



PUC-SP

**PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO
FACULDADE DE DIREITO**

THOMAZ PIRES DE OLIVEIRA DIAS

ADOÇÃO DAS AÇÕES DE VOTO PLURAL NO BRASIL

Monografia de Conclusão de Curso

Orientador: Prof. Marcus Elidius Michelli de Almeida

São Paulo

2022

THOMAZ PIRES DE OLIVEIRA DIAS

ADOÇÃO DAS AÇÕES DE VOTO PLURAL NO BRASIL

Trabalho de Conclusão de Curso (“Tese de Láurea”) apresentado ao Núcleo de Monografia do Curso de Graduação em Direito da Pontifícia Universidade Católica, conforme a Portaria N° 01/2021, como requisito parcial para a obtenção do título de Bacharel em Direito.

Orientador: Prof. Marcus Elidius M. de Almeida

São Paulo

2022

RESUMO

O presente trabalho tem como objetivo abordar o instituto do voto plural, com foco principal no debate brasileiro sobre o tema e sua conseqüente introdução no ordenamento jurídico. Por quase toda a história societária do país, proibiu-se a criação de ações com voto plural, preservando-se o Princípio do *One Share, One Vote* de forma a garantir a proporcionalidade dentre o investimento financeiro em ações e o poder político de decisão de empresarial por meio do exercício do direito de voto. Em razão da pressão recente de empresas de tecnologia, principalmente, o debate foi revivido mundo afora, tomando grandes proporções. Muitos empreendedores dessas empresas manifestaram preferência pelo modelo do voto plural, tendo em vista suas estratégias empresariais. O modelo dessas companhias exige alto financiamento, por isso os requisitos da abertura de capital, mas é pautado, muitas vezes, em um crescimento acelerado, descartando distribuição de dividendos no curto prazo, precisando, inclusive, manter os fundadores como líderes e controladores da empresa para poder concretizar a sua visão de gestão no longo prazo. Assim, o voto plural entra como um instrumento facilitador da estratégia empresarial desses fundadores, por permitir que eles mantenham o poder de controle mesmo recebendo o investimento de terceiros na companhia. No âmbito deste trabalho, o estudo da experiência internacional com o modelo de *dual class shares* será um aliado para entender a profundidade do debate sobre o instituto do voto plural e para compreender por que que o Brasil seguiu a tendência de bolsas de valores inovadoras como a Bolsa de Hong Kong e a de Singapura. Ademais, será possível tratar da introdução do mecanismo do voto plural no Brasil por meio da promulgação da Lei de Melhoria do Ambiente de Negócios. Nesse sentido, serão analisadas as variadas regras impostas pelo legislador como forma de estruturar o novo instrumento societário no Brasil.

Palavras-chave: Voto Plural. *Dual class shares*. Ações. Companhias. Direito Societário.

ABSTRACT

This paper has the objective of addressing the dual class shares model, focusing primarily on the Brazilian debate concerning the subject and the ensuing adoption of this corporate institute in the country's legal system. The creation of dual class shares has been banned throughout the country's history, preserving the *one vote, one share* rule, to assure a proportional share structure, balancing financial investment and the political power exercised by means of voting rights. Due to the recent pressure applied by tech companies, specially, the debate was rekindled, taking great proportions. Many tech entrepreneurs expressed their preference for the dual class shares model considering their corporate strategies. These companies' plans require a great deal of financing, therefore justifying IPO's; though at the same time there is a need for the preservation of voting powers for the founders, considering their long-term vision for the companies, including an initial *high growth* strategy and the delay of dividend distribution. Consequently, dual class shares are instruments that facilitate the corporate strategy of the entrepreneurs, allowing them to maintain ownership regardless of the financial investment of outsiders. During this paper the study of the international experience with the dual class shares model will be useful to understand the scope of the debate regarding shares with superior voting rights and to visualize why did Brazil follow the international trend of innovative stock exchanges such as the stock exchange of Hong Kong and Singapore. Furthermore, it will be possible to deal with the introduction of the dual class shares system in Brazil considering the enactment of Lei N° 14.195, a piece of legislation that had the purpose of modernizing the country's markets. In these terms, the various rules and limitations imposed by the legislator to structure this new corporate instrument will be presently analyzed.

Keywords: *Superior Voting Rights. Dual class shares. Companies. Shares. Corporate Law.*

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Dados públicos de produtos listados e de balcão.....	17
Tabela 2 – Bolsas de Valores e estruturas de ação.	18
Tabela 3 – Empresas americanas de tecnologia e adotantes do voto plural	Error! Bookmark not defined.
Tabela 4 - Histórico da quantidade de listagens na ASX.....	25
Tabela 5 - Histórico da quantidade de listagens na HKEX.....	29
Tabela 6 - Empresas brasileiras que optaram pela listagem em bolsa no exterior.....	34
Tabela 7 - Como funciona o Voto Plural no Brasil de acordo com os novos artigos da LSA..	39

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	Error! Bookmark not defined.
1. A DISPUTA PELO PODER DE CONTROLE E A DEFESA DO ONE SHARE, ONE VOTE	Error! Bookmark not defined.
1.1. Notas sobre o Poder de Controle nas Sociedades Anônimas	Error! Bookmark not defined.
1.2. O Preceito do One Share, One Vote	Error! Bookmark not defined.
1.3. A contradição das ações preferenciais	Error! Bookmark not defined.
2. O VOTO PURAL NA EXPERIÊNCIA ESTRANGEIRA	Error! Bookmark not defined.
2.1. O voto plural nos Estados Unidos da América	Error! Bookmark not defined.
2.2. O Voto plural na Austrália	Error! Bookmark not defined.
2.3. O Voto plural em Singapura e Hong-Kong	Error! Bookmark not defined.
3. O PORQUÊ DA ADOÇÃO DO VOTO PLURAL NO BRASIL	Error! Bookmark not defined.
3.1. Benefícios do voto plural	Error! Bookmark not defined.
3.1.2. Empresas brasileiras que optaram por abrir capital fora do Brasil	Error! Bookmark not defined.
3.2. Alguns Malefícios do voto plural	Error! Bookmark not defined.
4. O VOTO PLURAL É PERMITIDO NO BRASIL	Error! Bookmark not defined.
4.1. A promulgação da Lei da Melhoria do Ambiente de Negócios	Error! Bookmark not defined.
4.2. Análise das regras sobre o voto plural	Error! Bookmark not defined.
CONCLUSÃO	Error! Bookmark not defined.
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	Error! Bookmark not defined.

INTRODUÇÃO

Em agosto de 2021 foi promulgada a Lei da Melhoria do Ambiente de Negócios, envolvendo o estabelecimento do instituto do voto plural no mercado de capitais brasileiro. A partir disso, a Lei das Sociedades Anônimas foi alterada para conter previsões acerca das ações de voto plural, da modalidade das ações ordinárias. Dessa forma, os eventuais detentores das ações plurais deterão mais do que um voto por ação, recebendo um poder de voto superior ao das ações ordinárias comuns.

Por um lado, a introdução do voto plural no Brasil ser uma surpresa considerando o tratamento que a doutrina jurídica brasileira deu ao instituto ao longo da história do direito societário no país. O fato é que a pressão exercida pelos dirigentes de empresas de tecnologia, que foram vocais na defesa do voto plural, além de buscar listar suas empresas em bolsas de valores favoráveis ao mecanismo, surtiu um efeito no mundo e acabou por influenciar o legislador brasileiro.

Para se abordar o tema das *dual-class shares*¹ e do voto plural cabe, em um primeiro capítulo, traçar comentários sobre a natureza do poder de controle, fenômeno importantíssimo para entender como a dinâmica das companhias e a relação entre o investimento financeiro em ações pelos agentes e capacidade de se tomar as decisões das empresas. Nessa toada, será indicada a utilidade do exercício do poder de voto para o funcionamento da empresa. Além disso, serão apontados os diferentes perfis de acionistas, com especial atenção para o “acionista-empresendedor”, considerando que o voto plural pode ser mais bem talhado para esta categoria de acionista.

Adiante, será analisado o Princípio do *One Share, One Vote*, de grande importância para o ordenamento jurídico brasileiro e o pensamento doutrinário. Passar-se-á pelas opiniões tradicionais dos juristas brasileiros quanto ao tema. A quebra deste princípio era algo impensável, considerando a contundência de sua defesa. A existência das ações preferencias contradiz, em primeiro plano, a noção do *one share, one vote*, mas como será observado no presente trabalho, a sua vigência foi justificada pela natureza das vantagens compensadoras atribuídas aos preferencialistas, mantendo-

¹ O termo *dual-class shares* será empregado no presente trabalho visto que representa o modelo acionário em que o voto plural figura no direito comparado."

se o princípio de um voto por ação intacto, de acordo com essa óptica. Contudo, a maré virou e o voto plural foi aprovado, significando, na prática, o fim da restrição de que a uma ação deve ser alocado um voto, nada mais, nada menos.

No segundo capítulo, serão esboçadas certas experiências estrangeiras que influenciaram o debate brasileiro. O volumoso histórico dos Estados Unidos da América, onde coexistiu o sistema das *dual class shares* e o Princípio do *One Share, One Vote*, oferece boas lições históricas. Do mesmo modo, as discussões advindas do mercado de capitais Australiano, Singaporense e de Hong Kong são importantes para observar as tendências sobre o voto plural.

Já no terceiro capítulo, será possível adentrar mais a fundo nos prós e contras do mecanismo jurídico do voto plural. A exposição de diferentes argumentos propostos mais recentemente no debate sobre o instituto, ajudará a entender se há potencial para que o voto plural tenha sucesso em solo brasileiro. Nesse âmbito, comentar-se-á, também, sobre o movimento das empresas de tecnologia que decidiram pela listagem no estrangeiro, onde, entre outras vantagens, permitia-se a adoção das ações plurais.

Por fim, no quarto capítulo, abordar-se-á a inclusão do voto plural no ordenamento jurídico do Brasil. Desse modo, será possível analisar as regras e salvaguardas impostas pelo legislador para conter potenciais abusos e distorções societárias que o voto plural pode vir a causar no Brasil.

1. A NATUREZA DO PODER DE CONTROLE E A DEFESA DO *ONE SHARE, ONE VOTE*

1.1 Notas sobre o Poder de Controle nas Sociedades Anônimas

As relações econômicas no interior das Sociedades Anônimas podem ser abordadas por uma ótica baseada na teoria do contrato ou até institucional. Entretanto, é possível se apoiar em uma terceira lógica, que será esmiuçada no presente capítulo: a lógica do Controle. Para Fabio Konder Comparato, em seu clássico “O Poder de Controle nas Sociedades Anônimas”, a ótica do poder de controle é a mais completa para entender os procedimentos de uma sociedade anônima. Para tanto, considera-se o controle como o elemento dinâmico que baliza o mecanismo societário

empresarial, sendo um poder exercido de modo indireto pelos acionistas por meio dos órgãos previstos em lei. Nesse sentido, o controle societário é justamente a prerrogativa possuída pelo titular de um poder superior de imposição de decisões aos subalternos — poder de imposição legal. No âmbito de uma companhia, tal poder será exercido pela utilização do voto, de modo a tomar as decisões empresariais. Nesse sentido, reconhece Fabio Konder Comparato:

"(...) núcleo da definição de controle na sociedade anônima reside no poder de determinar as deliberações da assembleia-geral. Controle interno haverá toda vez que esse poder estiver em mãos de titulares de direitos próprios de acionista, ou de administradores, pessoas físicas ou jurídicas, isoladamente ou em conjunto, de modo direto ou indireto."²

No âmbito da Lei das Sociedades por Ações, a conceituação do poder de controle se deu no art. 116:

"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 assembleia-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."

A partir de uma primeira impressão, é comum atribuir o poder de controle àquele acionista que simplesmente detêm a titularidade do maior número de ações ou da maior parcela do capital social. A regra é que em sociedades por ações a participação no seu controle se dá proporcionalmente ao investimento feito pelos acionistas, que a partir disso derivam seus direitos de voto nas assembleias, podendo geralmente escolher os administradores e deliberar sobre transações importantes, além de receber os dividendos. Ou seja, aquele que mais aportou valores econômicos na sociedade, seria o detentor do poder de controle. Entretanto, o poder de controle se dá de uma forma mais complexa, podendo apresentar variações consequenciais na dinâmica de poder da empresa.

