LÍGIA PADOVANI CASTELA

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

Dissertação de Mestrado

Orientador: Professor Mauro Rodrigues Penteado

UNIVESIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE DIREITO
São Paulo
2019

LÍGIA PADOVANI CASTELA

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

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

UNIVESIDADE DE SÃO PAULO

FACULDADE DE DIREITO

São Paulo

2019

**Catalogação na Publicação**

**Serviço de Processos Técnicos da Biblioteca da**

**Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo**

---

Castela, Lígia Padovani

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

108 p. ; 30 cm.

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

Orientador: Mauro Rodrigues Penteado.

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

---

# FOLHA DE AVALIAÇÃO

Nome: Castela, Lígia Padovani.

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

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

Aprovado em:

Banca Examinadora

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

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

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

# AGRADECIMENTOS

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

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

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

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

# RESUMO

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

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

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

# ABSTRACT

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

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

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

# SUMÁRIO

**1 INTRODUÇÃO ..... 9**

**CAPÍTULO I - O PRINCÍPIO DA PROPORCIONALIDADE: O IMPACTO DAS AÇÕES PREFERENCIAIS SEM DIREITO DE VOTO NO DIREITO SOCIETÁRIO BRASILEIRO ..... 12**

**2 O PRINCÍPIO DA PROPORCIONALIDADE ENTRE O PODER POLÍTICO E O PRIVILEGIO ECONÔMICO ..... 14**

2.1 BREVE CONTEXTO HISTÓRICO BRASILEIRO ..... 16

2.2 UMA AÇÃO – UM VOTO (“ONE SHARE – ONE VOTE”): JUSTIFICATIVAS E SIGNIFICADO ..... 17

**3 A IGUALDADE ENTRE OS ACIONISTAS ..... 23**

**CAPÍTULO II - ESTRUTURA DO CAPITAL SOCIAL DAS SOCIEDADES POR AÇÕES: A CHAMADA COMPOSIÇÃO POR “DUAS ESPÉCIES DE AÇÕES” (“DUAL CLASS”) ..... 24**

**4 FORMAS DE ORGANIZAÇÃO DA ESTRUTURA DO CAPITAL SOCIAL NAS SOCIEDADES POR AÇÕES ..... 25**

4.1 O CONCEITO “DUAL CLASS” ..... 27

**5 UMA VISÃO GERAL SOBRE A UTILIZAÇÃO DA ESTRUTURA “DUAL CLASS” ..... 30**

5.1 O MODELO AMERICANO: AS SUPER-AÇÕES ..... 31

5.2 O MODELO EUROPEU ..... 37

**6 AÇÕES PREFERENCIAIS: CONSIDERAÇÕES INICIAIS E TRAJETÓRIA LEGISLATIVA ..... 43**

6.1 AS FUNÇÕES DAS AÇÕES PREFERENCIAIS ..... 50

*6.1.1 A função econômica das ações preferenciais* ..... 52

6.1.1.1 As vantagens econômicas superiores das ações preferenciais sem direito de voto - as superpreferenciais ..... 54

**7 OS DESVIOS PERPETRADOS PELO USO DAS AÇÕES PREFERENCIAIS SEM DIREITO DE VOTO ..... 57**

**CAPÍTULO III - AS AÇÕES PREFERENCIAIS E A GOVERNANÇA CORPORATIVA ..... 59**

**8 UMA VISÃO GERAL SOBRE A GOVERNANÇA CORPORATIVA ..... 60**

8.1 A B3 E SEUS NÍVEIS DIFERENCIADOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA ..... 62

*8.1.1 Conceito e Requisitos do Novo Mercado* ..... 63

8.1.1.1 A inspiração no Neuer Markt alemão ..... 66

8.2 A RELAÇÃO ENTRE AS AÇÕES PREFERENCIAIS E O RATING DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. OS IMPACTOS NA PERFORMANCE FINANCEIRA DAS COMPANHIAS ..... 68

**9 AS ESTRUTURAS SOCIETÁRIAS E O (DES)ALINHAMENTO DE INTERESSES DOS ACIONISTAS ..... 71**

**CAPÍTULO IV - A REVALORIZAÇÃO DO PAPEL E A UTILIZAÇÃO SOFISTICADA DAS AÇÕES PREFERENCIAIS ..... 75**

**10 A CRIAÇÃO DE VALOR ATRAVÉS DA ESTRUTURA "DUAL CLASS" ..... 77**

**11 O CASO AZUL E A ATUAÇÃO DA CVM ..... 80**

11.1 BREVE DESCRIÇÃO DOS FATOS ..... 80

11.2 INTERPRETAÇÃO HISTÓRICA *VS*. INTERPRETAÇÃO SISTEMÁTICA DA LEI DAS SOCIEDADES POR AÇÕES (O ENTENDIMENTO DA CVM) ..... 85

**12 O CASO ALIBABA GROUP HOLDING LIMITED E A BOLSA DE HONG KONG ..... 89**

**13 ADEQUAÇÃO DO ORDENAMENTO JURÍDICO À REALIDADE ECONÔMICA. 92**

**14 CONCLUSÃO ..... 95**

**REFERÊNCIAS ..... 98**

**ANEXO A – Exemplos de Estruturas de Capital Social ..... 107**

# 1 INTRODUÇÃO

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

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

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

No mesmo sentido, a bolsa de valores brasileira – B3 – Brasil, Bolsa, Balcão[1], em razão da contaminação negativa gerada pelas operações abusivas e influenciada pelo *Neuer Markt* alemão[2], criou o segmento especial de listagem de companhias abertas para negociação de valores mobiliários, denominado Novo Mercado, que exclui a negociação de ações preferenciais.

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

---

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

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

companhias que fizeram a conversão de suas ações preferenciais em ordinárias e aderiram ao Novo Mercado para lançarem suas ações no mercado[3].

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

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

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

---

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

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

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

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

A estrutura acionária de “superpreferencial” criada pela companhia aérea foi aprovada pela Autarquia com o fundamento de que tal proposta seria, até mesmo, mais transparente e mais direta do que a maioria dos outros mecanismos de dissociação entre poder político e contribuição econômica presentes no Brasil[5].

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

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

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

# CAPÍTULO I
# O PRINCÍPIO DA PROPORCIONALIDADE: O IMPACTO DAS AÇÕES PREFERENCIAIS SEM DIREITO DE VOTO NO DIREITO SOCIETÁRIO BRASILEIRO

As alegações de que a adoção de estrutura de capital social com duas ou mais classes ou espécies de ações pelas companhias viola regras e princípios de direito societário e não está de acordo com as melhores práticas de governança corporativa é recorrente dentre os juristas e investidores institucionais ao redor do mundo.

O presente estudo será iniciado com a análise do princípio da proporcionalidade defendido pelos apoiadores do lema “uma ação – um voto” em diversos ordenamentos jurídicos. No Brasil, tal posição é sustentada fundamentalmente com base no artigo 110, § 2º, da Lei das S.A. – que veda a atribuição de voto plural às ações ordinárias.

As exceções a esse princípio, no entanto, são tão numerosas quanto as regras que o determinam. O mesmo artigo 110, em seu parágrafo 1º, admite a flexibilização e a limitação do número de votos por acionista[6].

A derrogação parcial do princípio da proporcionalidade se verifica, ainda, na possibilidade da emissão de ações preferenciais sem direito de voto (art. 17 da Lei das S.A.); na existência das *golden shares* (art. 17, § 7º da Lei das S.A.); na suspensão dos direitos políticos de acionista (art. 120 da Lei das S.A.); e, inclusive, na proteção das minorias societárias, com a previsão de eleição em separado de membros do conselho de administração e mecanismo de voto múltiplo (art. 141 da Lei das S.A.).

---

[6] 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. (BRASIL. *Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. Dispõe sobre as sociedades por ações. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm>. Acesso em: 18 nov. 2018.).

A flexibilidade do princípio da proporcionalidade, conforme será demonstrado a seguir, se justifica por razões econômicas ligadas à natureza e objetivo das organizações societárias.

Aliado ao princípio da proporcionalidade, o princípio da igualdade entre os acionistas será analisado na sequência - antes que se possa discorrer sobre os argumentos contrários à utilização das ações preferenciais sem direito de voto previstas no direito societário brasileiro.

Ainda que se compreenda que tais princípios - tanto o da proporcionalidade quanto o da igualdade - acompanham as companhias e a legislação que as suporta desde seu surgimento, servindo como o centro da democracia acionária, os próprios fundamentos da atividade empresarial justificam sua relativização.

# 2 O PRINCÍPIO DA PROPORCIONALIDADE ENTRE O PODER POLÍTICO E O PRIVILEGIO ECONÔMICO

Segundo o princípio da proporcionalidade, os direitos inerentes a um título acionário devem corresponder estritamente à participação que ele representa na companhia[7]. Em outras palavras, os direitos políticos e privilégios econômicos atribuídos às ações emitidas por determinada companhia devem ser proporcionais à sua representação no capital social.

