesso em: 18 set. 2021.

CVM. **Exposição de motivos nº 196, de 24 de junho de 1976, do Ministério da Fazenda**. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/leis-decretos/anexos/em196-lei6404.pdf>. Acesso em: 22 maio 2021.

CVM. **Instrução CVM 400**. Data: 29 dez. 2003. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst400.html>. Acesso em: 15 set. 2021.

CVM. **Instrução CVM nº361, de 5 de março de 2002**. Dispõe sobre o procedimento aplicável às ofertas públicas de aquisição de ações de companhia aberta, o registro das ofertas públicas de aquisição de ações para cancelamento de registro de companhia aberta, por aumento de participação de acionista controlador, por alienação de controle de companhia aberta, para aquisição de controle de companhia aberta quando envolver permuta por valores mobiliários, e de permuta por valores mobiliários. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst361.html>. Acesso em: 20 set. 2021

CVM. **Memorando**. Ref.: Poison Pills. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0005/6491-0.pdf>. Acesso em: 10 set. 2021.

CVM. **Parecer de Orientação nº 36**. 2009. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/pareceres-orientacao/pare036.html#:~:text=Disposi%C3%A7%C3%B5es%20estatut%C3%A1rias%20que%20imp%C3%B5em%20%C3%B4nus,de%20prote%C3%A7%C3%A3o%20%C3%A0%20dispers%C3%A3o%20acion%C3%A1ria>. Acesso em: 15 set. 2021.

CVM. **Processo CVM nº RJ 2013/5993**. Declaração de Voto ao Recurso contra indeferimento de Pedido de Registro Inicial de Emissor de Valores Mobiliários - Categoria A - Sem Emissão. p. 21. Azul S.A. Diretora Relatora: Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes. Rio de Janeiro, 28 jan. 2014. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0010/8923-2.pdf>. Acesso em: 09 set. 2021.

CVM. **Prospecto preliminar da oferta pública de distribuição primária e secundária de ações preferenciais de emissão da Track & Field CO S.A**. Disponível em: https://sistemas.cvm.gov.br/dados/ofeanal/RJ-2020-01276/20201019_Prospecto%20Preliminar.pdf. Acesso em: 09 set. 2021.

DURÃO, Mariana. Proposta de voto plural limita ‘super ordinária’ a empresas estreantes na Bolsa. **economia.estadao.com.br**. Disponível em:

<https://economia.estadao.com.br/noticias/governanca,proposta-de-voto-plural-limita-superordinaria-a-empresas-estreadas-na-bolsa,70003498682>. Acesso em: 28 maio 2021.

EIZIRIK, Nelson. A ação “superpreferencial” é legal?. **Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários**, São Paulo, Almedina, v. 1. p. 125- 142, 2015b. Disponível em: https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/2935311/mod_folder/content/0/N.%20Eizirik%20-%20A%20a%C3%A7%C3%A3o%20super%20preferencial%20%C3%A9%20legal.pdf?force_download=1. Acesso em: 07 set. 2021.

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

EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**. 3ª ed. v. 2. São Paulo: Quartier Latin, 2021.

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. **FORM S-1 - Registration Statement Under The Securities Act of 1933**. Washington, D.C. 20549. Disponível em: <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1564408/000119312517029199/d270216ds1.htm>. Acesso em: 05 ago. 2021.

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Securities and Exchange Commission. **FORM S-1 - REGISTRATION STATEMENT – Under The Securities Act of 1933**. Washington, D.C. 20549. Disponível em: <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1288776/000119312504073639/ds1.htm>. Acesso em: 05 set. 2021.

FISCHEL, Daniel R. **Organized exchanges and the regulation of dual class common stock**. University of Chicago Law Review, v. 54, 1987.

FLEMING, Rick. **Dual-Class Shares: A Recipe for Disaster**. 15 Out. 2019. Disponível em: <https://www.sec.gov/news/speech/fleming-dual-class-shares-recipe-disaster>. Acesso em: 15 set. 2021.

IBGC. **Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa**. 5ª ed. 2015. p. 19. Disponível em: <https://conhecimento.ibgc.org.br/Paginas/Publicacao.aspx?PubId=21138>. Acesso em: 10 set. 2021.

KELSEN, Hans. **Teoria Generale del Diritto e dello Stato**. Milão: Etas, 1964.

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

LEUNG, Mary. Snapchat IPO: What’s Wrong with This Picture? **CFA Institute**. Disponível em: <https://blogs.cfainstitute.org/marketintegrity/2017/04/18/snapchat-ipo-whats-wrong-with-this-picture/>. Acesso em: 05 set. 2021.

LUCENA, José Waldecy. **Das Sociedades Anônimas: comentários à lei (Arts. 1º a 120)**. v. 1. Rio de Janeiro: Renovar, 2009.

MOORE, Marc T. Designing Dual-Class Sunsets: The Case for a Transfer-Centered Approach. **William & Mary Business Law Review**, v. 12, Art. 4, Issue 1, Nov. 2020.

Disponível em:

<https://scholarship.law.wm.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1202&context=wmlr>. Acesso em: 15 set. 2021.