Na doutrina societária, já foram identificadas certas formas de controle em uma sociedade por ações, quais sejam: i) o controle quase totalitário, ii) o controle majoritário, iii) o controle minoritário e iv) o controle da administração. Contudo, tais modalidades, na prática, se confundem, sendo difícil desenhar uma linha divisória fixa entre eles. A primeira forma é a mais transparente,

² COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. O poder de controle na sociedade anônima. 2005. P.112.

ela se dá na hipótese em que um acionista ou um grupo de acionistas detêm todas as ações do capital social. No Brasil é comum enxergar empresas que possuem subsidiárias integrais, nas quais exercem tal controle quase totalitário. Já o controle majoritário, modalidade mais comum no cenário brasileiro, está associado à titularidade de mais da metade das ações votantes por um acionista ou grupo de acionistas. Nessa modalidade, entende-se que a maioria comanda, visto que ninguém, em princípio, possui a prerrogativa de decidir pelos interesses alheios. Assim, deve prevalecer a vontade da maioria.

Ainda, tem-se o controle minoritário, no qual o detentor do controle não é o titular da maioria do capital social votante. Esta modalidade é conhecida como *working control* pelos juristas norte-americanos e depende ou de alta pulverização das ações da companhia, divididas entre variados acionistas com pouco poder individual de voto, ou da existência de outros tipos de ação que não as votantes. Esse controle minoritário é justamente a modalidade que mais ganha força com o advento das ações de voto plural. Ademais, cabe comentar que existem ações não votantes em solo brasileiro: as ações preferenciais, que também serão tratadas mais adiante neste trabalho.

Por fim, apresenta-se o controle da administração, que basicamente não tem papel relevante no mercado de ações do Brasil, visto que depende de um elevado grau de dispersão de ações entre acionistas, cada qual possuidor de uma diminuta quantidade de ações — ao contrário, é sabido que uma característica marcante do capitalismo brasileiro é o controle de grandes empresas por grupos familiares tradicionais e influentes no decorrer da história do país, indicando pouca mobilidade de renda. Dessa maneira, a empresa poderia ser comandada pelos próprios administradores, tendo em mãos procurações outorgadas pelos acionistas para realizar o exercício do voto em seus nomes. Tal modalidade está associada à visão institucional de uma companhia como uma verdadeira sociedade de capital, em razão da falta da pessoalidade entre os sócios que estariam relativamente afastados da direção da empresa.

De qualquer maneira, no campo dessas diversas formas de controle, no que tange à prática empresarial, é possível distinguir, em linhas gerais, certos tipos diferentes de acionistas, com características e atitudes. Observa-se o acionista “especulador”, que investe em uma companhia em busca da valorização rápida de suas ações, alheio, em grande medida, à prática gerencial das empresas e ao processo de tomada de decisão pelos administradores. Além deste, tem-se o acionista renteiro que procura um investimento de médio a longo prazo, de modo a perceber o lucro por

meio da valorização das ações e/ou recebimento de dividendos, podendo estar até mesmo interessado ou ligado à administração da empresa. De outra banda, encontra-se o acionista empreendedor, aquele que efetivamente participou da fundação da companhia. Por fazer parte do processo decisório administrativo da companhia (com raras exceções), e deter uma parte significativa da empreitada, este acionista tem todo o interesse (ao menos inicialmente) no sentido do sucesso da empresa e está associado ao potencial sucesso ou fracasso da mesma. É para este acionista que o instituto do voto plural, a ser discutido no presente trabalho, tem o maior potencial de utilidade, na medida em que o empreendedor, interessado em uma eventual abertura de capital, pode procurar financiar a sua empresa ao mesmo tempo em que deseja mitigar os efeitos da diluição das suas ações e de seu poder de controle.

Sendo assim, é certo que o poder de controle é exercido, geralmente, por meio do efetivo exercício do direito de voto do acionista. O Poder de Controle, contudo, é mais complexo do que a simples aferição da quantidade de ações de cada acionista. No Brasil, as modalidades mais importantes de controle são a do controle majoritário e controle totalitário. De qualquer forma, sabe-se que o poder de voto pode ser desconexo do tamanho da propriedade acionária da pessoa, em virtude da existência de classes de ações preferencias, ou até mesmo por conta da presença de ações com maiores poderes de voto do que a ação ordinária, ou seja, em razão da existência da ação com voto plural, nova adição ao ordenamento jurídico.

1.2 O Preceito do *One Share, One Vote*

O Preceito do *One Share, One Vote* teve grande importância ao longo da história do Direito nacional. Por meio deste preceito, para cada ação é atribuído um voto, de modo a dar concretude à regra da proporcionalidade dos votos à participação no capital social, um dos fundamentos para balizar a teoria da divisão capital social das sociedades anônimas. Assim, a partir deste princípio se derivava a proibição ao voto plural. No ordenamento jurídico brasileiro, o *one share, one vote* foi estabelecido oficialmente no tradicional Decreto Lei nº 2.627/40, precursor da Lei nº 6.404/76 (Lei das Sociedades Anônimas” ou “Lei das S.A.”). O Decreto, hoje extinto, regulamentava as sociedades por ações, tendo em seu artigo 80 e no parágrafo único deste dispositivo a seguinte previsão:

“Art. 80. A cada ação comum ou ordinária corresponde um voto nas deliberações da assembléia geral, podendo os estatutos, entretanto, estabelecer limitações ao número de votos de cada acionista. Parágrafo único. É vedado o voto plural.”

Desta forma, faz-se claro que o sistema societário brasileiro originalmente privilegiou a regra do *one share, one vote*, afastando a validade da ação com voto plural. Assim, cabe um breve estudo dos posicionamentos doutrinários tradicionais do Direito brasileiro no que tange a temática. A legislação societária era a própria expressão do entendimento doutrinário majoritário, que afastava o voto plural com contundência. Suas razões eram baseadas no potencial perigo, percebido pelos juristas, em distanciar a relação entre (i) o risco assumido pelo acionista por meio de seu investimento e (ii) seu poder decisório no âmbito da companhia. Ao se quebrar a relação de proporcionalidade de votos ao investimento no capital social, haveria uma ameaça à ordem interna das companhias, de forma a vitimar acionistas minoritários e distorcer as relações de poder societário.

Nessa óptica, refletindo ainda sobre o Decreto Lei nº 2.627/40, o jurista Waldemar Ferreira salientou que:

“Os estatutos podem limitar o número de votos do grande acionista; mas não podem privar acionista algum do direito de voto: com apenas uma ação, terá, necessariamente, um voto. Salvaguardou-se o direito da minoria, acrescentando o art. 80, em seu parágrafo único, ser vedado o voto plural.”³

Traçando contornos históricos, o jurista Ruy Carneiro Guimarães explicou que as ações de voto plural tiveram sua época de ouro após o fim da Primeira Guerra Mundial, sendo utilizadas em certos países europeus. A razão para a aplicação deste instituto era a do provimento de estabilidade à gestão empresarial e defesa contra movimentos especulativos, que poderiam ser executados notadamente por entidades de capital estrangeiro. À época, o capitalismo financeiro era surpreendentemente globalizado, contando com a sistemática do padrão-ouro e a hegemonia financeira do Reino Unido — que foi minada, posteriormente, pelos norte-americanos. De qualquer forma, o professor reforçava a proibição do voto plural estabelecida pelo referido Decreto no Brasil:

³ FERREIRA, Waldemar Martins. Tratado de direito comercial. Edição Saraiva, 1961, p. 308.

“Também proibiu o decreto-lei a criação de ações de voto plural, isto é, de ações que concedem aos seus titulares maior número de votos que aos donos de outras, em igual quantidade, da mesma categoria.

Da mesma forma, José Lucena, valendo-se da autoridade do célebre Pontes de Miranda, prestigiou o princípio do one share, one vote:

"A vedação do voto plural, (...), tem por fito evitar o domínio da sociedade por ações pelos titulares de ações de voto plural, ditas 'ações de comando'. Dizia-se que elas evitavam a instabilidade da direção das sociedades por ações e defendiam a empresa contra especulações de grupos e contra males da concorrência desleal. (...) As críticas foram veementes, exprobando-se o favorecimento injusto, que dava ensejo à plutocracia dos dirigentes, ou de grupos fazedores de dirigentes."⁴

Portanto, é razoável enxergar que havia uma preocupação com os potenciais abusos a serem cometidos diante da quebra da regra de um voto por ação. Embora a ação com voto plural pudesse servir como defesa à especulação ou contra outras medidas que podiam desestabilizar a direção de uma companhia, a outra face da moeda seria, na visão doutrinária, a liberação de uma verdadeira plutocracia dos dirigentes, que possuiriam um poder injusto e descomunal frente aos outros acionistas.

Transportando tais opiniões para a atualidade, qual seria um possível norte a sustentar as opiniões de desses doutrinadores no sentido da proteção contra abusos de acionistas majoritários — sendo que “o abuso do poder de controle caracteriza-se pela prática de uma infração no exercício da prerrogativa legal do controle acionário”⁵ — e para balizar a livre concorrência no âmbito empresarial? O próprio artigo 170 da Constituição Federal brasileira pode ser compreendido como um verdadeiro bastião para os argumentos propostos pelos referidos juristas:

“Art. 170. A ordem econômica, fundada na valorização do trabalho humano e na livre iniciativa, tem por fim assegurar a todos existência digna, conforme os ditames da justiça social, observados os seguintes princípios: (...); II - propriedade privada; III - função social da propriedade; IV - livre concorrência (...).”

Portanto, caberia à nossa legislação societária proteger os investidores de menor porte, minoritários do quadro acionário de uma empresa, de modo a garantir o cumprimento da justiça

⁴ MIRANDA, Pontes de. Tratado de Direito Privado cit., tomo L, § 5.314-2, p. 240. apud LUCENA, José Waldecy. Das Sociedades Anônimas - comentários à Lei (arts. 1º a 120), vol. 1. Rio de Janeiro: Renovar, 2009, p. 1027-1028.

⁵ BULGARELLI Waldirio. A proteção das Minorias nas S.A. São Paulo: Pioneira, 1975, p. 95

social, expressado na Constituição Federal do país. Com base nesse raciocínio, a lei societária pode lançar mão da proibição ao voto plural como mais uma forma de coibir o abuso pelos acionistas majoritários. Deve-se lembrar que o poder de controle na sociedade anônima é incumbido ao acionista controlador para a execução de determinadas finalidades, ou seja, é um direito-função. Assim, o poder não é absoluto, permitindo que o legislador estabeleça certas regras para conter eventuais abusos cometidos pelos controladores.

Dando seguimento às ideias dos tradicionais juristas societários brasileiros com relação ao preceito do *one-share, one vote*, sabe-se que o caminho não foi diferente com a sistematização da lei societária brasileira realizada em 1976 a partir da Lei das S.A.. Manteve-se a limitação de um voto por ação e a consequente proibição ao voto plural:

“Art. 110. A cada ação ordinária corresponde 1 (um) voto nas deliberações da assembléia-geral. § 1º O estatuto pode estabelecer limitação ao número de votos de cada acionista. § 2º É vedado atribuir voto plural a qualquer classe de ações.”

Mais recentemente, o professor Maurício Menezes, ao explanar as razões para a vigência da diretriz do *one share, one vote*, fez menção ao tradicional sistema brasileiro que imperava antes da LA, e cita a danosa concentração de poder político nas mãos de poucos, que prejudicaria os demais acionistas:

“O voto plural (art. 110, § 2º, LSA) consiste na atribuição de mais de um voto a cada ação. Sua vedação constava do sistema anterior à LSA, que apenas a corroborou.⁸⁵ A justificativa para a proibição do voto plural consiste no desequilíbrio de forças advindo da concentração de poder político em poucas ações, em desfavor daqueles que aportaram maior quantidade de recursos na companhia.”⁶

Corroborando a visão dominante doutrinária, o eminente jurista Nelson Eizirik chamou atenção ao princípio da proporcionalidade dos votos à participação social e expressou os motivos para a proibição ao voto plural, que seria um instrumento antidemocrático assegurador de uma predominância mal afamada em favor de certos acionistas. O autor não deixou de mencionar o alcance internacional da vedação ao voto plural, entendimento que estaria disseminado na maioria das legislações societárias ao redor do mundo:

⁶ MOREIRA, Maurício. Lei das Sociedades Anônimas Comentada. Coordenador: Fábio Ulhoa Coelho. Rio de Janeiro: Forense, 2022, pg. 494.