Para os defensores do princípio “uma ação, um voto”, a relação de proporcionalidade se dá entre o número de ações emitidas, o poder político a elas referente e os direitos econômicos derivados da propriedade das ações. Em sentido ainda mais amplo, há quem sustente que a proporcionalidade vincula não só os três elementos acima, como ainda o aporte econômico realizado na companhia[8].

A esse respeito e em sentido contrário, o i. Eizirik[9] afirma:

> Não existe, no Direito Societário Brasileiro, qualquer norma jurídica que estabeleça proporcionalidade obrigatória entre o montante de ações de titularidade de um acionista e o aporte de recursos por ele feito à Companhia.

Não se pode olvidar, ainda, que a Lei das S.A. expressamente admite a criação de espécies e classes de ações diferentes, sendo que o capital social das sociedades pode ser composto de forma híbrida, por ações de classes e espécies distintas que não conferem os mesmos direitos e vantagens a seus titulares.

A professora da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, Juliana Krueger Pela, em contexto distinto – ao analisar as características das

---

[7] PELA, Juliana Krueger. *As golden shares no direito brasileiro*. São Paulo: Quartier Latin, 2012. p. 85-86.

[8] Esse foi o entendimento da Superintendência de Relações com Empresas da CVM ao indeferir o Pedido de Registro Inicial de Companhia Aberta – Categoria “A” da empresa Azul S.A. em 15/10/2013, conforme se verá adiante. Disponível em <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0010/8923-2.pdf>. Acesso em: 12 maio 2017.

[9] EIZIRIK, Nelson. A ação “super preferencial” é legal?. *Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários*, São Paulo, maio 2015. p. 139.

*golden shares*[10] - faz afirmação condizente com o objeto da nossa análise (a estrutura de capital social *dual class*), cuja transcrição é bastante oportuna: “É particular a esses modelos, portanto, a desproporção entre, de um lado, a participação no capital social e, de outro, os direitos conferidos pelo título representativo dessa mesma participação”.

Com a reforma da Lei das S.A. introduzida pela Lei nº 10.303/2001, o capital social deixou, inclusive, de ser referência para a fixação do percentual de ações preferenciais a ser emitidas pelas companhias. Nesse sentido, a emissão de ações preferenciais sem direito de voto ou com restrição de voto deve considerar o número total de ações emitidas pela companhia e não mais o capital social, de modo que a relação de proporcionalidade se vincula - agora - ao número de ações emitidas pelas companhias[11].

Desse modo, verifica-se que a própria Lei das S.A. permite que, em determinadas situações – considerado o contexto empresarial e o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro – a proporcionalidade entre direitos políticos e privilégios econômicos não seja observada.

Os fundamentos econômicos que justificam a relativização do princípio da proporcionalidade são diversos, por isso são inúmeros os mecanimos que a possibilitam.

Não tardaram, porém, as críticas e questionamentos sobre a utilização da estrutura de capital social *dual class* e a ser levantadas bandeiras com a necessidade de aplicação do princípio da proporcionalidade. Nas palavras de Francisco da Costa e Silva[12], no que diz respeito ao Brasil:

> Questionava-se, em primeiro lugar, a legitimidade de se poder controlar uma companhia com somente 16,66% de contribuição para a formação do seu capital social, a partir da convicção de que o poder político deve guardar uma relação de proporção com o volume de recursos aplicado no negócio.

---

[10] PELA, Juliana Krueger. *As golden shares no direito brasileiro*. São Paulo: Quartier Latin, 2012. p. 85.

[11] CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas:* Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. 6. ed. São Paulo: Saraiva, 2011. v. 1, p. 278.

[12] SILVA, Francisco da Costa e. Ações Preferenciais – Inovações da Lei nº 10.303. In: LOBO, Jorge (Org.) *Reforma da Lei das Sociedades por Ações:* inovações e questões controvertidas da Lei nº 10.303, de 31.10.2001. Rio de Janeiro: Forense, 2002. p. 123.

Antes de adentrar, porém, no significado, justificativas e funções da expressão “one share – one vote”, é preciso contextualizar minimamente os cenários político e econômico no Brasil na década de 70 (época de promulgação da Lei das S.A.), que justificaram a elevação do percentual de ações preferenciais sem direito de voto que poderia ser emitido pelas companhias no Brasil[13].

## 2.1 BREVE CONTEXTO HISTÓRICO BRASILEIRO

O ambiente político, nos idos de 1970, foi marcado pela chegada dos militares ao poder, imbuídos de forte sentimento nacionalista. O cenário econômico, por sua vez, caracterizava-se pela presença de um grupo pequeno e restrito de empresários que demandava altas quantias para o financiamento de seus projetos e buscava desvincular-se do Estado e dos investimentos estrangeiros. Nesse momento, a legislação societária brasileira permitia que o capital social das companhias fosse composto por até 50% (cinquenta por cento) de ações preferenciais sem direito de voto.

A esse respeito são elucidativas as lições do advogado e ex-professor da Universidade Estadual do Rio de Janeiro (UERJ), Francisco da Costa e Silva[14]:

> Não custa lembrar que, na década de 70, o núcleo capitalista privado brasileiro era relativamente pequeno e frágil. Com os ambiciosos planos de crescimento econômico de então, se não fossem concedidas condições especiais para que empresários brasileiros controlassem as empresas que desenvolveriam os grandes projetos, estes ficariam ou sob controle estatal ou sob o comando de companhias estrangeiras que, além de capital, também trariam tecnologia. Há que se considerar, ademais, que os governos militares chegaram ao poder com o apoio das classes empresariais e tinham uma visão profundamente nacionalista da economia. Se mantido o limite anterior, do Decreto-Lei nº 2.627/40, empreendimentos que demandavam elevada capitalização não teriam como ficar sob o controle de empresários privados nacionais. Com a nova regra, esse controle passou a ser possível bastando que o controlador detivesse 16,66% mais uma ação do capital votante, ao invés de 25% mais uma ação no sistema anterior.

---

[13] Sobre a trajetória legislativa das ações preferenciais, vide capítulo II, seção 6.

[14] SILVA, Francisco da Costa e. Ações preferenciais – inovações da Lei nº 10.303. In: LOBO, Jorge (Org.) *Reforma da Lei das Sociedades por Ações:* inovações e questões controvertidas da Lei nº 10.303, de 31.10.2001. Rio de Janeiro: Forense, 2002. p. 123.

Nesse sentido, a possibilidade de emissão de ações sem direito de voto em percentual superior ao permitido pela legislação brasileira até então, decorreu de exigência histórica, a fim de conciliar o desenvolvimento econômico brasileiro com a manutenção do controle das companhias por empresários nacionais.

## 2.2 UMA AÇÃO – UM VOTO ("ONE SHARE – ONE VOTE"): JUSTIFICATIVAS E SIGNIFICADO

A expressão "one share-one vote", como visto, propõe um equilíbrio entre o poder político, representado pelo direito de voto, e os benefícios econômicos decorrentes da propriedade das ações. Ou, em outras palavras, o princípio da proporcionalidade propagado pelo lema "one share-one vote" defende uma justa e estreita relação entre a participação ativa do acionista na companhia representada pela ação de que é titular e os direitos inerentes a esse mesmo valor mobiliário.

Adicionalmente, para os defensores do princípio "one share-one vote", tal estrutura de capital social estaria associada a um desempenho mais consistente das companhias a longo prazo e a mecanismos mais eficientes de responsabilização dos acionistas controladores (no Brasil) e dos administradores (nos Estados Unidos)[15]. Ao restringir a possibilidade de fiscalização e responsabilização dos atuais acionistas controladores ou administradores das companhias, conforme o caso, a estrutura *dual class* reduz o valor das companhias e é contrária à eficiência do mercado de valores mobiliários, além de propiciar o desalinhamento de interesses entre os acionistas e administradores das companhias[16].

---

[15] A plausibilidade e veracidade destes argumentos será objeto de análise mais adiante.