MÜSSNICH, F.; MAVIGNIER, M.; REIS, A. P. Public M&As, Hostile Takeovers and Shareholder Activism. The Guide to Mergers and Acquisitions, **Law Business Research**.

United Kingdom, jan. 2021, p. 91. Disponível em:

https://www.bmalaw.com.br/docsmkt/7_Public_%20MAs_Hostile_Takeovers_and_Shareholder_Activism.pdf. Acesso em: 14 set. 2021.

MUSSNICH, Francisco Antunes Maciel. **Voto Plural**: Quebrando Paradigmas. Disponível em: <https://www.valor.com.br/legislacao/5228253/voto-plural-quebrandoparadigmas>. Acesso em: 28 maio 2021.

MÜSSNICH, Francisco; LOBÃO MELO, Vitor de Brigo. Análise Prática e Considerações sobre a realidade e a aplicação das medidas de proteção à tomada de controle nos estatutos sociais das companhias abertas brasileiras (Brazilian Pills). In: SILVA, Alexandre Couto (coord.). **Direito Societário** - Estudos sobre a lei de sociedades por ações. Editora Saraiva, 2013.

NASDAQ. Regra nº 5640. Marketplace Rules. **Nasdaq.com**. Disponível em:

<https://listingcenter.nasdaq.com/rulebook/nasdaq/rules/Nasdaq%205600%20Series>. Acesso em: 16 set. 2021.

NYSE GUIDE. 313.00 Voting Rights. **NYSE Guide**. Disponível em:

https://nyseguide.srorules.com/listed-company-manual/document?treeNodeId=csh-da-filter!WKUS-TAL-DOCS-PHC-%7B0588BF4A-D3B5-4B91-94EA-BE9F17057DF0%7D--WKUS_TAL_5667%23teid-99. Acesso em: 16 set. 2021.

OECD. OECD Corporate Governance Factbook 2021. **oecd.org**. Disponível em:

<https://www.oecd.org/corporate/Corporate-Governance-Factbook.pdf>. Acesso em: 15 set. 2021.

ORDEM DOS ADVOGADOS DO BRASIL. Nota referente a Medida Provisória nº 1.040/2021. Conselho Federal. Brasília.

PARENTE, Norma Jonssen. **Tratado de Direito Empresarial**: Mercado de Capitais. 2ª ed. v. 6. São Paulo: Thomson Reuters, 2018.

PELA, Juliana Krueger. **As golden shares no direito societário brasileiro**. Quartier Latin, 2012.

REED, Stanley F.; LAJOUX, Alexandra R.; NESVOLD, H. Peter. **The Art of M&A**. A Merger Acquisition Buyout Guide. 4ª ed. Estados Unidos: McGraw-Hill, 2007.

SCHINCARIOL, Juliana. Voto plural tira de cena super PN. **Valor Econômico**. Disponível em: <https://valor.globo.com/financas/noticia/2021/08/31/voto-plural-tira-de-cena-acao-super-pn.ghtml>. Acesso em: 10 set. 2021.

SGX. SGX launches rules for listing of dual class shares companies. Data: 26 jun. 2018. **sgx.com**. Disponível em: <https://www.sgx.com/media-centre/20180626-sgx-launches-rules-listing-dual-class-shares-companies>. Acesso em: 17 set. 2021.

SIQUEIRA, Carlos Leoni R. As companhias abertas: Temas a Revisitar. **Lei das S.A. em seus 40 anos**. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

TOLEDO, Letícia. IPO da XP é o 9º maior do mundo em 2019; veja o ranking. **Infomoney**. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/mercados/ipo-da-xp-e-o-9o-maior-do-mundo-em-2019-veja-o-ranking/>. Acesso em: 10 set. 2021.

TOMAZETTE, Marlon. **Curso de Direito Empresarial: Teoria Geral e Direito Societário**. 12ª ed. v. 1. São Paulo: Saraiva Educação, 2021.

TRINDADE, Marcelo. **Em meio ao caos, o voto plural**. Disponível em: <https://valorinveste.globo.com/blogs/marcelo-trindade/coluna/em-meio-ao-caos-o-voto-plural.ghtmlpr>. Acesso em: 28 maio 2021.

UK LISTING REVIEW. 3 mar. 2021. **assets.publishing.service.gov.uk**. Disponível em: https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/966133/UK_Listing_Review_3_March.pdf. Acesso em: 17 set. 2021.

UNIÃO EUROPÉIA. Directiva 2004/25/CE do Parlamento Europeu e do Conselho. **Jornal oficial da União Europeia**. Data: 21 abr. 2004. Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32004L0025&from=it>. Acesso em: 14 set. 2021.

VALVERDE, Trajano de Miranda. **Sociedade por Ações**. 2ª ed. v. 2. Rio de Janeiro: Forense, 1953.

WEIL. Market Effectiveness: Proposed Changes to the UK Listing and Prospectus Regimes. jul. 2021. **weil.com**. Disponível em: <https://www.weil.com/articles/market-effectiveness-proposed-changes-to-the-uk-listing-and-prospectus-regimes#modall>. Acesso em: 17 set. 2021.