“A Lei das S.A., no §2º, proíbe expressamente o voto plural a qualquer classe de ações, consagrando assim, o princípio da proporcionalidade dos votos à participação social. Trata-se de princípio geral do direito societário; como tal, possui não apenas função supletiva, mas atua como fundamento da própria ordem jurídico-societária, orientando, inclusive, o trabalho interpretativo.

O voto plural tem como objetivo assegurar a determinadas categorias de acionistas, usualmente os fundadores, uma influência preponderante na direção da companhia, desproporcional ao capital que representam e é repudiado, face ao seu caráter antidemocrático, por quase todas as legislações societárias.⁷

Portanto, foi possível traçar o entendimento jurídico tradicional brasileiro, que percebe a introdução de uma classe de ações com voto superior — de forma a violar o preceito do *one share one vote* — como uma verdadeira aberração do direito societário. De acordo com esse entendimento, o instituto do voto plural seria sinônimo de abuso aos acionistas minoritários.

1.3 A contradição das ações preferenciais

No entanto, vislumbrava-se a existência de uma contradição no sistema societário pátrio. Ora, se a vedação ao voto plural fosse fundamentada pelo princípio da proporcionalidade dos votos à participação no capital social da companhia, como entender a validade de mecanismos alternativos, a exemplo das ações preferenciais, que se afastam dessa proporcionalidade? As ações preferenciais concedem direito de voto restrito aos seus titulares, que não podem exercer seu direito de voto em certas deliberações da companhia, o que à primeira vista implica no desmantelamento da regra do voto proporcional. Ou seja, com a vigência de ações preferenciais, um acionista poderia deter o controle da companhia sem possuir a maioria do risco econômico. As ações preferenciais foram criadas pelo Decreto nº 21.526/1932 e, atualmente, a emissão dessas ações está limitada a um percentual de 50% do capital social de uma companhia, conforme alterado pela Lei nº 10.303/2001.

A fim de contornar referida contradição, o legislador estipulou certos direitos econômicos para o detentor das ações preferenciais, que equilibrariam o cenário distorcido causado pela abstração entre o poder de controle e o investimento financeiro dos acionistas. As vantagens

⁷ EIZIRIK, Nelson. A Lei das S/A Comentada. v. I—Arts. 1 a 120. São Paulo: Quartier Latin, 2011. P. 466.

patrimoniais detidas pelos acionistas preferencias estão relacionadas com a prioridade na distribuição de dividendo, envolvendo valores fixos ou mínimos, e preferência no reembolso do capital, com ou sem prêmio, conforme dita o artigo 17 da Lei das Sociedades Anônimas:

“Art. 17. As preferências ou vantagens das ações preferenciais podem consistir: (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001); I - em prioridade na distribuição de dividendo, fixo ou mínimo; (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001); II - em prioridade no reembolso do capital, com prêmio ou sem ele; ou (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001); III - na acumulação das preferências e vantagens de que tratam os incisos I e II.”

Portanto, de acordo com esse raciocínio do legislador, o sistema pode manter sua harmonia devido aos contrapesos representados pelos direitos econômicos dos preferencialistas, sendo que a lei também assegura a equiparação de direitos entre as classes de acionistas caso haja alguma violação aos direitos dos preferencialistas. Na mesma linha, mesmo diante da vigência da classe de ações preferenciais, os doutrinadores jurídicos trataram de interpretar, historicamente, em favor da validade da vedação do voto plural, justamente porque no sistema do voto plural não haveria a concessão de vantagens patrimoniais aos acionistas do elo mais fraco, restando claro a quebra do princípio da proporcionalidade:

“A tirania viria por parte dos acionistas com poder de voto superior, que sujeitariam os demais à sua vontade sem que dessa situação de iniquidade resultasse qualquer benefício aos interesses do acionista politicamente desfavorecido. No caso dos preferencialistas, a própria condição de preferência impediria que esta classe seja reputada “inferior”. Ademais, a lei estabelece formas de tutela da vantagem econômica (dividendos preferenciais) prevendo mesmo a equiparação dos direitos políticos caso as vantagens de natureza econômica não se concretizem.

(...)

grande controvérsia que a possível adoção do voto plural desperta no tocante à proteção dos acionistas ingressantes, isto é, dos acionistas com direito de voto inferior. Partindo da disciplina jurídica das ações preferenciais, pode-se constatar que a lei, com intuito equitativo, assegura privilégios aos preferencialistas em face dos ordinarielistas, assim em tese compensando a injustiça política entre estas duas espécies acionárias.”⁸

A adoção das ações preferencias por empresas brasileiras não é algo incomum. Contudo, conforme se pode visualizar da tabela abaixo, os segmentos de listagem da B3 – Bolsa, Brasil e Balcão com menos sofisticação de governança corporativa lideram no número de empresas

⁸ Disponível em: <https://www.lexml.gov.br/urn/urn:lex:br:redede.virtual.bibliotecas:artigo.revista:2021;1001206814>. Acesso em: 10.11.2022

emitindo as ações preferenciais, sendo que é proibido a emissão de ações preferencias no Novo Mercado, o segmento prime da bolsa de valores brasileira:

Tabela 1: Dados públicos de produtos listados e de balcão

Segmento	Quantidade de Empresas	Tipo de Ação Emitida	Quantidade de empresas	Total de ações preferenciais emitidas
Básico	162	Mais de 50% de preferenciais	46	95
		Menos de 50% de preferenciais	49	
		Apenas ações ordinárias	67	
Nível 1 + Nível 2	46	Mais de 50% de preferenciais	19	45
		Menos de 50% de preferenciais	26	
		Apenas ações ordinárias	1	
Bovespa Mais + Bovespa Nível 2	18	Menos de 50% de preferenciais	2	2
		Apenas ações ordinárias	18	
Novo Mercado	138	Apenas ações ordinárias	138	-
Total	364			142

Fonte: B3 – Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/servicos-de-dados/market-data/consultas/boletim-diario/dados-publicos-de-produtos-listados-e-de-balcao/

Ao fim e ao cabo, foi possível traçar um breve caminho histórico tanto do entendimento doutrinário quanto da sistematização legal acerca do preceito do *one share, one vote*, que foi essencial para balizar a compreensão histórica em relação à vedação do voto plural. Na visão tradicional do Direito brasileiro, o voto plural não passa de uma ferramenta abusiva, que desequilibra a relação entre investimento financeiro e poder de controle, arruinando a estrutura de uma companhia em favor de controladores — beirando uma plutocracia. O mecanismo do voto plural seria, de acordo com esta visão, um facilitador da concorrência desleal. De outra banda, o entendimento consolidado justificou a vigência das controversas ações preferenciais, visto que o equilíbrio entre as diferentes classes é ponderado pela concessão de vantagens patrimoniais aos preferencialistas, que não gozariam do exercício do direito de voto irrestrito. De qualquer forma, nos dias de hoje, vislumbra-se a alteração da rota doutrinária. O tabuleiro jurídico no Brasil virou e se encontra favorável às ações com voto plural, que foi finalmente estabelecido na lei societária,

devido em parte à renovação desse instrumento em jurisdições mundo afora. Tendo isso em vista, parte-se para o exame da experiência estrangeira com o mecanismo, sendo que a estrutura do voto plural também pode ser conhecida como o modelo das *dual-class shares*, que envolve classes de ações ordinárias com poderes de voto distintos.

2 O VOTO PLURAL NA EXPERIÊNCIA ESTRANGEIRA

Passa-se a uma análise da experiência estrangeira com relação às ações de voto plural, envolvendo a análise das práticas de algumas bolsas de valores importantes. O modelo das *dual class shares*, englobando o voto plural, é adotado em certas bolsas de valores ao redor do mundo. Os casos do nos Estados Unidos da América, Austrália, Singapura e Hong Kong serão analisados como forma de entender a história dessa estrutura societária em contrapartida ao sistema do *one vote, one share*, e para estabelecer parâmetros para a futura experiência. Será possível, dessa forma, adentrar mais a fundo no debate sobre a competitividade trazida às bolsas de valores pela permissão do voto plural, que pode ser sinalizada pela atratividade que essas bolsas exibiram de modo a atrair mais empresas para listagem em suas organizações. Na tabela abaixo, identificamos o estado das coisas em 2017, podendo ser identificados, dentre as grandes bolsas de valores, a permissão à estrutura de *dual class shares* bem como a existência de ações preferenciais e a quantidade de empresas listadas:

Tabela 2: Bolsas de Valores e estruturas de ação.

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 – US (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.	5,296,811.1	3.657	3.652	5	Permitida	Permitida em termos

Shanghai Stock Exchange	3,919,420.3	1.450	1.450	-	Permitida	Não Permitida
Hong Kong Exchanges and Clearing (3)	3,819,420.3	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	-	Permitida	Não Permitida
BSE India Limited	2,083,482.8	5.066	5.065	1	Permitida	Permitida
TMX Group	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 Exchanges (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
Bolsa Mexicana de Valores (11)	385,051.4	145	140	5		Não Permitida
NZX Limited	86,132.6	138	131	7		Permitida
NSE of India LTDA (6)	2,056.3	1.923	1.922	1		Permitida

Fonte: World Federation of Exchanges – WFE e OECD Corporate Governance Factbook 2017, IGOOP 2019

2.1 O voto plural nos Estados Unidos da América

Os Estados Unidos detêm o mercado mais líquido de todo o mundo, envolvendo as maiores bolsas de valores. A possibilidade da ação de estruturas diversas de voto é possível até mesmo antes da criação da *Securities Exchange Commission* (“SEC”), sendo que as leis estaduais ao redor do país são as responsáveis por ditar as regras com relação a este tema, definindo peculiaridades societárias e a forma dos estatutos das companhias. Além disso, as diferentes bolsas de valores americanas (são 13 no total⁹), embora apenas uma dessas seja verdadeiramente independente das outras, podendo estabelecer suas regras únicas com relação ao instituto, desde que assegurem os critérios de proteção aos investidores, impostos pela SEC.

Investigando o passado das sociedades empresariais americanas, percebe-se que não há nenhuma novidade ao se falar das dual class shares. O modelo do one share, one vote conviveu com essa outra modalidade ao longo da história societária do país. No decorrer dos anos 1800, havia uma variedade de formas de se atribuir votos a ações ou acionistas. Alguns adotavam o sistema de um voto por ação, outros limitavam um voto para cada acionista e outros, ainda, seguiam um caminho do meio em que se limitava os votos de grandes acionistas, além de existirem outros métodos mais complicados com relação ao voto:

*“Prior to the adoption of general incorporation statutes in the mid-1800s, the best evidence as to corporate voting rights is found in individual corporate charters granted by legislatures. Three distinct systems were used. A few charters adopted a one share-one vote rule. Many charters went to the opposite extreme, providing for one vote per shareholder without regard to the number of shares owned. Most followed a middle path, limiting the voting rights of large shareholders. Some charters in the latter category simply imposed a maximum number of votes to which any individual shareholder was entitled. Others specified a complicated formula decreasing per share voting rights as the size of the investor's holdings increased. These charters also often imposed a cap on the number of votes any one shareholder could cast.”*¹⁰

O medo da concentração de poder econômico, e a desconfiança nutrida pelo corpos legislativos em relação às empresas, provavelmente deu força para o movimento inicial de limitação de votos dos acionistas, envolvendo, por exemplo, a referida limitação da quantidade de

⁹ Disponível em: <https://app.fintrakk.com/article/how-many-stock-exchanges-usa>. Acesso em: 18.11.2022.