[16] Para sumarizar os argumentos contrários à utilização da estrutura *dual class* de capital social: "*There are many compelling reasons why institutional investors strongly oppose dual-class stock structures that separate voting rights from cash-flow rights. In addition to the immediate deprivation of investors' voting rights, there is ample evidence that giving select shareholders control, that is far out of line with their ownership stakes, reduces company value. Such structures reduce oversight by, and accountability to, the actual majority owners of the company. They hamper the*

O Relatório preparado pelo *High Level Group of Company Law Experts* europeu em 2002[17] discorre sobre a proporcionalidade entre o risco econômico e o controle defendida pelo princípio do "one-share one vote":

> 2. Proporcionalidade entre capital de risco e controle
> Na visão do Grupo, a proporcionalidade entre o risco econômico máximo e controle significa que a parcela do capital social que dispõe de um direito ilimitado de participar nos lucros da companhia ou nos valores residuais em caso de liquidação, e tão somente esse capital social, deve dispor de direitos de controle, na proporção do risco suportado. Os detentores de tais direitos aos rendimentos e ativos residuais da companhia estão mais bem preparados para decidir sobre os negócios da empresa, pois, em última instância, os efeitos finais de suas decisões serão por eles suportados. (tradução nossa).[18]

Entre os mais ferrenhos defensores da estrutura de capital social formada apenas por uma classe ou espécie de ações, conforme o caso, estão os investidores institucionais, que para atender aos seus – usuais – altos padrões de

---

*ability of boards of directors to execute their fiduciary duties to shareholders. And they can incentivize managers to act in their own interests, instead of acting in the interest of the company's owners. Hollinger International, a large international newspaper publisher now known as Sun-Times Media Group, is a striking example. Although former CEO, Conrad Black, owned just 30% of the firm's equity, he controlled all of the company's Class B shares, giving him an overwhelming 73% of the voting power. He filled the board with friends, then used the company for personal ends, siphoning off company funds through a variety of fees and dividends. Restrained by the dual-class stock structure, Hollinger stockholders at-large were essentially powerless to rein in such actions. Ultimately, the public also paid the price for the mismanagement, footing the bill to incarcerate Black for over three years after he was convicted of fraud. This is a classic example of dual-class shares leading to misalignment between management's actions and most owners' interests*." (NICHOLAS, Blair; MARSH, Brandon. Dual-Class: The Consequences of Depriving Institutional Investors of Corporate Voting Rights. *Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*, May 17, 2017. Disponível em: <https://corpgov.law.harvard.edu/2017/05/17/dual-class-the-consequences-of-depriving-institutional-investors-of-corporate-voting-rights/#more-87631>. Acesso em: 21 nov. 2017.).

[17] Este Grupo foi criado pela Comissão Europeia para fornecer pareceres independentes, em primeira instância, sobre questões relacionadas a regras pan-europeias de ofertas públicas de aquisição e, subsequentemente, sobre as principais prioridades para a modernização do direito das empresas na União Europeia. O Grupo foi solicitado a entregar um relatório preliminar sobre as suas recomendações relativas às regras sobre ofertas públicas de aquisição até o final de 2001. (FERRARINI, Guido; HOPT, Klaus; WINTER, Jaap; WYMEERSCH, Eddy. *Reforming Company and Takeover Law in Europe*. New York: Oxford University Press, 2004. p. 825-924. Disponível em <http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-report_en.pdf>. Acesso em: 21 jan. 2018.).

[18] No original: "*2. Proportionality between risk-bearing capital and control*
*In the Group's view, proportionality between ultimate economic risk and control means that share capital which has an unlimited right to participate in the profits of the company or in the residue on liquidation, and only such share capital, should normally carry control rights, in proportion to the risk carried. The holders of these rights to the residual profits and assets of the company are best equipped to decide on the affairs of the company as the ultimate effects of their decisions will be borne by them.*"

governança corporativa optam por uma gestão ativa dos recursos investidos. Citando, mais uma vez, os ensinamentos de Costa e Silva[19]:

> O moderno capitalismo de mercado, como já mencionado, é caracterizado pela forte presença de grandes investidores institucionais com elevado padrão de exigência, em função do fato de terem que prestar permanentemente contas às respectivas comunhões de interesse que representam. Por conta disso, o acompanhamento do desempenho das empresas em que investiram é da essência das suas atividades, e costumam ser muito ativos na defesa de seus investimentos. Como consequência, querem ter o direito de interferir no processo de gestão das sociedades quando julgarem que as mesmas não estão sendo administradas de maneira adequada.

Sob esse ponto de vista, é interessante o artigo publicado pelo Diretor Executivo do Conselho de Investidores Institucionais norte-americano - Ken Bertsch - em 26 de maio de 2017[20], com manifesta crítica à oferta pública inicial de ações (IPO) da Snap Inc.[21]. Em sua visão, as estruturas de capital social americanas compostas por diversas classes de ações e seu poder de separar o controle da propriedade dos títulos ou valores mobiliários traz riscos substanciais aos três aspectos da missão tripartite da referida comissão: (i) a proteção dos investidores; (ii) a manutenção de mercados justos, ordenados e eficientes; e (iii) a facilitação na formação do capital social.

Entre outras medidas, o Conselho de Investidores Institucionais propõe que a SEC trabalhe em conjunto com as bolsas de valores norte-americanas para banir emissões futuras de ações sem direito de voto. Nas palavras de Bertsch[22]:

---

[19] SILVA, Francisco da Costa e. Ações preferenciais – inovações da Lei nº 10.303. In: LOBO, Jorge (Org.) *Reforma da Lei das Sociedades por Ações:* inovações e questões controvertidas da Lei nº 10.303, de 31.10.2001. Rio de Janeiro: Forense, 2002. p. 124.

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

[21] A Snap Inc. é uma companhia norte americana de câmeras com sede em Venice, Califórnia que realizou um IPO bem sucedido em março de 2017, com a emissão de ações sem direito de voto. Seus produtos incluem o Snapchat, aplicativo de mensagens com base de imagens, criado e desenvolvido por Evan Spiegel, Bobby Murphy e Reggie Brown, estudantes da Universidade Stanford, e o Spectacles. Disponível em: <https://investor.snap.com/company-profile>. Acesso em: 21 jan. 2018.

[22] No original: "*The core concern here is corporate governance 101: Separation of ownership and control over time can lead to a lack of accountability, and accountability to owners is necessary for course corrections that are critical in our capitalist system. Private equity owned firms typically*

> A principal preocupação aqui é a governança corporativa 101: A separação entre propriedade e controle ao longo do tempo pode levar à ausência de responsabilidade, e a prestação de contas ou responsabilização dos proprietários do capital é necessária para a realização das devidas correções que são críticas em nosso sistema capitalista. As sociedades anônimas de capital fechado normalmente são controladas por acionistas que são engajados e capazes de implementar mudanças em áreas em que a administração esteja falhando. Os acionistas de companhias de capital aberto confiam que os membros do conselho de administração eleitos agirão da mesma forma. Na Snap, os acionistas investidores, que provavelmente serão os maiores provedores de capital, não possuem o direito de eleger os administradores. E as divulgações podem ser restritas se comparadas às verdadeiras companhias de capital aberto, incluindo a inexigibilidade de apresentação de uma declaração de procuração ou realização de uma assembleia geral anual aberta aos acionistas minoritários. [...] Não há evidências de que, ao final, os órgãos da administração, os fundadores e as famílias protegidas pelo sistema composto por duas classes de ações obtenham desempenho excepcional. Um estudo próximo de ser divulgado pelo Conselho, que compara o desempenho de companhias cujo capital social é composto por várias classes de ações com as demais companhias, demonstra que uma estrutura de capital social formada por várias classes de ações não aumenta nem diminui o retorno sobre o capital investido (ROIC). O estudo analisou 1.763 companhias norte-americanas no índice Russell 3000 e avaliou o ROIC de 2007 a 2015. Da mesma forma, dois estudos conduzidos nos últimos anos pelo Instituto IRRC, incluindo um documento de 2016, não constataram vantagens reais nas companhias de capital social composto por ações com direitos de voto diferenciados, inclusive, em certas situações houve evidências de um desempenho mais fraco. (tradução nossa).

Em linhas gerais, para os defensores da proporcionalidade entre a propriedade do capital social (exposição econômica) e poder de voto nas

---

*have owners who are engaged and able to force change where management is failing. Public company shareholders rely on the board members they elect to do the same. At Snap, public shareholders, who likely will come to be the dominant providers of capital, have no role in electing directors. And disclosures may be limited compared with true public companies, including no requirement to file a proxy statement or hold an annual meeting open to public shareholders. […] Evidence is lacking that, on net, the management teams, founders and families protected by dual class shares outperform. An upcoming Council study comparing multi-class companies with other firms finds that a multi-class structure neither increases nor decreases return on invested capital (ROIC). The study, of 1,763 U.S. companies in the Russell 3000 index, looks at ROIC from 2007 through 2015. Similarly, two IRRC Institute studies in recent years, including a 2016 paper, have found no clear advantage at controlled companies with differential voting rights, and some evidence of underperformance.*" (BERTSCH, Ken. Snap and the Rise of No-Vote Common Shares. *Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*, Friday, May 26, 2017. Disponível em: <https://corpgov.law.harvard.edu/2017/05/26/snap-and-the-rise-of-no-vote-common-shares/>. Acesso em: 21 jan. 2018).

companhias, as estruturas de capital social que – eventualmente - permitam tal desproporção aumentam os conflitos de agências inerentes à estrutura societária e provocam um desalinhamento de interesses, com forte incentivo para o desvio ou abuso de poder ou tomada de decisões desvirtuadas pelos detentores do poder[23].

Verifica-se, assim, que o princípio "uma ação, um voto" é, praticamente, um dogma nas cartilhas de boa governança corporativa. No Brasil, a CVM alterou suas normas para incluir, em 2017, entre as obrigações de companhias abertas, a divulgação do informe sobre o Código Brasileiro de Governança Corporativa - Companhias Abertas[24], em que as companhias devem (i) informar se seguem a prática recomendada de que o capital social seja composto apenas por ações ordinárias; e no caso da não adoção da referida prática recomendada, (ii) apresentar as razões que as levaram a adotar outras estruturas acionárias.

Não obstante as justificativas e significado do princípio da proporcionalidade defendido pelo lema uma ação, um voto ora identificados, fato é que acionistas desiguais têm ganhado cada vez mais destaque nas companhias, na medida em que diversas companhias ao redor do mundo saem, recentemente, a mercado com a emissão de classes ou espécies de ações sem direito a voto

---

[23] G. P. La Sala fundamenta a necessidade de se impor, como regra geral, a proporcionalidade entre direitos políticos e exposição econômica: "*Come noto, il regime capitalistico si fonda sulla proporzione tra la forza di voto e la partecipazione azionaria. Tale connessione assicura, almeno quando il fenomeno dell'assenteismo in assemblea è marginale, che le delibere siano approvate con il voto favorevole di soci rappresentanti la maggioranza del capitale. Le ragioni per cui questo sistema decisionale è in grado di assicurare il buon funzionamento dell'impresa societaria sono molteplici. In primo luogo — si suole osservare — i soci rappresentanti la maggioranza del capitale hanno maggiore attitudine ad agire nell'interesse collettivo. Chi più rischia, perché ha un numero maggiore di azioni e risente quindi più degli altri delle loro oscillazioni di valore, ha anche un maggiore interesse a massimizzare la capacità della società di generare ricchezza, in quanto, da un lato, riceve una quota maggiore dei benefici derivanti da scelte remunerative; e, dall'altro lato, subisce in misura maggiore i costi di scelte inefficienti.[...] In secondo luogo, un sistema di voto proporzionale favorisce l'assunzione del controllo da parte dei soci aventi le partecipazioni più elevate. È infatti raro che gli azionisti minori, riuniti insieme, riescano a dar vita a una coalizione maggioritaria.*" (LA SALA, G. P. *Principio capitalístico e voto non proporzionale nella società per azioni*. Torino: G. Giappichelli, 2011. p. 31-32.).

[24] COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009*, conforme alterada pela Instrução CVM nº 586, de 8 de junho de 2017. Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst480.html>. Acesso em: 6 jun. 2018.

como meio de permitir que os controladores monetizem seus interesses econômicos sem reduzir o poder de controle.

Porque os acionistas concordam e, muitas vezes, preferem a estrutura de capital social composta por duas classes (ou espécies) de ações para investir será objeto de análise mais adiante.

# 3 A IGUALDADE ENTRE OS ACIONISTAS

Em complemento e aliado ao princípio da proporcionalidade, verifica-se a igualdade dos acionistas, a quem – objetivamente – devem ser atribuídos os mesmos poderes e deveres.

A previsão legal de classes e espécies de ações distintas, todavia, evidencia o caráter não irrefutável de tal princípio, garantindo a igualdade de tratamento para acionistas iguais (ou seja, titulares de ação de uma mesma espécie e classe)[25].

A igualdade de direitos é conferida, então, aos acionistas detentores da mesma espécie e classe de ações, sendo essa uma característica essencial da companhia.[26]

Da mesma forma que o princípio da proporcionalidade, o princípio da igualdade entre os acionistas admite muitas exceções.

Sobre o assunto, a professora Juliana Krueger Pela disserta: "*Esse princípio, porém, não é absoluto. Ele é mitigado pela existência de diferentes espécies e classes de ações. Assim, em diversos ordenamentos jurídicos, há previsão de que aos acionistas titulares de ação de uma mesma espécie e classe devem ser garantidos direitos idênticos*."[27]

Apesar dessa conjuntura do ordenamento pátrio – e mesmo sem desconhecê-la – não são poucos os críticos das ações preferenciais sem direito de voto (como violadora do princípio da igualdade entre os acionistas) e defensores da equidade entre todos os sócios, independentemente da classe ou espécie de ações de que sejam titulares, conforme se verá a seguir.

---

[25] Cf. as regras previstas nos artigos 109, § 1º, e 111 da Lei nº 6.404/76.

[26] Os ilustres juristas Bulhões e Pedreira ao discorrerem sobre a igualdade dos direitos das ações de cada classe: "*Essa norma legal preserva a natureza das ações como títulos de massa, cuja negociação em bolsa ou em mercado de balcão organizado pressupõe valores mobiliários que confiram os mesmos direitos a fim de assegurar a definição do mesmo padrão de valor para todas as ações de cada classe da companhia*" (LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Direito das companhias*. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 174.)

[27] PELA, Juliana Krueger. *As golden shares no direito brasileiro*. São Paulo: Quartier Latin, 2012. p. 87.

# CAPÍTULO II
# ESTRUTURA DO CAPITAL SOCIAL DAS SOCIEDADES POR AÇÕES: A CHAMADA COMPOSIÇÃO POR "DUAS ESPÉCIES DE AÇÕES" ("DUAL CLASS")

A existência de estruturas de capital social compostas por espécies e classes de ações diversas - as consideradas estruturas de capital social "duas class" – evidenciam a preferência por fundamentos econômicos a preceitos de proporcionalidade e igualdade democrática defendidos por certos estudiosos do direito societário.

Nesse contexto, as estruturas de capital social plurais desempenham papel instrumental para a economia e evidenciam o principal objetivo perseguido pelas companhias: o lucro.

Os vários perfis de proprietários das sociedades viabilizados pela estrutura "dual class" demonstra que o voto não é essencial para aqueles que preferem dispensar tal direito ou ônus, focados unicamente no recebimento do retorno de seus investimentos.

Em diversas jurisdições, a legislação societária atenta à realidade econômica possui arcabouço jurídico amplo, viabilizando as diversas formas de organização da estrutura de capital social das companhias, conforme será visto a seguir.

Mais especificamente no Brasil, não obstante a existência de ações preferenciais sem direito de voto, há quem defenda a ampliação das formas de organização de estrutura de capital social; por exemplo, através da possibilidade de atribuição de voto plural a determinada classe de ações como forma de viabilizar e recuperar companhias[28].

[28] Sobre o assunto, ver artigo de autoria do advogado Francisco Müssnich: MÜSSNICH, Francisco. Voto Plural: quebrando paradigmas. *Valor Econômico*. 15 dez. 2017. Disponível em: <https://www.valor.com.br/legislacao/5228253/voto-plural-quebrando-paradigmas>. Acesso em: 13 nov. 2018.

# 4 FORMAS DE ORGANIZAÇÃO DA ESTRUTURA DO CAPITAL SOCIAL NAS SOCIEDADES POR AÇÕES

As sociedades por ações são reconhecidamente o tipo jurídico societário mais sofisticado de organização empresarial no Brasil.

As características e a natureza da sociedade anônima, tais como dispostas na Lei das Sociedades por Ações, evidenciam a função primordial deste tipo jurídico societário, qual seja, a promoção e o desenvolvimento do mercado primário de valores mobiliários no Brasil, com vistas à formação de capital da sociedade brasileira através da captação da poupança pública[29].

Nesse contexto, pode-se afirmar que as formas de organização da estrutura de capital social nas sociedades por ações – em regra, opções abertas para as empresas, que as adotam se e quando julgarem conveniente[30] - são fruto

[29] Cf. discorre o professor e ex-Ministro da Fazenda Mário Henrique Simonsen em palestra proferida à Comissão de Economia da Câmara dos Deputados em 19.08.1976 (sobre o projeto da Lei nº 6.404/76): "*O principal fator de fortalecimento da empresa privada deve residir no estabelecimento de novos mecanismos para sua capitalização. De fato, um diagnóstico sumário de nosso mercado financeiro mostra que existem inúmeras fontes de empréstimo, mas ainda poucas de capitalização. A consequência é que várias empresas financiam suas inversões por uma estrutura de proporções inadequadas, com excesso de endividamento e escassez de capital. É intenção do Governo modificar progressivamente esse quadro, aumentando a parcela da poupança nacional dirigida ao mercado de ações. Esse objetivo não poderá advir de um tratamento paternalista para um pequeno grupo de eleitos, mas do desenvolvimento de um novo espírito associativo dos empresários, entre si e com a poupança popular e institucional. A exemplo de outros países, o grande capitalismo constrói-se pela aglomeração de poupanças através do mercado de ações. O projeto de lei das sociedade por ações e o da Comissão de Valores Mobiliários, ora em discussão no congresso nacional, constituem importantes instrumentos para a capitalização da empresa privada*." MINISTÉRIO DA FAZENDA. *Os projetos de Lei das Sociedades por Ações e da Comissão de Valores Mobiliários – Palestra Proferida pelo Ministro da Fazenda Mário Henrique Simonsen.* Brasília, p. 1. 1976 apud PITTA, André Grünspun. *Aspectos jurídicos do processo de formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários:* As alternativas de organização e capitalização das sociedades empresárias. Tese (Doutorado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2017. p. 144. No mesmo sentido, os autores do anteprojeto de lei que veio a se tornar a Lei nº 6.404/76, A. Lamy Filho e J. L. Bulhões Pedreira dissertam sobre os princípios norteadores da edição da referida Lei: "*O Anteprojeto não foi elaborado como um exercício de técnica jurídica, mas com o fim prático de modificar determinados padrões de comportamento e estruturas sociais. Por isso, na apreciação de seu sistema, assim como de cada um de seus dispositivos e soluções, um dos principais critérios de julgamento há de ser a sua funcionalidade, no quadro da realidade brasileira atual, como instrumento para atingir seu objetivo maior – de criar um mercado primário de ações*." LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A lei das S.A. (pressupostos, elaboração, aplicação)*. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1997. v.1. p. 148.