¹⁰ Disponível em: <https://www.professorbainbridge.com/professorbainbridgecom/2017/09/understanding-dual-class-stock-part-i-an-historical-perspective.html>. Acesso em: 20.11.2022.

votos que grandes acionistas poderiam ter. No entanto, gradualmente foi se caminhando em direção à estrutura do *one share, one vote*, tendo em vista que o preconceito do público diante de grandes empresas foi diminuindo, além de que havia uma pressão para permitir investimentos de grande escalas por players com farto volume financeiro. Assim, na virada do século XIX para o século XX, a maior parte das empresas já adotava um voto por ação.¹¹ Contudo, um importante desvio deste modelo começou a surgir, com empresas que passavam a emitir mais de uma classe de ações ordinárias, envolvendo a emissão de uma classe sem direito de voto, a exemplo da *International Silver Company* em 1898. Após 1918, mais empresas passaram a usar as *dual class shares* de forma a emitir uma ação com poder de voto e outra sem qualquer direito de voto (embora com maiores dividendos, por vezes): usualmente, o público em geral ficava sem poder de voto, enquanto os *insiders* gozavam da capacidade de angariar volumosos recursos de terceiros para os caixas das companhias, sem perder o poder de controle.¹²

Após alguns desenvolvimentos, a questão do voto plural entrou nos holofotes do debate jurídico quando em 1926 a New York Stock Exchange (“NYSE”), a maior bolsa americana, publicou um posicionamento indicando que passaria a prestar maior atenção a maneira de controle de votos das empresas, de forma a analisar mais de perto os sistemas de dual class shares. Este posicionamento foi motivado pelo caso da Dodge Brothers Inc., empresa que emitiu, de um lado, ações preferenciais e ações ordinárias sem direito ao exercício do voto, de outro, ações ordinárias com direito de voto para o banco de investimento que conduziu a oferta — este insider investiu apenas 1,70% do capital total da empresa, evidenciando certo desequilíbrio com relação ao poder de controle¹³ O debate se intensificou, contando com uma figura importante na pessoa de William Z. Ripley, um professor da Universidade de Harvard, que condenava as dual class shares. Pode-se perceber que as críticas tecidas no debate público americano se assemelham ao entendimento tradicional dos doutrinadores brasileiros:

“William Z. Ripley, a Harvard professor of political economy, was the most prominent (or at least the most outspoken) proponent of equal voting rights. In a series of speeches

¹¹ Disponível em: <https://www.professorbainbridge.com/professorbainbridgecom/2017/09/understanding-dual-class-stock-part-i-an-historical-perspective.html>. Acesso em 20.11.22.

¹² Disponível em: *Understanding Dual Class Stock Part I: An Historical Perspective* - <https://www.professorbainbridge.com/professorbainbridgecom/2017/09/understanding-dual-class-stock-part-i-an-historical-perspective.html> acesso em 20.11.22

¹³ Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/noticias/governanca-8AE490C96EF7F6F5016EFB4D90405993.htm

and articles, eventually collected in a justly famous book, he argued that nonvoting stock was the "crowning infamy" in a series of developments designed to disenfranchise public investors.[20] In essence, this was an early version of the conflict of interest argument made below: promoters were using nonvoting common stock as a way of maintaining voting control for themselves."¹⁴

Já em 1940 a NYSE proibiu diretamente a listagem de empresas que promoviam ações ordinárias sem direito de voto, com poucas exceções, vedação que teve efeitos até o meio dos anos 1980, década que coincide com a liberalização da economia estado-unidense, simbolizada pela figura do Presidente Ronald Reagan. Em 1988, a SEC entrou em cena divulgado a Regra 19c-4 que liberava a emissão de *dual class shares* apenas a empresas que ainda não negociavam valores mobiliários publicamente. A regra também tinha o propósito de impedir as *hostile takeovers*, aquisições não-amigáveis de empresas feitas, geralmente, por empresários do nascente setor de *Private Equity*. A regra da SEC levou ao resultado de que todas as bolsas americanas seguissem seus principais pontos em relação à regra de listagem. O tema voltou em voga recentemente, tendo em vista os movimentos do setor de tecnologia.¹⁵

Nesse sentido, tem-se que entre 1980 e 2007, houve 200 de 3.046 (6,6%) IPOs de empresas tecnológicas e 498 de 5.314 (9,4%) IPOs de empresas de outros setores adotando estruturas de *dual class shares*. Principalmente a partir do IPO do Google Inc. (*Alphabet*, atualmente) esta tendência se intensificou fortemente. As regras da NYSE e da Nasdaq (bolsa de valores que reúne empresas de tecnologia) procuraram manter as matrizes da Regra 19c-4, mas admitem certa flexibilização na interpretação das normas: uma dessas hipóteses é a de que as bolsas têm o direito de analisar situações particulares em que se necessita uma relativa flexibilização, por exemplo quando se envolve recuperação de empresas. A tabela a seguir compreende certos exemplos provenientes de uma pesquisa do *Council of Institutional Investors*, listando companhias americanas — utilizadoras do modelo de ação com voto plural — de capitalização de mercado acima de US\$ 200 milhões. Nota-se que a estrutura mais frequente é a da concessão de duas classes distintas ordinárias, em que as ações dos fundadores das empresas possuem 10 votos cada¹⁶:

¹⁴ Disponível em: [Understanding Dual Class Stock Part I: An Historical Perspective - https://www.professorbainbridge.com/professorbainbridge.com/2017/09/understanding-dual-class-stock-part-i-an-historical-perspective.html](https://www.professorbainbridge.com/professorbainbridge.com/2017/09/understanding-dual-class-stock-part-i-an-historical-perspective.html). Acesso em 20.11.2022.

¹⁵ Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/noticias/governanca-8AE490C96EF7F6F5016EFB4D90405993.htm.. Acesso em: 20.11.2022.

¹⁶ Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/noticias/governanca-8AE490C96EF7F6F5016EFB4D90405993.html.

Tabela 3: Empresas americanas de tecnologia e adotantes do voto plural

Empresa	Razão de Voto	Participação Política	Participação Acionária	Diferença	Data IPO	Prazo
Alphabet (Google)	1:10:0	60,9%	6,7%	54,2%	2004	Não
Berkshire Hathaway	1:1/10.000	84,3%	44,7%	39,6%	1990	Não
Clear Channel	1:20	99,2%	86,2%	13%	2009	Não
Dropbox	1:10	93,4%	58,7%	34,7%	2018	Não
Eventbrite	1:10	98,3%	85,3%	13%	2018	10 anos
Facebook	1:10	66,3%	16,4%	49,9%	2012	Não
Snap	1:10:0	97,8%	17%	80,8%	017	Não
Workday	1:10	81,6%	30,7%	50,9%	2012	20 anos

Fonte: Council of Institutional Investors, Fev. 2019, Disponível em <https://www.cii.org/files/Feb%202019%20Dual%20Class%20Companies%20List.pdf>. Acesso em 15/00/2022.

No entanto, em meio ao debate jurídico ainda perdura uma forte defesa do *one share, one vote*, principalmente por players institucionais e organizados como o *Council of Institutional Investors* e o *Investor Stewardship Group* – ISG¹. Estes grupos, sentem-se ameaçados pela estrutura das *dual class shares*, assim — munidos, por vezes, de estudos econômicos de encomenda própria —, argumentam que tal modelo é economicamente ineficiente. Por outro lado, a defesa das ações com sistema de voto plural é realizada por players individuais do mercado, além de empreendedores, acadêmicos, entre outros. Sendo assim, é interessante notar que os dois sistemas convivem nos Estados Unidos, embora o debate seja acirrado, envolvendo muitas vezes interesses de grupos poderosos. A novidade é a pressão de fundadores de empresas de tecnologias, como as expostas acima, que procuram manter o seu poder de controle, preservando, em tese, a longevidade da companhia. Outro ponto importante é o posicionamento dos reguladores com relação ao

momento possível para criar as ações com voto plural, que é o momento pré-IPO, uma opinião compartilhada pelo regulador brasileiro como será visto futuramente neste trabalho.

2.2 O Voto plural na Austrália

A Austrália, país desenvolvido e participante da Commonwealth, é uma peça interessante em meio ao debate das *dual class shares*. A Australian Stock Exchange (“ASX”) possui 2.146 empresas listadas, sendo a oitava maior bolsa de valores do mundo em capitalização de mercado, totalizando quase \$2 trilhões¹⁷. Não existe a regra principal de “uma ação, um voto” na lei australiana, sendo que a regulamentação do *Corp. Act*, norma sobre a estrutura societária das companhias, é realizada quase unicamente pela *Australian Securities and Investment Commission* (ASIC), podendo as bolsas de valores editar certas regras internas também.

Como regra geral, a regulamentação da ASX prevê que a cada ação deve haver um voto; no entanto, há a possibilidade de que a bolsa aprove uma classe adicional de ações ordinárias, além da existência de ações preferenciais, que têm direito de voto em alguns casos como redução do capital social. Em 2007 a ASX começou uma consulta para saber da demanda de investidores sobre a permissão de listagem de empresas com ações ordinárias sem direito a voto conhecidas como *Non-Voting Ordinary Shares* — nota-se que essa proposta não prevê as ‘verdadeiras’ ações de voto plural, mas criaria um modelo de *dual class shares* sem ações plurais, mas sim, com o envolvimento de uma classe de ação ordinária e não votante. Algumas motivações para a alteração das regras da bolsa seriam as seguintes: (i) apoiar os acionistas fundadores dando acesso ao mercado australiano sem que deixem o controle das empresas; (ii) ampliar a eficiência do Mercado de capitais no país; (iii) melhorar a flexibilidade para captação de recursos; (iv) diminuir a dependência de captação via instrumentos de dívida.¹⁸

¹⁷Disponível em: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/equities/australian-securities-exchange-asx/#:~:text=The%20Australian%20Securities%20Exchange%20bond,market%20capitalization%20of%20%242%20trillion.> Acesso em: 20.11.2022.

¹⁸ Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/noticias/governanca-8AE490C96EF7F6F5016EFB4D90405993.html Acesso em: 20.11.2022.

De outro lado, a bolsa propôs algumas proteções, quais sejam: (i) a empresa deve estabelecer, nos documentos do IPO, os termos e condições das ações ordinárias sem direito a voto, sendo que para empresas já listadas, é imprescindível obter a aprovação dos acionistas, e a emissão das ações voto deve acontecer em até 12 meses da aprovação; (ii) a única distinção das duas classes de ações ordinárias deve ser o direito a voto; (iv) os dividendos das ações ordinárias sem voto devem ser iguais ou ao menos superiores aos das outras ações ordinárias. Em 2018 a consulta chegou ao fim, e a bolsa acabou por não rever as regras no sentido da flexibilização da listagem das *dual class shares*. A conclusão da bolsa australiana foi de que o seu sistema, envolvendo tal restrição, possui uma vantagem competitiva em relação a outras bolsas. Ou seja, a ASX se vê como um mercado seguro e robusto no quesito regulatório, dando segurança aos investidores que dele participam¹⁹. Abaixo, observa-se uma tabela indicando o histórico de listagens na bolsa australiana:

Tabela 4: Histórico da quantidade de listagens na ASX.

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Empresas listadas com IPOS						
Nacionais	57	72	90	92	102	84
Estrangeiras	7	10	12	9	6	10
TOTAL	65	82	102	101	108	94
Empresas Listadas						
Nacionais	7	2	3	3	3	7
Estrangeiras	12	2	4	7	8	5
TOTAL	19	4	7	10	11	12

Fonte: Disponível em B3 - https://www.b3.com.br/pt_br/noticias/governanca-8AE490C96EF7F6F5016EFB4D90405993.html.

¹⁹ Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/noticias/governanca-8AE490C96EF7F6F5016EFB4D90405993.html
Acesso em: 20.11.2022.

A ASX indica que nos últimos anos tem atraído IPOs de um número altamente significativo de empresas do ramo da tecnologia²⁰. Nesse sentido, foram 43 empresas, entre os anos de 2016 e 2017. Nesse montante se observam empresas de países como Singapura, Estados Unidos, Israel e Nova Zelândia. Por exemplo, a ASX possui momento 55 empresas da Nova Zelândia e 20 empresas israelenses. Portanto, o case da Australian Stock Exchange é de interesse para demonstrar que certos reguladores presentes nas bolsas entendem que não é preciso admitir estruturas de dual class shares para se ter competitividade no mercado de bolsas de valores em geral. Isto é, a falta dessas estruturas pode justamente ser a vantagem de uma bolsa de valor na medida em que promove segurança à comunidade de investidores do mercado, atraindo certas empresas de tecnologia que têm visões diferentes sobre a diluição do poder de controle. É claro que esse debate não se findou na Austrália, sendo que existem opiniões diversas que consideram que a ASX esteja tomando decisões ultrapassadas.²¹

2.3 O Voto plural em Singapura e Hong-Kong

Em Singapura e Hong Kong é possível identificar uma recente mudança de posicionamento sobre o voto plural. As maiores bolsa de valores de Singapura e de Hong Kong são a Singapore Stock Exchange (SGX) e a Hong Kong Stock Exchange (HKEX), respectivamente. Recentemente, dois casos importantes de listagem abalaram o eixo asiático: o time Manchester United, que contava com um *valuation* de 633 milhões de dólares, desistiu da listagem na Bolsa da Cingapura e na Bolsa de Hong Kong e, do mesmo modo, a HKEK perdeu a listagem do grupo Alibaba, que fez um IPO de US\$ 25 bilhões na NYSE, o segundo IPO mais valioso da história mundial²². As empresas desistiram de suas listagens em razão da falta de permissão à estrutura de *dual class shares*, proibidas à época pelas referidas bolsas de valores.

²⁰ Disponível em: apac-dual-class-shares-survey-report.ashx (cfainstitute.org) Acesso em: 20.11.2022.

²¹ Disponível em: <https://www.mondaq.com/australia/commoditiesderivativesstock-exchanges/302368/asx-needs-a-non-voting-ordinary-share-class-to-avoid-becoming-a-dinosaur-exchange> Acesso em: 20.11.2022.

²² Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/noticias/governanca-8AE490C96EF7F6F5016EFB4D90405993.html Acesso em: 20.11.2022.

Diante disso, tais bolsas resolveram alterar suas regras no sentido de uma flexibilização. A SGX autorizou a emissão de duas classes de ações ordinárias em julho de 2017 para empresas que já eram listadas em algumas outras jurisdições de países desenvolvidos. Em junho do ano seguinte, após muitos debates, a listagem de duas classes de ações ordinárias foi oficialmente liberada, englobando o voto plural, e contando com as seguintes regras principais para as empresas emissoras:

“(i) Destinado exclusivamente a novas empresas. Empresas já listadas não podem adotar a estrutura de ações com direito diferenciado.

(ii) O valor mínimo de capitalização de mercado é de US\$ 214 milhões.

(iii) O pedido de listagem será submetido à LAC59, que avaliará se a empresa que planeja ter duas classes de ações ordinárias se enquadra no perfil e características, sendo considerados: modelo de negócios, plano de longo prazo, histórico operacional, e se o modelo de ações com direito diferenciado de fato será benéfico para a empresa, investidores e outros.

(iv) A SGX poderá permitir que grupo de pessoas ou entidades detenham as ações com direito diferenciado, sendo um diretor apontado como o responsável pela posição de ações.

(v) As empresas devem adotar a ‘sunset clause’, mas a bolsa não estabelece prazo máximo.

(vi) No momento do IPO, a empresa deverá informar quem são os detentores das ações com direito a voto diferenciado, e suas atribuições na empresa. No informe anual, essas informações também devem ser contempladas.

(vii) A princípio, há a previsão de conversão automática das ações com superpoderes em ações comuns (de um para um), seja no caso de aposentadoria/incapacidade ou morte do fundador, seja no caso de transferência ou venda das ações. A conversão automática pode não acontecer, caso seja aprovada pelos acionistas minoritários a ampliação dos direitos diferenciados. Em caso de votação para manutenção das ações com direitos diferenciados, os acionistas detentores de tais ações não devem votar.

(viii) O limite máximo de voto diferenciado é de 10 vezes.”²³

As regras de listagem da Hong Kong Stock Exchange foram parecidas com as regras expostas acima. Uma distinção interessante é o requisito da HKSE de que a possibilidade de emissão de duas classes de ações ordinárias é apenas para empresas de *high growth* que participam de setores de inovação. Ou seja, as companhias que optam por tal estrutura de capital precisam justificar as razões que a levaram a escolher esse modelo societário, tendo a HKEX discricionariedade para rejeitar ou aceitar a listagem dessas empresas. Esta bolsa também impede que empresas adotem ações ordinárias com voto diferenciado após a realização do IPO, proibindo

²³Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/noticias/governanca-8AE490C96EF7F6F5016EFB4D90405993.htm. (p. 26).

também todos os processos de reestruturação de capital que incidem sobre as *dual class shares*, mesmo aqueles sem potencial de prejudicar os acionistas com menos poder de voto, posição que foi criticada por doutrinadores liberais do cenário asiático²⁴. Abaixo, enxerga-se um histórico das listagens na HKEK, com destaque para o número alto de listagens de companhias estrangeiras:

²⁴ SHEN, Junzheng., p. 37. SHEN, Junzheng. The Anatomy of Dual Class Share Structures: A Comparative Perspective. Hong Kong Law Journal 477, 2016.

Tabela 5: Histórico da quantidade de Listagens na HKEX.

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Empresas listadas com IPOS						
Nacionais	93	107	116	106	129	178
Estrangeiras	4	2	5	11	31	27
TOTAL	97	109	121	117	160	205
Empresas Listadas						
Nacionais	13	11	17	9	12	12
Estrangeiras	0	2	0	0	1	1
TOTAL	13	13	17	9	13	13

Fonte: Disponível em B3 - https://www.b3.com.br/pt_br/noticias/governanca-8AE490C96EF7F6F5016EFB4D90405993.htm.

Um fator importante em relação às bolsas de Singapura e Hong Kong é a de que, mesmo permitindo as *dual class shares* com um certo atraso diante de outros concorrentes como os americanos, essas organizações trouxeram a novidade de permitir o voto plural nos seus segmentos mais sofisticados em termos de governança: ou seja, nos seus segmentos equivalentes ao Novo Mercado da B3. Esta atitude inovadora não teve respaldo no estabelecimento do instituto do voto plural em solo brasileiro, que seguiu um caminho diferente, como será abordado neste trabalho em momento posterior.

3 O PORQUÊ DA ADOÇÃO DO VOTO PLURAL NO BRASIL

3.1 Benefícios do voto plural

O voto plural, como já foi abordado, está longe de ser um instrumento jurídico incontroverso. É possível encontrar com facilidade bons argumento contra e a favor deste instituto. Primeiramente, cabe tratar dos benefícios atribuídos ao sistema do voto plural, que pode ser identificado também como um galho do ramo do modelo de *dual class shares*, envolvendo, por

exemplo, uma ação Super ON (ação ordinária com poder de voto turbinado, por exemplo, dez votos para uma classe de ações) e uma outra classe de ação ordinária com direito a apenas um voto. Em seguida, serão retomados alguns dos argumentos mais incisivos contra a vigência do voto diferenciado e, por fim, abordar-se-á algumas ferramentas jurídicas que possibilitam o aperfeiçoamento do voto plural e a compatibilidade deste com proteção da comunidade de investidores.

A sistemática societária mais importante para nossa análise é aquela em que uma companhia é listada na bolsa com duas classes de ações ordinárias. Em uma das classes, cada ação terá direito a um voto, enquanto na outra, que seria detida pelos acionistas próximos da fundação da empresa, detêm o direito a vários votos para cada ação, ou seja, identificando-se como uma ação com voto plural. Embora este modelo possua uma característica de desigualdade entre poder político e o investimento financeiro relativo ao aporte na companhia, é justamente aí que mora a verdadeira qualidade econômica do instituto do voto plural. Explica-se: o modelo de voto plural atrai empresas de *high growth*, geralmente do setor de tecnologia em razão das características econômicas desta área, que tem forte dependência das qualidades técnicas dos fundadores e um horizonte de longo prazo em termos de geração de fluxos de caixa. Do mesmo modo, atrai investidores menos preocupados com a previsibilidade dos fluxos de caixa da companhia, que gostariam de financiar essas empresas por pura e simples vontade econômica, acreditando na visão dos fundadores e visando um ganho de capital com a valorização do preço à mercado da empresa, além do recebimento de dividendos no longo prazo.

Sendo assim, a principal vantagem do voto plural é a manutenção do controle da companhia pelos empreendedores da empresa. Dessa forma, abre-se espaço para o desenvolvimento dos planos de médio a longo prazo visados pelos fundadores, que precisam da injeção financeira do mercado de capitais para executar os seus projetos. No mesmo sentido, valoriza-se o know-how técnico dos fundadores:

“A manutenção do controle é especialmente importante em startups e empresas do ramo de tecnologia na medida em que possibilita, simultaneamente à alta capitalização da empresa via IPO, a implementação de um projeto de gestão de médio ou longo prazo. No modelo de negócio das startups, a pessoa do fundador assume uma importância cada vez mais relevante na condução dos negócios da companhia, e isso se dá largamente em função

da alta especialização técnica do fundador, e também em virtude de seu perfil de gestão e relacionamento com investidores.”²⁵

Nesse sentido, as startups são as maiores beneficiárias do instituto do voto plural. Estas empresas, na larga maioria das vezes, têm projetos de gestão que exigem paciência dos investidores. Tais empresas têm a característica de não realizar lucros nos primeiros anos de existência, buscando, por outro lado, atrair usuários a fim de crescer suas plataformas aceleradamente. Assim, essas startups oferecem serviços de pouco custo ao consumidor, além de priorizar o reinvestimento dos lucros, o que resulta em uma baixa ou não existente distribuição de dividendos aos seus acionistas. Empresas de tecnologia como o Twitter, o Uber e o Nubank exemplificam esse modelo de negócio.

A estrutura societária do voto plural valoriza o know-how técnico dos fundadores dessas empresas, que muitas vezes, são peças essenciais para o sucesso de uma startup de tecnologia. Nesse sentido, o voto plural permite que essas pessoas implementem a “visão idiossincrática do negócio”, conceito trabalhado por Goshen e Hamdani²⁶. Um exemplo deste estilo de gestão foi a liderança de Mark Zuckerberg em sua empresa de criação, o Facebook Inc. (atual *Meta Platforms, Inc.*), ao decidir pela aquisição da plataforma do Instagram, que valia 19 bilhões dólares, decisão extremamente criticada à época pelos acionistas da Meta, mas que acabou gerando um estrondoso sucesso para a empresa de Zuckerberg²⁷.

Além disso, cabe uma breve digressão histórica para entender o aspecto positivo da valorização do trabalho de empreendedores no sentido de proporcionar bons resultados econômicos para a sociedade como um todo. Tal valorização é fruto da criação de um bom ambiente de negócios, que incentiva e facilita a criação de novas empresas. Economistas como Acemoglu e Robinson já indicaram os benefícios socioeconômicos que perduram pela história em razão da construção de um bom ambiente de negócios. Em 1538 na Inglaterra, William Lee, percebendo o vagaroso trabalho manual que levava para produzir meias, criou uma máquina de tricô de meias.

²⁵CALÇAS, Manoel de Q. P.; JUNQUEIRA, pg. 7. Disponível em: <https://www.lexml.gov.br/urn/urn:lex:br:rede.virtual.bibliotecas:artigo.revista:2021;1001206814>.

²⁶GOSHEN, Zohar; HAMDANI, Assaf. Corporate Control and Idiosyncratic Vision. 125 Yale Law Journal. 560 (2016). p. 590.

²⁷ Disponível em: <https://time.com/4299297/instagram-facebook-revenue/>

Sua invenção catapultava a produtividade do trabalho. No entanto, ao apresentar a criação à Rainha Elisabeth I, a reação foi extremamente negativa:

“Thou aimest high, Master Lee. Consider thou what the invention could do to my poor subjects. It would assuredly bring to them ruin by depriving them of employment, thus making them beggars.”²⁸

William Lee não recebeu sua patente e sua invenção não foi aproveitada na época. Este foi um exemplo da reação conservadora ao fenômeno da “destruição criativa”, cunhado pelo economista Joseph Schumpeter²⁹. Para este pensador, destruição criadora está na essência da dinâmica do capitalismo, quando novas tecnologias surgem como ondas, impulsionadas por empreendedores, que geralmente vem acompanhada do aumento da produtividade do capital e do trabalho. De qualquer forma, no século XIV, a Revolução Gloriosa definiu uma nova ordem social inglesa. A dinastia dos Stuart abusava do seu poder político e pretendia seguir o modelo absolutista dos outros reinos europeus. O Reino regulava a economia por meio da concessão de monopólios a nobres influentes e simpáticos à coroa. Raros eram os mercados que não eram comandados por algum monopólio. Como resultado da Guerra Civil Inglesa, os Stuart foram destituídos. Formou-se um novo governo, baseado em um Estado de Direito, que deu atenção à proteção dos direitos de propriedade dos cidadãos ingleses. Monopólios foram quebrados e patentes foram concedidas. Assim, houve espaço para um florescimento comercial e industrial inglês. O resultado foi a dominância global do país frente ao globo no século XVII. A tese de Acemoglu e Robinson é a de que esse movimento contribuiu para criação de um ambiente de negócios salutar na Inglaterra, de forma a criar instituições políticas e econômicas inclusivas que perduram até os dias de hoje.