[30] Nesse sentido, afirma Tavares Borba: "*Pode-se afirmar que a Lei nº 6.404/76 oferece cinco linhas básicas de orientação, quais sejam: 1ª) a da proteção dos acionistas minoritários; 2ª) a da*

do objetivo perseguido de fortalecimento do mercado de capitais brasileiro, indispensável à sobrevivência da empresa privada naquela fase da economia nacional e que perdura até os dias de hoje.

Sendo assim, a Lei das S.A. proporciona ampla liberdade para o empresário selecionar os valores mobiliários que melhor se adequem ao tipo de empreendimento e às condições do mercado em que atua, num grande espectro de alternativas que vão da disciplina das ações - com ou sem valor nominal - ordinárias, preferenciais ou de fruição, à criação das várias espécies de debêntures, bônus de subscrição e partes beneficiárias (embora estas com limitações).[31]

Com base na diversidade de instrumentos e espécies de valores mobiliários colocados à disposição das sociedades anônimas, estas se valem das mais diferentes formas para estruturação de seu capital social, como, por exemplo, estruturas piramidais de controle[32] ou criação de ações de espécies ou de classes

---

*responsabilização do acionista controlador;* ***3ª) a da ampla diversificação dos instrumentos postos na lei, à disposição dos acionistas, para serem, ou não, adotados pela sociedade****; 4ª) a da diferenciação entre companhia aberta e fechada; 5ª) a da definição dos interesses fundamentais que a sociedade anônima representa [...]*" (destaquei). (BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito Societário*. 8. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2003. p. 133.)

[31] Se, por um lado, a Lei das Sociedades por Ações propicia variadas formas de estruturação do capital social das sociedades anônimas, por outro lado, a economia e organização internas das sociedades anônimas estão limitadas por uma estrutura básica de "poderes-funções" rígida e regras estritas de responsabilidades dos administradores de direito e de fato (o acionista controlador) estabelecidas na Lei que devem ser observadas pelas companhias. Como afirma a professora Rachel Sztajn: "*Não se resume a descrição tipológica em dizer que o capital é representado por ações e que há limitação da responsabilidade dos sócios ao valor das ações subscritas. Inconscientemente, os elementos definidores mais marcantes são integrados por outras características, que decorrem da observação empírica das várias sociedades concretas e que têm a ver com a possibilidade da livre negociação das ações, a mecânica do controle, quebrando o mito de que a sociedade anônima apresenta uma organização semelhante a de um Estado democrático, sendo o poder exercido, igualmente, por todos os seus membros. [...] Mister dar maior garantia aos participantes da sociedade que são meros investidores e que, através de mecanismos de mercado, aportam recursos a ela, do que àqueles que conhecem os demais acionistas e são parte do grupo de pessoas, por vezes pequeno, que se manifesta e domina ou deseja dominá-la*." (SZTAJN, Rachel. *Contrato de sociedade e formas societárias*. São Paulo: Saraiva, 1989. p. 77-78.).

[32] Nesse sentido, A. Berle e G. Means afirmam: "*In the effort to maintain control of a corporation without ownership of a majority of its stock, various legal devices have been developed. Of these, the most important among the very large companies is the device of "pyramiding." This involves the owning of a majority of the stock of one corporation which in turn holds a majority of the stock of another - a process which can be repeated a number of times.*" (BERLE, Adolph A.; MEANS, Gardiner C. *The Modern Corporation and Private Property*. 2. ed. New York: Transaction Publishers, 1991. p. 69.).

distintas com direitos políticos diferenciados que se mostram absolutamente legítimas.

Importante ressaltar que a variedade de características e formas de organização do capital social colocadas à disposição das sociedades de capitais, como é o caso das sociedades por ações, decorre mesmo das exigências da prática empresarial verificadas ao longo do tempo. Enquanto o lema uma ação, um voto em voga resiste à possibilidade da presença de acionistas “desiguais” nas companhias, os participantes do mercado demonstraram que – muitas vezes – não estão interessados no controle da sociedade e desejam mesmo ser titulares passivos de papéis que lhes tragam apenas bons retornos financeiros.

Nesse contexto, foram criadas as ações preferenciais sem direito de voto, como mais uma forma de organização da estrutura de capital nas sociedades por ações, como esclarece a professora Rachel Sztajn[33]: “Reconhece-se que muitos acionistas não desejam participar da administração da sociedade, nem mesmo votando nas assembleias gerais. Daí a criação de ações sem direito de voto”.

A estrutura de capital social composta por “dual class” de ações que será tratada a seguir é, portanto, apenas uma das formas de organização possível do capital social das companhias no Brasil.

## 4.1 O CONCEITO “DUAL CLASS”

Não obstante o objeto do presente estudo seja evidenciar a estrutura de capital social no Brasil formada por ações preferenciais tratando, portanto, de duas espécies de ações e não de classes distintas, a adoção da terminologia alienígena “dual class”, com a devida vênia, se justifica, já que é também amplamente conhecida pelos agentes de mercado e no meio jurídico brasileiro quando o assunto são as ações preferenciais, conforme se verá a seguir.

[33] SZTAJN, Rachel. *Contrato de sociedade e formas societárias*. São Paulo: Saraiva, 1989. p. 74.

A estrutura “dual class” adotada por diversas companhias ao redor do mundo corresponde à possibilidade de emissão de ações com direitos diferentes por uma mesma sociedade. Sobre o assunto[34]:

> Em síntese, o capital social composto por duas classes ou espécies de ações é um instrumento de propriedade, pelo qual a sociedade objeto emite duas ou mais classes ou espécies de ações para serem negociadas em bolsa. Normalmente, em uma classe de ações predomina o princípio uma ação, um voto (ou seja, ações ordinárias), enquanto às demais são atribuídas vantagens patrimoniais como, por exemplo, prioridade no recebimento de dividendos, em contrapartida a ausência do direito de voto (ou seja, ações preferenciais). (tradução nossa).

Nesse sentido, o conceito “dual class” será abordado neste trabalho como fonte de capital próprio, que corresponde aos recursos aportados pelos sócios para a composição do capital próprio da empresa e que possuem participação no lucro independentemente de sua denominação. Tal conceito difere das denominadas *preferred shares* reconhecidas nos Estados Unidos por se tratarem de títulos de quase dívida, uma vez que dão direito apenas ao pagamento de uma remuneração fixa sem a possibilidade de participação nos lucros excedentes ao dividendo fixo.

A estrutura “dual class” adotada nos Estados Unidos permite a atribuição de múltiplos votos a uma determinada classe de ações (diferentemente do que acontece no Brasil que não permite a atribuição de mais de um voto por ação[35]), e visa à separação entre direitos patrimoniais e políticos, de modo a permitir que acionistas controladores que disponham de pouco recurso para

---

[34] No original: “*In short, a dual-class share is an ownership device where the focal firm issues two or more class of publicly trade shares. Usually, in one class of stock the one share-one vote prevails (i.e., ordinary or common shares), while in the others, there is a preferred position on economic rights, for example, priority over common stock in the payment of dividends, alongside no voting rights (i.e., preferred shares).*” (CASTRO, Luiz Ricardo Kabbach de; CLADERA, Rafel Crespí; AGUILERA, Ruth V. *Corporate ownership in Latin American firms*: a comparative analysis of dual-class shares. May 31, 2012, p. 4. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2071217>. Acesso em: 16 maio 2018)

[35] Art. 110 [...]
§ 2º É vedado atribuir voto plural a qualquer classe de ações. (BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. *Dispõe sobre as Sociedades por Ações*. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm>. Acesso em: 03 mar. 2018.)

investir, ao mesmo tempo em que mantenham o controle da companhia, possam acessar o mercado de capitais para financiamento adicional[36].

No Brasil, a estrutura “dual class” se materializa pela emissão das ações preferenciais disciplinadas na Lei das S.A.