Tais episódios nos ensinam a importância da valorização do empreendedor na sociedade. A garantia de que o empreendedor poderá gozar dos frutos da sua inovação e controlar a empresa que está por trás dos seus produtos, faz a diferença na quantidade de pessoas dispostas a inovar no futuro. A adoção do mecanismo do voto plural, pode ser um incentivo para eventuais empreendedores que necessitam do financiamento provido pelo aporte de capital de novos

²⁸ Acemoglu, Daron and James A. Robinson, *Why Nations Fail: The Origins of Power, Prosperity and Poverty*. New York, Crown Publishers, 2012, p. 182.

²⁹ Acemoglu, Daron and James A. Robinson, *Why Nations Fail: The Origins of Power, Prosperity and Poverty*. New York, Crown Publishers, 2012, p. 183.

acionistas e desejam, ao mesmo tempo, manter o controle sobre a gestão de suas empresas. Mais adiante, abordaremos alguns casos de empresas brasileiras que decidiram abrir capital em bolsas de valores estrangeiras, tendo como uma das motivações a proibição para estruturas de voto plural que vigorava no Brasil

Por fim, pode-se abordar outros aspectos economicamente benéficos e importantes para a defesa do voto plural: a existência desse mecanismo ajuda a impedir aquisições hostis de controle e a possibilidade de proteção do mercado interno de um país que sofre problemas como a desvalorização da moeda nacional. Gozando de um avantajado poder de voto, os acionistas detentores de ações de voto plural, que provavelmente participaram do processo de abertura de capital, têm mais facilidade em defender a empresa de tentativas de tomada de controle. Essas tentativas não são raras no mercado de capitais global, embora já tenha existido um período mais conturbado e propício para esse tipo de atitude empresarial, notadamente os anos 1980. Uma empresa que possui acionistas com voto plural não consegue ser “invadida” por acionistas de fora que pretendem comprar ações da empresa no mercado e tomar conta dos órgãos de direção da empresa. Por vezes, esses players de aquisição hostil não tem as melhores intenções de longo prazo para a empresa, mas, sim, pretendem realizar algum ganho de capital pela venda de suas novas posições no curto a médio prazo³⁰. Nesse sentido, os fundadores do Google citaram a defesa contra uma aquisição hostil como um dos motivos para a escolha do modelo de *dual class shares*.³¹

Sobre a referida defesa do mercado interno contra investidas estrangeiras, é possível mencionar um caso importante em que o modelo de duas class shares salvou a economia canadense de ceder o controle de suas maiores empresas para os vizinhos americanos. No período de 2002-2003, o dólar canadense estava extremamente desvalorizado frente ao dólar americano, de forma a convidar fundos de investimento americanos a adquirir uma grade parcela de companhias canadenses. Contudo, a estrutura de dual class shares mantida por diversas empresas canadenses ajudou a impedir a concretização dessas aquisições, justamente pela dissociação do poder financeiro do poder político do voto:

“At particular junctures, if it were not for a substantial number of dual-class companies, Canada would have become the U.S. branch plant of yore. For instance, in the period

³⁰Disponível em: <https://dealroom.net/blog/hostile-takeovers-the-dark-side-of-m-a>

³¹SHARFMAN, Bernard S. A private ordering defense of a company's right to use dual class share structures in IPOs. *Vill. L. Rev.*, v. 63, p. 11, 2018.

*2002-2003 when the U.S. dollar was worth close to C\$1.60 and the Canadian stock market was seriously depressed, almost all Canadian champions would have been bargains for U.S. acquirers.”*³²

3.1.2 Empresas brasileiras que optaram por abrir capital fora do Brasil

Ao redor do mundo, no decorrer da última década, o setor de serviços ganhou relevância. Novas empresas surgiram com modelos de negócio inovadores, aproveitando das novas tecnologias relativas à engenharia de software e novas técnicas baseadas na computação e no tratamento e análise de dados. O papel do CEO fundador cresceu de estatura nesse novo paradigma empresarial, sendo o Brasil um dos exemplos que trazem esse novo perfil de empreendedor, que precisa, muitas vezes, de estruturas de financiamento e organização societária não tradicionais para viabilizar os seus negócios.

Assim, a estrutura do voto plural pode ser um atrativo para as empresas brasileiras em busca de uma abertura de capital. Isso, aparentemente, foi concretizado, visto que temos exemplos de companhias brasileiras optando pela listagem no exterior e pela adoção do sistema do voto plural:

Tabela 6: Empresas brasileiras que optaram pela listagem em bolsa no exterior

Empresa	Classes de ações ordinárias	Proporção de voto plural
XP Inc.	Classe A e Classe B	1/10
Arco Platform	Classe A e Classe B	1/10
Stone Co	Classe A e Classe B	1/10
Vitru	Classe única	-
PagSeguro Digital	Classe A e Classe B	1/10
Afya	Classe A e Classe B	1/10
Vasta Platform	Classe A e Classe B	1/10
Vinci Partners Investments	Classe A e Classe B	1/10
Patria Investments	Classe A e Classe B	1/10

³² ALLAIRE, Yvan. The Case for Dual-Class of Shares, 2018.p. 19

Fonte: FALCÃO (2021).

Como se pode observar a partir da tabela acima, a esmagadora maioria das empresas optaram pela proporção de 10/1 do voto plural, concedendo direitos de votos amplos a uma das classes de ação ordinária, o que remete ao propósito de conservar poder político nas mãos dos acionistas iniciais. Ainda, os dados acima tendem a indicar que a bolsa de valores brasileira perde competitividade ao proibir a adoção da sistemática do voto plural. Nesse sentido, os fundadores da gigante financeira XP Investimentos comentaram diretamente que a possibilidade do uso do voto plural foi um elemento decisivo para a listagem da companhia na NASDAQ, com o propósito de conter a diluição de suas participações, mantendo o poder de controle³³. Portanto, não é difícil enxergar que a possibilidade do uso das ações preferenciais no mercado de capitais brasileiros não é suficiente para atrair essas empresas de tecnologia que, como já abordado, dependem de um modelo de fluxos de caixa futuros diferente das empresas de segmentos mais tradicionais, o que frustraria a capacidade de acúmulo de dividendos de preferencialistas.

Por outro lado, a B3 realizou entrevistas com representantes das companhias brasileiras que optaram pela abertura de capital no exterior, e os comentários da maioria dos participantes indicaram que a estrutura do voto plural não foi o fator mais importante para a decisão de listagem³⁴. O elemento mais decisivo pode ter sido a vantajosa precificação do ativo que era possível obter, à época, com a listagem de uma empresa de tecnologia em solo exterior, no ápice da bolha das startups (que estourou em 2022). De qualquer maneira, não se pode negar a relevância do voto plural para a estratégia destas empresas de tecnologia que, na prática, adotaram, sim, a estrutura societária do voto plural.

³³ Disponível em: <https://economia.estadao.com.br/noticias/geralabertura-de-capital-da-xp-foi-vitrine-para-empresas-brasileiras-nos-eua-diz-executivo,70003127842>. Acesso em 23.11.2022.

³⁴ ACE GOVERNANCE. Extrato da análise internacional e repercussão no mercado brasileiro da expansão da adoção de estruturas com duas ou mais classes de ações com direitos de voto diferenciados (DCS). São Paulo, dezembro de 2019. P 49. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/noticias/governanca-8AE490C96EF7F6F5016EFB4D90405993.html. Acessom em 19.11.2022.

Pelo exposto, foi possível abordar aspectos positivos do instituto do voto plural. Tal mecanismo societário pode facilitar a abertura de capital de startups e empresas de tecnologia em geral, que por vezes têm característica de priorizar o rápido crescimento e têm dependência das qualidades técnicas dos seus fundadores, sendo que a decisão de listagem das referidas empresas de tecnologia brasileiras indica a preferência por esse sistema societário. No mais, apontou-se o um incentivo ao empreendedorismo devido à proposta societária que o voto plural proporciona aos empreendedores, podendo resultar em benefícios econômicos para o país. Além disso, o voto plural pode servir como uma ferramenta para combater aquisições hostis de controle, defendendo, também, o mercado interno de um país, como foi o referido caso do Canadá.

3.2 -Alguns Malefícios do voto plural

Há de se retomar alguns malefícios provenientes do sistema de voto plural ou da sistemática das *dual class shares*, sendo que alguns desses problemas já foram indicados no capítulo em que se tratou da posição tradicional da doutrina brasileira relativa ao instituto. A doutrina jurídica costumava apontar para a malquista concentração de poder e concorrência desleal promovida por estruturas de voto plural. Atualmente, com a intensificação do debate, novos pontos de vista surgiram, por vezes com fundamentos em argumentos relativos à eficiência econômica. Entretanto, remanesce a preocupação principal de players do mercado com a resiliência e a segurança dos mercados de capitais, cautela que hoje em dia pode ser explicada pela não distante Crise Financeira de 2008, que minou a confiança que se tinha na globalização financeira e em seus mecanismos de governança.³⁵

No ano de 2020 no Brasil, a Associação de Investidores no Mercado de Capitais - AMEC, por meio de uma carta enviada à Comissão de Valores Mobiliários – CVM, expressou sua contrariedade à adoção do voto plural:

“Reconhecemos a necessidade de ampliação da competitividade do mercado de capitais brasileiro de modo a promover seu desenvolvimento, mas o balanço de riscos e

³⁵ Disponível em: <https://www.amazon.com.br/Globalization-Paradox-Democracy-Future-Economy/dp/0393341283>

oportunidades parece pender para o primeiro, no caso de eventual adoção do voto plural ou outras formas de discriminação de acionistas.”³⁶

A AMEC reforça a necessidade de garantir a resiliência do mercado de capitais brasileiro, que poderia manchar sua reputação com relação ao quesito da governança corporativa em razão da quebra do princípio do *one share, one vote*. O movimento pela adoção do voto plural, na visão da AMEC, seria um “*race to the bottom*” regulatório. A manutenção do atual sistema societário promoveria segurança e equilíbrio entre o poder político e econômico, poderes que atuariam como contrapesos relevantes para o funcionamento salutar do mercado de capitais. Outro elemento de relevo para a AMEC é a falta de estruturas de proteção dos acionistas no Brasil que, diante da violação de seus direitos, têm pouca chance de serem recompensados de forma célere e efetiva. A fraude contra investidores cometida pelo Instituto de Resseguros do Brasil S.A. em 2020³⁷, que não gerou um desfecho favorável aos acionistas lesados, é um exemplo dessa parca proteção ao acionista brasileiro, que poderia sofrer mais com a uma distorção de incentivos resultante da implementação do voto alavancado.

Os grandes provedores de índice, a exemplo do S&P Dow Jones, a FTSE Russel e MSCI já reconheceram que as estruturas de voto plural, adotadas por companhias listadas, trazem dificuldades para os investidores passivos. Nessa toada, os investidores passivos não têm a opção de vender suas posições individuais pela discordância com a gestão, sendo que o exercício do direito do voto é a peça-chave para poder fiscalizar e colaborar com as decisões tomadas pelas companhias investidas:

“Contudo, o provedor reconhecia que essas ações, com poder de voto inferior ou nulo, apresentam um desafio para os investidores passivos, que possuem valores cada vez maiores sob gestão. Isso porque tais investidores não têm a opção de vender um determinado papel pela discordância com a administração ou com as perspectivas da companhia, sendo o exercício do voto o único caminho para influenciar e fiscalizar o seu investimento.”³⁸

³⁶ Disponível em: <https://www.amecbrasil.org.br/wp-content/uploads/2020/10/CARTA-AMEC-VOTO-PLURAL-NO-BRASIL-V01.pdf> (p. 2).

³⁷ Disponível em: <https://www.seudinheiro.com/2022/empresas/acionista-do-irb-irbr3-pede-indenizacao-por-prejuizo-com-queda-das-aco-es-apos-escandalo-de-fraude-nos-balancos-lvit/>

³⁸ ACE GOVERNANCE. Extrato da análise internacional e repercussão no mercado brasileiro da expansão da adoção de estruturas com duas ou mais classes de ações com direitos de voto diferenciados (DCS). São Paulo, dezembro de 2019. P.20. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/noticias/governanca-8AE490C96EF7F6F5016EFB4D90405993.htm. Acesso em: 10.out.2021.

Por fim, há certos estudos que indicam uma ineficiência econômica da adoção do voto plural. Como exemplo, uma pesquisa encomendada³⁹ pelo *Council of Institutional Investors* (grande contestador e interessado na proibição do voto plural, como já foi aludido no presente trabalho) apontam que empresas adotantes das *dual class shares* largam com uma performance positiva durante o período inicial da adoção do mecanismo; mas, têm a tendência de piorar a performance ao longo do tempo, em média após 5 a 6 anos, reduzindo o desempenho inicial após esse período. No mesmo sentido, outro estudo⁴⁰ visado pelo *Council of Institutional Investors*, demonstra que há uma correlação positiva entre a adoção do modelo de *dual class shares* e o aumento de número de pedidos de patentes pelos empreendedores além do aumento de medidas de tomada de risco pelos empresários. Contudo, esses benefícios também são eliminados após um período de 5 anos.

4 O VOTO PLURAL É PERMITIDO NO BRASIL

4.1 A promulgação da Lei da Melhoria do Ambiente de Negócios

Em 2021, sancionou-se a Lei da Melhoria do Ambiente de Negócios, originada pela Medida Provisória nº 1.040/21, que culminou na Lei 14.195/21, trazendo — entre outras inovações de desburocratização e medidas visando o aumento de competitividade do mercado brasileiro — a alteração da Lei das Sociedades Anônimas no sentido da permissão do voto plural. A sua promulgação foi em parte resultado da escalada da discussão sobre o instituto do voto plural em 2021. Embora não tenha havido uma enorme discussão sobre o voto plural em âmbito legislativo, o fato é que o projeto foi amplamente avaliado pelos players e reguladores do mercado nacional, sendo que este projeto resultou do trabalho do grupo IMK, que teve a B3 como líder. Superado os temores sobre a quebra do princípio do *one share, one vote*, o projeto se concentrou em estabelecer mecanismos de salvaguarda para conter eventuais distorções criadas pelo voto plural. Como se pode observar da tabela a seguir, que contém o conteúdo dos principais dispositivos introduzidos

³⁹ Disponível em: <https://www.cii.org/files/CII%20Summary%20of%20DC%20Studies.pdf>. Acesso em: 25.11.2022

⁴⁰ Baran, L., Forst, A. e Via, T. Dual Class Share Structure and Innovation, SSRN 21 de dezembro de 2018.

à LSA em relação ao voto plural, o legislador tratou de impor diversos limites a fim de neutralizar aspectos negativos do voto plural:

Tabela 7: Como funciona o Voto Plural no Brasil de acordo com os novos artigos da LSA

Número de classes	Permitida a formação de uma ou mais classes de ações ordinárias com uso do voto plural (Art. 110-A, <i>caput</i>).
Limitação dos votos por ação	Limite de até 10 (dez) votos por ação ordinária (Art. 110-A, <i>caput</i>).
Veículos Societários elegíveis	Companhia fechada, sem limites; 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 (Art. 110-A, I e II).
Quórum de aprovação para criação do 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 (Art. 110-A, §14º). A criação de classe de ações ordinárias com voto plural depende do voto favorável de acionistas que representem: (i) metade, no mínimo, do total de votos conferidos pelas ações com direito a voto; e (ii) metade, no mínimo, das ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito, se emitidas, reunidas em assembleia especial na forma da Lei (Art. 110-A, §1º, I e II). Estatuto Social pode prever quóruns maiores para essas deliberações (Art. 110-A, §3º).
Exercício do Direito de Retirada	Direito de retirada assegura aos dissidentes na deliberação nos termos do artigo 45 da Lei, salvo se a criação da classe de ações ordinárias com atribuição de voto plural já estiver prevista ou autorizada pelo estatuto (Art. 110-A, §2º).

Conversibilidade automática

As ações de classe com voto plural serão convertidas em ações sem voto plural na hipótese de (i) transferência, a qualquer título, a terceiros (exceto abaixo); ou (ii) o acordo de acionistas, entre titulares de ações com voto plural e acionistas que não sejam titulares de ações com voto plural, dispor sobre exercício conjunto do direito de voto. (Art. 110-A, §8º).

Sunset Clause

Voto plural atribuído às ações ordinárias terá prazo de vigência inicial de até 7 (sete) anos, prorrogável por qualquer prazo, desde que a prorrogação seja aprovada sob o mesmo quórum necessário para a aprovação, e sejam excluídos da votação os detentores de ações cujo voto plural se pretende prorrogar (Art. 110-A, §7º).

Permissões para transferência a terceiros

Acionistas também podem definir no estatuto social o fim da duração do voto plural condicionado a um evento ou termo, observado o prazo máximo de 7 (sete) anos (Art. 110-A, §6º).

São permitidas apenas as seguintes transferências a terceiros: (i) caso o alienante permaneça indiretamente como único titular das ações e no controle dos direitos políticos por elas conferidos;

(ii) o terceiro for titular da mesma classe de ações com voto plural a ele alienadas; ou

(iii) a transferência ocorrer no regime de titularidade fiduciária para fins de constituição de depósito centralizado (Art. 110-A, §8º).

Deliberações em assembleia que não podem utilizar voto plural

Objetivo de evitar o abuso de poder do controlador e expropriação dos acionistas minoritários: (i) remuneração dos administradores e (ii) celebração de transações com partes relacionadas conforme critérios de relevância a serem definidos pelo regulador. (Art. 110-A, §12º).

Operações societárias vedadas

Basicamente protegem a proibição de uma companhia aberta já listada ter algum tipo de reorganização em que ações plurais sejam introduzidas em sua estrutura, como visto abaixo:

(i) Incorporação, incorporação de ações, e fusão de companhia aberta que não adote voto plural, e cujas ações ou valores mobiliários conversíveis sejam negociadas em mercados organizados, em companhia que adote voto plural;

(ii) cisão de companhia aberta que não adote voto plural, e cujas ações ou valores mobiliários conversíveis sejam negociadas em mercados organizados, para constituição de nova companhia com adoção do voto plural, ou incorporação da parcela cindida em companhia que o adote. (Art. 110-A, §12º).

Fonte: Lei da Melhoria do Ambiente de Negócios – Lei 14.195/21

4.2 Análise das regras sobre o voto plural

De pronto, visualiza-se a preocupação que o legislador teve em proibir que companhias de capital aberto, já negociadas em bolsa de valores, criem o voto plural, o que tenderia a causar uma diluição do poder político dos demais acionistas em relação aos acionistas que passariam a possuir o voto diferenciado. Assim, a Lei 14.195/21 balizou-se na experiência estrangeira, notadamente nas regras estabelecidas pela bolsa de Singapura e a bolsa de Hong Kong, discutidas no presente trabalho. Por outro lado, empresas de capital fechado, além de companhia de capital aberto que ainda não têm ações ou valores mobiliários conversíveis em ações de sua emissão em mercados organizados de valores mobiliários, podem se utilizar do instituto. A referida vedação pode ter sido motivada pelo pensamento de que o direito de retirada não seria suficiente para proteger os interesses de acionistas minoritários diante da criação de ações com “super voto” em empresas já negociadas em bolsa. As únicas alterações que podem ser realizadas sobre o sistema de voto plural, de companhias já negociadas em bolsa, são as alterações que diminuem os direitos e vantagens das ações com voto plural, não se admitindo qualquer majoração dessas vantagens:

“Embora criticada pelos defensores do instituto, andou bem o legislador, já que o direito de retirada não é suficiente para proteção dos acionistas minoritários que investiram em uma companhia que não continha o voto plural. Por outro lado, a vedação praticamente desloca a adoção do voto plural para as companhias fechadas, com destaque para aquelas que pretendam abrir o capital social — e muita atenção deverá ser dada à elaboração de seus estatutos sociais.”⁴¹

⁴¹ BLANCHET, Richard. Voto plural enfim passa a valer no Brasil. E agora? À parte os argumentos pró e contra o instituto, importante ressaltar pontos de atenção na nova Lei 14.195/21. Capital Aberto. 30 ago. 2021. Disponível em: <https://capitalaberto.com.br/secoes/artigos/voto-plural-enfim-passa-a-valer-no-brasil-e-agora/>. Acesso em: 02.out.202

No mesmo sentido, a nova legislação tratou de impedir manobras societárias com potencial de prejudicar acionistas minoritários. Assim, as ações com voto plural não podem servir para deliberações envolvendo partes relacionadas, conforme o art. 110-A. Ainda, estão vedadas as operações de “incorporação, de incorporação de ações e de fusão de companhia aberta que não adote voto plural, e cujas ações sejam negociados em mercados organizados, em companhia que adote voto plural; operações de cisão de companhia aberta que não adote voto plural, e cujas ações sejam negociados em mercados organizados, para constituição de nova companhia adotante do voto plural, ou incorporação da parcela cindida em companhia que o adote”⁴².

Portanto, a lei visa a evitar que os controladores adquiram o voto plural por meios alternativos, contrários ao espírito do instituto conforme entendido pelos legisladores. Além disso, como forma de conter abusos contra acionistas minoritários, a Lei das S.A. veda o uso do voto plural para deliberar sobre remuneração de administradores — uma vedação consistente com a lógica da legislação societária brasileira, visto que, por exemplo, os controladores-administradores teriam grandes incentivos a majorar sua remuneração diante de tamanho poder político proveniente do voto plural.

Em relação à transferência de ações de voto plural a terceiros, estipulou-se certas restrições importantes. As únicas transferências permitidas são aquelas entre acionistas detentores de ações com voto plural da mesma classe ou aquelas transferências ocorridas no regime de titularidade fiduciária para fins de constituição de depósito centralizado. Dessa forma, o legislador exprime seu posicionamento de que as ações de voto plural devem estar ligadas aos fundadores da companhia, não podendo ser livremente alienadas a terceiros.

Além disso, destaca-se a limitação de 10 votos por ação plural, prevista no art. 110-A caput da LSA. Essa razão de 10:1 pode ser entendida como uma tentativa de limitar grandes distorções entre o poder político e o investimento financeiro na companhia. Entretanto, tal razão de votos aparenta ser mais simbólica do que escolhida com fundamentos econômicos, visto que a doutrina

⁴² Art. 110. A cada ação ordinária corresponde 1 (um) voto nas deliberações da assembléia-geral.
(...)

§ 12. Não será adotado o voto plural nas votações pela assembleia de acionistas que deliberarem sobre:

I - a remuneração dos administradores; e

II - a celebração de transações com partes relacionadas que atendam aos critérios de relevância a serem definidos pela Comissão de Valores Mobiliários.

não indica a existência de estudos demonstrando a eficiência de estruturas com razão de voto numericamente mais desigual:

“Uma razão acima de 10:1 pode implicar controle absoluto da classe detentora de voto plural, e é criticada por parte da doutrina, mas não há estudos empíricos que demonstrem a eficiência econômica de razões de voto menos iníquas.”⁴³

No mais, nota-se que a lei brasileira se distanciou da prática norte-americana, que não impõe restrições de limitação da razão de votos de ações plurais. Nesse quesito, pode-se considerar que a legislação brasileira é menos liberal do que a lei societária norte-americana: no Brasil foi concedido um menor campo para a tomada de decisão empresarial, envolvendo um pensamento de que o mercado não conseguirá se autorregular e, por isso, é necessário proteger acionistas minoritários de um eventual poder político absolutista dos controladores.

Ainda, embora o instituto majoritariamente, na forma que foi introduzido na lei, valorize e incentive a transparência relativa aos mecanismos e criação das ações com poderes superiores de voto, existe um elemento que pode confundir ou complicar o sistema societário de uma companhia adotante. A possibilidade de criação de variadas classes de ações com voto plural, com ações podendo ter de 2 a 10 votos, torna o esquema societário complexo e difícil de ser analisado. Isso pode agravar a transparência, prejudicando a compreensão da companhia por acionistas de menor sofisticação, o que pode levar a abusos por parte do controlador.

Ademais, há um outro ponto que levanta dúvidas. Não foi estipulado em lei qualquer previsão que atente ao convívio das ações plurais com as ações preferenciais. Com a combinação dessas duas modalidades em uma companhia, diversos arranjos societários poderiam surgir de forma a trazer grandes distorções entre o poder político e o investimento financeiro nas ações. Ou seja, um controlador poderá ter o controle da sociedade com apenas uma diminuta parte do capital social, de forma pouco transparente, dado a maior complexidade de se analisar uma empresa onde coexistem os dois tipos de ação — há de se lembrar que existe uma previsão de que se emita até 50% do capital social via ações preferenciais, segundo o artigo 15º, parágrafo segundo da Lei das Sociedades Anônimas.