Considerando que a adoção de tal estrutura por uma companhia permite a separação dos direitos patrimoniais e políticos entre os acionistas, a propriedade e o controle podem ser segregados de tal maneira, que o controle é assegurado com (em certas ocasiões muito) menos participação acionária do que em uma sociedade composta apenas por uma classe ou espécie de ações, em que o controle “majoritário” – geralmente – é exercido com participação acionária de, pelo menos, 50% (cinquenta por cento) mais uma ação com direito de voto. Como as diversas legislações disciplinam e se utilizam desta estrutura “dual class” é matéria a ser analisada nos próximos capítulos.

[36] DEANGELO, H.; DEANGELO, L. Managerial ownership of voting rights: a study of public corporations with dual classes of common stock. *Journal of Financial Economics*, 14 (1985), 33-69. North-Holland. p. 38. Disponível em: <http://schwert.ssb.rochester.edu/f423/JFE85_DD.pdf>. Acesso em: 5 abr. 2018.

# 5 UMA VISÃO GERAL SOBRE A UTILIZAÇÃO DA ESTRUTURA "DUAL CLASS"

A estrutura de composição do capital social por duas espécies ou classes de ações é uma tendência crescente entre as companhias abertas ao redor do mundo.

No Estados Unidos, por exemplo, mais de 13,5% das 133 companhias listadas nas bolsas de valores norte-americanas em 2015 possuíam a estrutura "dual class" em comparação com, apenas, 1% em 2005, segundo dados da empresa de consultoria baseada em Londres, a Dealogic[37].

As companhias com espécies ou classes de ações distintas são também bastante comuns em outras jurisdições ao redor do mundo. Uma pesquisa coordenada, em 2007, pelo ISS (*Institutional Shareholder Services*), uma das maiores empresas de *proxy advisory* do mundo, sobre a proporcionalidade entre a propriedade e o controle nas companhias listadas nas bolsas de valores da União Europeia, revelou que 17% do total das companhias objeto do estudo adotavam ações com direito de voto múltiplo ou voto plural, enquanto 6% do total utilizavam-se das ações preferenciais sem direito de voto[38].

No Brasil, a discussão sobre a criação das ações preferenciais remonta ao final do século XIX, mais especificamente o ano de 1898, em que foi dirigida consulta aos juristas Visconde de Ouro Preto e Rui Barbosa pelo advogado paulista Oliveira Penteado sobre a legalidade da criação das "ações de prioridade" por parte da Companhia dos Fazendeiros de São Paulo, que obteve resposta afirmativa. Na sequência, seguiram-se diversos debates em relação à possibilidade

---

[37] SOLOMON, S. Shareholders Vote with Their Dollars to Have Less of a Say. *The New York Times*: DealBook, 4 Nov. 2015. Disponível em: <https://www.nytimes.com/2015/11/05/business/dealbook/shareholders-vote-with-their-dollars-to-have-less-of-a-say.html>. Acesso em: 1 maio 2017.

[38] INSTITUTIONAL SHAREHOLDER SERVICES et. al. *Report on the Proportionality Principle in the European Union* 15, p. 38-40, 18 May 2007. Disponível em: <http://www.ecgi.org/osov/documents/final_report_en.pdf>. Acesso em: 1 maio 2017.

de emissão desta espécie de ação por parte da Caixa de Liquidação de São Paulo e a esse respeito, veja-se os ensinamentos do i. professor Ernesto Leme[39]:

> Tais pronunciamentos deram ensejo a diversos debates doutrinários, com destaque para o aumento de capital da Caixa de Liquidação de São Paulo, em 1926, o qual deveria ser totalmente subscrito pelos seus credores. Desta vez, foram consultados J.X. Carvalho de Mendonça, Francisco Morato, Luiz Barbosa da Gama Cerqueira, Spencer Vampré e Waldemar Ferreira, prevalecendo o entendimento favorável à emissão de ações preferenciais.

Em janeiro de 2018, o número de companhias brasileiras que possuíam valores mobiliários negociados nos segmentos especiais da B3 – Brasil, Bolsa, Balcão que admitem a estrutura *dual class* representava, aproximadamente, 23% do total de emissores listados nos segmentos especiais de listagem da B3 – Brasil, Bolsa, Balcão - Bovespa Mais, Bovespa Mais Nível 2, Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1[40].

Considerando tal cenário, este Capítulo pretende traçar um panorama sobre a utilização da estrutura *dual class* nas diversas jurisdições, conforme será visto a seguir.

## 5.1 O MODELO AMERICANO: AS SUPER-AÇÕES

Interessante notar que Brasil e Estados Unidos abordam de forma bastante diferente a estrutura da composição acionária do capital social de suas companhias. A princípio, vale notar que as companhias americanas[41] são caracterizadas, tipicamente, por um capital disperso, sem a figura de um acionista (ou grupo de) que detenha o controle acionário da sociedade, enquanto empresas

---

[39] LEME, Ernesto. *Das Acções Preferenciaes nas Sociedades Anonymas*. São Paulo: Saraiva, 1933. p. 23.

[40] Cf. informações disponibilizadas pela B3 – Superintendência de Regulação, Orientação e Enforcement de Emissores. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/>. Acesso em: 26 jan. 2018.

[41] A expressão “companhias americanas” será utilizada para se referir a companhias listadas nas Bolsas de Valores norte-americanas (NYSE, AMEX e NASDAQ), e não necessariamente a companhias com origem nos Estados Unidos.

brasileiras[42] possuem, em sua maior parte, capital concentrado, com a presença de um acionista controlador[43].

Adicionalmente, o tema é regulado de forma distinta nas duas jurisdições:

(i) enquanto as ações preferenciais sem direito de voto estão expressamente disciplinadas na Lei das S.A., não existe regulamentação legal desta espécie de ações nos Estados Unidos; e

(ii) a estrutura "dual class" americana permite a atribuição de múltiplos votos a uma determinada classe de ações (e não espécie de ações), diferentemente do que acontece na legislação brasileira que não admite a atribuição de mais de um voto por ação ou o chamado voto plural.

Em relação à primeira distinção, é necessário esclarecer que as *"preferred shares"* são instrumentos híbridos que combinam características de dívida e de *equity*. "*Costumam possuir dividendos fixos com senioridade sobre as 'common stocks', porém pagos depois dos títulos considerados dívida. Podem possuir algum direito residual sobre a companhia, valor de face e direitos de voto caso os dividendos não sejam pagos*"[44]*.*

Quanto à estrutura de capital social "dual class" norte-americana, verifica-se que esta se caracteriza pela presença de super-ações. Nesta configuração, a sociedade emite duas classes distintas de ações, uma que respeita o princípio uma ação, um voto e a outra que cumula diversos votos por ação (normalmente 10 votos por ação).

No Brasil, conforme mencionado acima, a atribuição de voto plural é vedada pela legislação societária. De acordo com o professor Carvalhosa "*o voto*

---

[42] Igualmente, a expressão "empresas brasileiras" e afins designa companhias listadas na Bolsa de Valores brasileira (B3 – Brasil, Bolsa, Balcão), independentemente da origem brasileira.

[43] O presente estudo não tem a pretensão de definir o que seja controle ou poder de controle, tema tão complexo e, certamente, capaz de servir de objeto de estudo específico.

[44] COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Alavancagem em Fundos de Investimento*, jul. 2016. p 10. Disponível em <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/acesso_informacao/serieshist/estudos/anexos/Paper_Alavancagem__FINAL270716.pdf>. Acesso em: 28 maio 2017.

*plural é privilégio atribuído a determinadas ações, representado por um maior número de votos em relação às demais ações emitidas pela companhia*"[45].

A possibilidade de atribuição de múltiplos votos a cada ação e da listagem destas companhias nas bolsas de valores norte-americanas, em especial NASDAQ e NYSE, sofistica o mercado e garante maior flexibilidade na criação e implementação das estruturas "dual class" nos Estados Unidos.

Mas nem sempre foi assim. Até meados da década de 80, a NYSE proibia a listagem de companhias com ações sem direito de voto ou com direitos de voto desproporcionais. Esta decisão veio em resposta ao clamor público, inspirado inicialmente pelo economista da Universidade de Harvard - William Ripley, defensor da bandeira "uma ação, um voto" e contrário à emissão de ações sem direito de voto ou com votos múltiplos por diversas companhias americanas promissoras, incluindo Dodge Brothers. A NYSE sustentava que sua política de uma ação - um voto estava fundada no "comprometimento de longo prazo para incentivar altos padrões de democracia corporativa […] e prestação de contas aos acionistas" [46] (tradução nossa).

Em 1984, pressionada pela competição de outras bolsas de valores que permitiam a listagem de companhias com duas classes de ações (como era o caso da NASDAQ), a NYSE reviu seus regulamentos e passou a permitir o ingresso de companhias com tal estrutura de capital social. A respeito da pressão sofrida pela NYSE para alterar sua regra de negociação baseada na estrutura de capital social "one share, one vote", vide recente artigo publicado no *website* da Harvard Law School Forum[47]:

---

[45] CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei das sociedades anônimas*. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2011. v. 2. p. 446-447.