⁴³ CALÇAS, Manoel de Q. P.; JUNQUEIRA, Ruth; CLEMESHA, Pedro E. Reflexões sobre o voto plural: perspectivas para a admissão de estruturas societárias com duas ou mais classes de ações com direito de voto diferenciado no direito brasileiro. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais. vol. 92. ano 24. p. 159-185. São Paulo: Ed. RT abr./jun. 2021.

Outra regra de interesse, é a relativa à proibição do uso de ações de voto plural para se autorizar os administradores a confessar falência e pedir recuperação judicial (art. 122, IX). À primeira vista a regra parece ser muito restritiva, prejudicando uma companhia que precisam tomar decisões rápidas em um momento de crise. Contudo, o legislador foi bem ao permitir uma flexibilização dessa proibição no bojo do parágrafo único do art. 122. Isto é, em casos de urgência, será permitido que os administradores, com anuência do acionista controlador, formulem a confissão de falência ou pedido de recuperação judicial, condicionada à convocação imediata de assembleia geral para discutir e deliberar sobre a matéria.

Mais uma regra da sistemática do voto plural chama atenção: a regra da *sunset clause*. As alterações da Lei das S.A. preveem um prazo de vigência de 7 (sete) anos (com a possibilidade de prorrogação por indeterminado após esse prazo) para o voto diferenciado das ações plurais, ou seja, um limite temporal para a vantagem de votos atribuída a essa classe de ação ordinária. A existência de um mecanismo de *sunset clause* foi uma das grandes reivindicações de investidores institucionais estado-unidenses, que defendem a validade deste instrumento no ordenamento jurídico do país⁴⁴.

A *sunset clause* tem como justificativa atender, ao mesmo tempo, a exigência de acionistas fundadores no sentido da manutenção por um período razoável de seu poder controle e a exigência de investidores minoritários que gostariam de uma maior influência nas decisões da companhia, evitando a concentração de poder pelos controladores:

“Com uma tal cláusula se atenderia, em tese, a necessidade dos fundadores de preservar o controle da companhia durante um determinado prazo, razoável à implementação de seu plano de negócio, e, ao mesmo tempo, se limitaria temporalmente a iniquidade política em consonância com a sua justificativa (necessidade de autonomia diretiva para se alcançar um certo marco econômico), e não além dela.”⁴⁵

⁴⁴ACE GOVERNANCE. Extrato da análise internacional e repercussão no mercado brasileiro da expansão da adoção de estruturas com duas ou mais classes de ações com direitos de voto diferenciados (DCS). 2019. p. 16. Disponível em: www.bmf.com.br/portal/images/newsletter/bmfbovespa/Voto-Plural. Acesso em 24.11.2022.

⁴⁵CALÇAS, Manoel de Q. P.; JUNQUEIRA, Ruth; CLEMESHA, Pedro E. Reflexões sobre o voto plural: perspectivas para a admissão de estruturas societárias com duas ou mais classes de ações com direito de voto diferenciado no direito brasileiro. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais. vol. 92. ano 24. p. 159-185. São Paulo: Ed. RT abr./jun. 2021.

Certas pesquisas apontam que com o decorrer dos anos, depois da abertura de capital da companhia, as vantagens de uma estrutura de voto plural tendem a perder relevância⁴⁶. É razoável supor que a implementação da visão de negócio de acionistas fundadores pode alcançar certo resultado ruim ou favorável ao final de vários anos, abrindo, de qualquer forma, caminho para uma nova fase da companhia em que outros acionistas tenham maior influência, talvez possibilitando uma gestão mais conservadora se a companhia está em uma fase mais consolidada em seu setor.

Contudo, a imposição da *sunset clause* obrigatória e uniforme pelo legislador brasileiro pode indicar uma visão paternalista do regulador quanto ao direito societário. Não é razoável supor que o limite temporal das vantagens do voto plural, estabelecido pelo legislador, seja adequado para todas as companhias que adotem essa classe de ações, sendo que cada empresa passará por eventos diferentes e terá uma organização distinta, não sendo cabível o estabelecimento de prazos uniformes para as companhias. Embora seja louvável que o legislador permita a prorrogação do prazo de vigência das ações por tempo indeterminado, poderia ser mais interessante um cenário em que é dada maior liberdade às companhias para a decisão de adotar ou não o limite temporal e até de escolher um prazo de reavaliação mais longo ou curto (do que os 7 (sete) anos previstos em lei) do seu sistema societário. Nessa linha, já foi indicado em estudos⁴⁷ que a proximidade do prazo para a decisão de renovação do voto plural pode sujeitar as companhias a condições adversas e belicosas na disputa pelo controle: nesse período próximo à renovação, é possível que aconteça uma supervalorização das ações ordinárias sem voto plural na medida em que um terceiro (alheio ao controle da companhia) busque alavancar o controle e manobrar para impedir a concretização da renovação das ações plurais.

Por fim, cabe apontar que (atualmente em 2022) o voto plural, na prática, não entrou em cena no Brasil. Não se vê notícia de empresas adotantes deste mecanismo societário. As razões podem ser conexas ao tamanho das limitações do instituto impostas pelo legislador, como a limitação da *sunset clause*, a restrição à transferência das ações plurais a terceiros, e o teto de votos por ação, que afugentam os potenciais beneficiados pelas ações plurais. No entanto, o motivo da falta da adoção do voto plural pode ser mais superficial: a abertura de capital na B3 em 2022 foi

⁴⁶ BEBCHUK, Lucian; KASTIEL, Kobi. *Virginia Law Review*, Volume 103, Junho de 2017. p. 586.

⁴⁷ BEBCHUK, Lucian; KASTIEL, Kobi. *Virginia Law Review*, Volume 103, Junho de 2017. p. 586.

quase nula⁴⁸. Em razão de condições de mercado, o *valuation* de empresas de tecnologia, principalmente, reduziu-se drasticamente, além de que o cenário de aumento de juros no mundo todo dificulta a realização de um IPO. Portanto, é cedo para falar da experiência prática do Brasil com as ações plurais.

CONCLUSÃO

Por todo o exposto, traçou-se os caminhos para a aprovação do instituto do voto plural, envolvendo as fartas discussões sobre os benefícios e malefícios das ações plurais, inclusive no plano internacional. Após essa análise, pode-se entender que a adoção do voto plural no Brasil tem o potencial de ser benéfica para o mercado de capitais do Brasil. No presente trabalho, tratou-se em primeiro lugar da dinâmica do poder de controle, expôs-se brevemente as diferentes espécies de controle e os diferentes tipos de acionistas associados a tais espécies. No mais, abordou-se o antes poderoso Princípio do *One Share, One Vote* que figurava no Brasil, aliado aos mais tradicionais entendimentos doutrinários que percebia a proporcionalidade entre o poder de voto e o investimento financeiro como um verdadeiro fundamento do ordenamento societário empresarial. Além disso, tratou-se das ações preferencias e a contradição desse tipo de ação com relação à regra de um voto por ação, que foi resolvida, em via doutrinária, a partir do entendimento de que existe um equilíbrio no sistema resultante das vantagens patrimoniais associadas aos preferencialistas.

Sobre o apanhado de prós e contras do voto plural, foi possível identificar certa preponderância dos argumentos favoráveis ao instituto, principalmente considerando o cenário do século XXI, que apresenta o surgimento de empresas de tecnologia que carecem de um modelo societário mais flexível. O movimento das *techs* brasileiras, que foram ao estrangeiro listar suas ações, preferindo a estrutura do voto plural a outras estruturas, é um indicativo dos novos tempos e da acerto da inovação da bolsa de valores brasileira. Apresentou-se, também, o potencial benefício microeconômico relativo ao fortalecimento do empreendedorismo no Brasil, considerando que os empreendedores podem ver o voto plural como um facilitador da criação e da abertura de capital de empresas no país. Entretanto, à medida que o voto plural se estabeleça no país, cabe a avaliação dos seus efeitos no médio a longo prazo, visto que existem estudos

⁴⁸ Disponível em: <https://euqueroinvestir.com/ipo-confira-lista-aqui>. Acesso em 25.11.2022.

estrangeiros apontando para a redução, após um certo período de tempo, do sucesso de empresas adotantes desse esquema societário.

A introdução do voto plural no Brasil, resultado da promulgação da Lei da Melhoria do Ambiente de Negócios, foi um marco importante para a Lei das Sociedades Anônimas. O regulador ouviu diversas opiniões de players do mercado e formulou uma proposta que acredita ser necessária para a proteção dos acionistas minoritários, para a manutenção da resiliência do mercado e, ao mesmo tempo, para atender aos clamores pela inovação jurídica no Brasil. Contudo, há de se observar, com o passar dos anos, se as extensas regras e limitações impostas pelo legislador, quanto à eventual adoção das ações plurais pelas empresas, não acabe por engessar o sistema, consequentemente afastando potenciais interessados. Do mesmo modo, é necessário cuidado e uma regulamentação mais clara quanto a coexistência das ações preferencias e das ações com voto plural em uma mesma companhia. No futuro, a partir de um momento mais favorável para o mercado de ações — envolvendo novas aberturas de capital — que agora sofre com a escalada dos juros, haverá maiores exemplos e maior campo para a discussão da efetividade ou não das regras relativas ao voto plural.

REFERÊNCIAS:

BULGARELLI Waldirio. **A proteção das Minorias nas S.A.** São Paulo: Pioneira, 1975, p. 95.

MOREIRA, Maurício. **Lei das Sociedades Anônimas Comentada.** Coordenador: Fábio Ulhoa Coelho. Rio de Janeiro: Forense, 2022, pg. 494.

Acemoglu, Daron and James A. Robinson, *Why Nations Fail: The Origins of Power, Prosperity and Poverty.* New York, Crown Publishers, 2012, p. 182.

ACE GOVERNANCE. **Extrato da análise internacional e repercussão no mercado brasileiro da expansão da adoção de estruturas com duas ou mais classes de ações com direitos de voto diferenciados** (DCS). 2019. Disponível em: www.bmf.com.br/portal/images/newsletter/bmfbovespa/Voto-Plural.

ALLAIRE, Yvan. **The Case for Dual-Class of Shares**, 2018.p. 19.

CALÇAS, Manoel de Q. P.; JUNQUEIRA, Ruth; CLEMESHA, Pedro E. **Reflexões sobre o voto plural: perspectivas para a admissão de estruturas societárias com duas ou mais classes de ações com direito de voto diferenciado no direito brasileiro.** Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais. vol. 92. ano 24. p. 159-185. São Paulo: Ed. RT abr./jun. 2021.

CALÇAS, Manoel de Q. P.; JUNQUEIRA, pg.7. Disponível em: <https://www.lexml.gov.br/urn/urn:lex:br:redede.virtual.bibliotecas:artigo.revista:2021;1001206814>

COELHO, Fábio Ulhoa et al. **Lei das sociedades anônimas comentada.** Rio de Janeiro: Forense, 2021, P. 491

COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O poder de controle na sociedade anônima.** 2005, p. 8.

EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada.** v. I—Arts. 1 a 120. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

FERREIRA, Waldemar Martins. **Tratado de direito comercial.** Edição Saraiva, 1961, p. 308.

GUIMARÃES, Ruy Carneiro. **Sociedades por ações:(notas de doutrina e jurisprudência).** Forense, 1960.

GOSHEN, Zohar; HAMDANI, Assaf. *Corporate Control and Idiosyncratic* Vision. 125 Yale Law Journal. 560 (2016). p. 590.

MEANS, Gardiner. *The modern corporation and private property.* Routledge, 2017, p. 75

MIRANDA, Pontes de. *Tratado de Direito Privado cit.,* tomo L, § 5.314-2, p. 240. apud LUCENA, José Waldecy. **Das Sociedades Anônimas - comentários à Lei (arts. 1º a 120),** vol. 1. Rio de Janeiro: Renovar, 2009, p. 1027-1028.

SHARFMAN, Bernard S. *A private ordering defense of a company's right to use dual class share structures in IPOs*. Vill. L. Rev., v. 63, p. 11, 2018.

SHEN, Junzheng., p. 37. SHEN, Junzheng. *The Anatomy of Dual Class Share Structures: A Comparative Perspective*. *Hong Kong Law Journal* 477, 2016.