[46] No original: "*long-standing commitment to encourage high standards of corporate democracy (…) and accountability to shareholders*". (SELIGMAN, Joel. Equal Protection in Shareholder Voting Rights: The One Common Share, One Vote Controversy. *The George Washington Law Review*. Washington: The George Washington University, v. 54, 1985-1986.).

[47] No original: "*The problem of dual-class stock is not new. In the 1920s, many companies went public with dual-class share structures that limited 'common' shareholders' voting rights. But after the Great Depression, the NYSE - the dominant exchange at the time - adopted a 'one share, one vote' rule that guided our national securities markets for decades. It was only in the corporate takeover era of the 1980s that dual-class stock mounted a comeback, with executives receiving stock that gave them voting power far in excess of their actual ownership stake. Defense-minded corporate executives left, or threatened to leave, the NYSE for the NASDAQ's or the American Exchange's rules, which permitted dual-class stock. In a race to the bottom, the NYSE suspended*

> A questão em torno da estrutura composta por “duas classes” de ações não é recente. Na década de 1920, diversas companhias abriram seu capital com a estrutura dual class que limitava os direitos de voto dos acionistas ordinários. Contudo, após a Grande Recessão, a NYSE - principal bolsa de valores mobiliários norte-americana na época - adotou a regra de “uma ação, um voto” que orientou o mercado de capitais nacional por décadas. Foi somente na era das aquisições de ações (takeover) em meados de 1980, que as companhias com capital social composto por duas “classes” de ações ressurgiram, com executivos recebendo ações que lhes concediam direitos de voto muito superiores do que a participação acionária que efetivamente detinham nas companhias. Os executivos favoráveis à composição dual class se retiraram ou ameaçaram se retirar da NYSE para se listarem na Nasdaq ou na American Exchange, cujos regulamentos permitiam a listagem de duas classes de ações. Em 1984, a NYSE recuou e suspendeu a aplicação da regra “uma ação, um voto”. Embora várias companhias tenham adotado ou mantido a estrutura dual class, elas definitivamente se mantiveram como minoria. Dentre elas, destacam-se as grandes companhias de mídia que perpetuam o controle e supervisão gerencial de uma determinada família ou dinastia editorial, como o The New York Times, CBS, Clear Channel, Viacom e News Corp. (tradução nossa).

A decisão dos órgãos reguladores e das bolsas de valores norte-americanas de permitir o uso de estruturas “dual class” por companhias em processo de abertura de capital (IPO) não encerrou, todavia, a controvérsia sobre a conveniência desta prática.

A empresa Google Inc., por exemplo, ao anunciar - em 2004 - seu IPO com a emissão de duas classes de ações[48], sofreu forte oposição de investidores

---

*enforcement of its one share, one vote rule in 1984. While numerous companies have since adopted or retained dual-class structures, they remain definitively in the minority. Prominent among such outliers are large media companies that perpetuate the managerial oversight of a particular family or a dynastic editorial position, such as The New York Times, CBS, Clear Channel, Viacom, and News Corp*.” (NICHOLAS, Blair; MARSH, Brandon. Dual-Class: The Consequences of Depriving Institutional Investors of Corporate Voting Rights. *Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*, May 17, 2017. Disponível em: <https://corpgov.law.harvard.edu/2017/05/17/dual-class-the-consequences-of-depriving-institutional-investors-of-corporate-voting-rights/#more-87631>. Acesso em: 4 out. 2018.)

[48] Sobre esse tema, vale a leitura da carta dos fundadores do Google, que funciona como um manual para os acionistas da companhia, incluída no *Registration Statement S-1* (documento similar ao formulário de referência no Brasil) disponível no site da SEC, que ao tratar da estrutura acionária dispõe: “Google has prospered as a private company. **We believe a dual class voting structure will enable Google, as a public company, to retain many of the positive aspects of being private. We understand some investors do not favor dual class structures. Some may believe that our dual class structure will give us the ability to take actions that benefit us, but not Google's shareholders as a whole.** We have considered this point of view carefully, and we and the board have not made our decision lightly. We are convinced that everyone associated with Google - including new investors - will benefit from this structure. However, you should be

institucionais, seus assessores e defensores das boas práticas de governança corporativa.

Atualmente o capital social do Google Inc. é composto por ações Classe A que atribuem a seus titulares o direito a um voto por ação, por ações Classe B que atribuem dez votos por ação e por ações Classe C que não atribuem direitos de voto a seus titulares. Em 31 de dezembro de 2017, os fundadores do Google Inc. - Sergey, Larry e Eric – detinham, aproximadamente, 92,7% das ações Classe B (e nenhuma ação Classe A), o que permite a manutenção do controle da companhia nas mãos dos fundadores com uma participação de, aproximadamente, 56,7% no capital votante[49].

aware that Google and its shareholders may not realize these intended benefits. […] We believe we have a world class management team impassioned by Google's mission and responsible for Google's success. We believe the stability afforded by the **dual class structure will enable us to retain our unique culture and continue to attract and retain talented people who are Google's life blood**. Our colleagues will be able to trust that they themselves and their labors of hard work, love and creativity will be well cared for by a company focused on stability and the long term […] (grifei). SECURITIES EXCHANGE COMISSION (SEC). *Amendment No. 9 to Form S-1 Registration Statement*. Google Inc. 18 August 2004. Registration No. 333-114984. Disponível em: http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1288776/000119312504142742/ds1a.htm#toc59330_1. Acesso em: 1 dez. 2016.

[49] Os dados foram retirados do *Form-10K* (espécie de formulário com informações relevantes de companhias abertas que deve ser apresentado à *Securities Exchange Comission – SEC*, nos Estados Unidos) do Google referente ao exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2017. É interessante o fator de risco apontado pela companhia sobre a concentração do poder político no Google: "***The concentration of our stock ownership limits our stockholders' ability to influence corporate matters.*** *Our Class B common stock has 10 votes per share, our Class A common stock has one vote per share, and our Class C capital stock has no voting rights. As of December 31, 2017, Larry, Sergey, and Eric beneficially owned approximately 92.7% of our outstanding Class B common stock, which represented approximately 56.7% of the voting power of our outstanding capital stock. Larry, Sergey, and Eric therefore have significant influence over management and affairs and over all matters requiring stockholder approval, including the election of directors and significant corporate transactions, such as a merger or other sale of our company or our assets, for the foreseeable future. In addition, because our Class C capital stock carries no voting rights (except as required by applicable law), the issuance of the Class C capital stock, including in future stock-based acquisition transactions and to fund employee equity incentive programs, could prolong the duration of Larry and Sergey's current relative ownership of our voting power and their ability to elect all of our directors and to determine the outcome of most matters submitted to a vote of our stockholders. Together with Eric, they would also continue to be able to control any required stockholder vote with respect to certain change in control transactions involving Alphabet (including an acquisition of Alphabet by another company). This concentrated control limits or severely restricts our stockholders' ability to influence corporate matters and, as a result, we may take actions that our stockholders do not view as beneficial. As a result, the market price of our Class A common stock and our Class C capital stock could be adversely affected.*" SECURITIES EXCHANGE COMISSION (SEC). *Form 10-K*. Google Inc., 2017. Disponível em: <https://abc.xyz/investor/pdf/20171231_alphabet_10K.pdf>. Acesso em: 2 out. 2018.

Outras empresas de tecnologia seguiram esse mesmo modelo com a percepção de que o *know how* detido pelos acionistas fundadores é fundamental para a implementação de estratégias de longo prazo na companhia e, por outro lado, para proteger a confiança do investidor que está interessado tão somente em valorizar suas ações e no recebimento do dividendo a que tem direito. Esse foi o caso das empresas Zynga, Facebook, Linkedin, Groupon, Snap and Trip Advisor[50].

De toda forma, vale notar que antes disso diversas outras companhias norte-americanas já utilizavam tal estrutura, como é o caso das empresas jornalísticas The New York Times, Washington Post e Dow Jones, com o objetivo de preservar a integridade editorial e isolar o seu conteúdo das pressões do mercado[51]:

> Em primeiro lugar, nosso modelo prevê que os IPOs de companhias que contemplam duas "classes" de ações têm maior probabilidade de ocorrer em setores em que uma parcela significativa de valores pode ser gerada por investimentos com objetivos estratégicos de longo prazo, ignorando as tendências de mercado de curto prazo. Um exemplo de tal setor é a indústria de jornais, em que a independência editorial precisa ser resguardada, e a cultivação de uma clientela específica a longo prazo (ignorando benefícios de curto prazo) pode ser essencial: por exemplo, leitores politicamente liberais no caso do New York Times Co. e leitores politicamente conservadores no caso da Dow Jones and Co. (proprietária do Wall Street Journal). (tradução nossa).

Desta forma, verifica-se que embora haja intensa oposição de diversas instituições[52], a adoção de duas espécies ou classes de ações é um

---

[50] Segundo o *Wall Street Journal*, em 2011, vinte empresas abriram seu capital com a estrutura *dual class*: CHASAN, Emily. Facebook to Join Ranks of Dual-Class Listings. *Wall Street Journal*. 08 fev. 2012. Disponível em: <http://blogs.wsj.com/cfo/2012/02/08/the-big-number-20/>. Acesso em: 31 jan. 2017.

[51] No original: "*First, our model predicts that dual class IPOs are more likely to be prevalent in industries where a considerable amount of value can be created by making investments in pursuit of long-term strategic goals while ignoring short-term trends. One example of such an industry is the newspaper industry, where editorial independence needs to be protected, and cultivating a particular clientele over the long-run (while ignoring short-run benefits) may be important: e.g., politically liberal readers in the case of the New York Times Co. and politically conservative readers in the case of Dow Jones and Co. (which owns the Wall Street Journal)*". (CHEMMANUR, T. J.; JIAO, Y. Dual class IPOs, share recapitalizations, and unifications: a theoretical analysis, European Corporate Governance Institute (ECGI), *Finance Research Paper Series*, Forthcoming. p. 44. 2006. Disponível em <http://ssrn.com/abstract_id=925236>. Acesso em: 11 abr. 2017.)

[52] Nesse sentido: "*The opposition to dual-class structures has become so widely accepted that it was incorporated in recent documents attempting to identify "minimum" and "consensus" standards of acceptable corporate-governance practices. Such opposition was included in a set of corporate-*

mecanismo comum, que tem sido utilizado pelas companhias norte-americanas, capaz de garantir aos fundadores a permanência no controle com a manutenção de sua visão de longo prazo, ao mesmo tempo em que lhes traz flexibilidade para a utilização do mercado de capitais como fonte de financiamento.

## 5.2 O MODELO EUROPEU

Com base na distinção de princípios da pesquisa conduzida pelo ISS em 2006[53], no que foi denominado de (i) princípio uma ação, um voto (ou *one share, one vote*) ("OSOV"); em oposição ao princípio do direito inerente de auto-organização (ou *inherent right to self organization*) ("IRSO") e no estudo elaborado em 2007 pelo *OECD Steering Group on Corporate Governance*[54], grupo formado por membros representativos de diversos países europeus e da comissão europeia, verificou-se que as ações com múltiplos votos e sem direito de voto, entre outras estruturas societárias, estão amplamente disponíveis para o uso pelas companhias europeias, o que indica que o princípio IRSO está profundamente enraizado nas diversas culturas jurídicas[55].

Interessante notar, no entanto, que embora a maioria das legislações dos países objeto do referido estudo proporcionem relativa liberdade para a adoção de estruturas "dual class", nem todas as companhias decidem adotá-las. Em

---

*governance principles that were put forward by a group of leading executives that included not only CEOs of asset managers but also those of major public companies. Such opposition was also subsequently incorporated in the set of consensus governance principles adopted by a coalition of institutional investors managing in the aggregate more than seventeen trillion dollars*". BEBCHUK, L.; KASTIEL, K. The Untenable Case for Perpetual Dual-Class Stock, *Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*, 24 Apr. 2017. Disponível em: https://poseidon01.ssrn.com/delivery.php?ID=282093115122108084123115097010095069019088031054017090087071094000084096066000068103023026019052022005116113125086104067112106011066028011020099086124116093098022018064089096125068098015007094126095117006090022084064071084066007005118086016123067&EXT=pdf. Acesso em: 1 maio 2017.

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

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

[55] Todos os dados e informações sobre os países europeus analisados ao longo deste capítulo foram extraídos dos estudos ora mencionados.

relação às ações preferenciais sem direito de voto, estas estão disponíveis em 84% dos países que participaram do estudo do ISS, mas são utilizadas, por menos da metade destes países.[56]

Isso pode ser atribuído a diversos fatores, que incluem desde pressões do mercado (por exemplo, a baixa incidência na diferenciação do direito de voto no Reino Unido) até a existência de um ambiente variado para extração de benefícios privados entre as jurisdições. Além disso, tais mecanismos de limitação da proporcionalidade entre o direito de voto e a exposição econômica são, em certa medida, alternativos e, portanto, normalmente não são aplicados de forma concomitante.[57]

Especificamente em relação ao Reino Unido, não há normas que restrinjam ou impeçam a adoção de estruturas alternativas de composição do capital social, dentre elas, a que prevê a emissão pelas companhias de ações sem direito de voto. O que se vê, portanto, é a absoluta autonomia privada[58].

---

[56] "*The chart below illustrates the frequency of occurrence of this CEM [Control Enhancing Mechanisms] in relation to its availability under the law in the European countries that participated in this Study:*

| BE | DE | EE | GR | SP | FR | IE | IT | LU | HU | PL | FI | UK |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 0% | 20% | 0% | 5% | 0% | 0% | 30% | 30% | 5% | 5% | 0% | 0% | 50% |

*Even though widely available, this CEM is used relatively rarely in most countries. In Europe, nonvoting preference shares appear to be most commonly present in the United Kingdom (50% of the analyzed companies use this CEM), Ireland (30% of the analyzed companies use this CEM) and Italy (30% of the analyzed companies use this CEM)*" (INSTITUTIONAL SHAREHOLDER SERVICES. et. al. *Report on the Proportionality Principle in the European Union,* 18 May 2007. p. 27. Disponível em: <http://www.ecgi.org/osov/documents/final_report_en.pdf>. Acesso em: 1 maio 2017)

[57] ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT. *Lack of Proportionality Between Ownership and Control: Overview and Issues for Discussion*, OECD steering group on corporate governance, 2007. p. 4. Disponível em: <http://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/40038351.pdf>. Acesso em: 25 jan. 2018.

[58] Nesse sentido, P. Davies e S. Worthigton afirmam: "*On the whole it is not the present fashion for publicly trade companies to complicate their capital structures by having a large number of shares classes. But, both in the case of public and private companies, there may well be two or three different classes and sometimes more. The division of shares into classes and the rights attached to each class will normally be set out in the company's articles but, in contrast with the Companies Acts of some other common law countries, that is not compulsory*". (DAVIES, Paul L.; WORTHIGTON, Sarah. *Gower and Davies' Principles of Modern Company Law*. 9th ed. London: Sweet & Maxwell, 2012, p. 865)

No âmbito das regras de listagem e admissão à negociação de valores mobiliários em mercados regulamentados, de forma parecida com o que ocorre no Brasil com as normas editadas pela B3 – Brasil, Bolsa, Balcão, as *Listing Rules* editadas pelo *Financial Conduct Authority* no Reino Unido determinam que haja proporcionalidade entre os direitos de voto e a exposição econômica dos acionistas de companhias abertas listadas no segmento *premium*[59], ao passo que entre os princípios para listagem de companhias abertas no segmento tradicional não se aplica tal restrição[60].

No que se refere à França, a legislação é bastante flexível ao permitir arranjos como estruturas piramidais, emissão de ações com duplo ou múltiplos direitos de voto[61], emissão de ações com direito de voto limitado[62] e sem direito de voto, entre outros.

As ações sem direito de voto não podem representar mais da metade do capital social das companhias fechadas e em companhias cujas ações estejam admitidas à negociação em mercados regulamentos, referida limitação é fixada em mais de um quarto do capital social[63].

---

[59] FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY. *Listing Rules*, LR 7 Listing Principles and Premium Listing Principles, 7.2.1A. Disponível em: <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/LR.pdf>. Acesso em: 14 nov. 2018.

[60] FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY. *Listing Rules*, LR 7 Listing Principles and Premium Listing Principles, 7.2.1. Disponível em: <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/LR.pdf>. Acesso em: 14 nov. 2018.

[61] A esse respeito, o *Code de Commerce* veda, a princípio, a emissão de ações com voto plural. O voto duplo passa a ser permitido para acionistas que sejam titulares de ações ordinárias da companhia há pelo menos dois anos (ou outro prazo superior fixado no estatuto social), a fim de beneficiar os acionistas da companhia com visão de longo prazo, desde que expressamente previsto no estatuto social. A partir da reforma introduzida pela Loi nº 2014-384, de 2014, esta passou a ser regra geral para as companhias abertas, exceto se expressamente previsto em sentido contrário no estatuto social das referidas companhias. Na hipótese de transferência das ações pelo acionista, elas perdem essa característica de "voto plural". (FRANÇA. *Code de Commerce*, articles L225-122 et L225-123. Disponível em: <https://www.legifrance.gouv.fr/affichCode.do;jsessionid=C872DE2D5D1BA2E6AB0D003E5E625C0C.tplgfr26s_2?idSectionTA=LEGISCTA000006161273&cidTexte=LEGITEXT000005634379&dateTexte=20181217>. Acesso em: 8 set. 2018)

[62] FRANÇA. *Code de Commerce*, articles L225-125. Disponível em: <https://www.legifrance.gouv.fr/affichCode.do;jsessionid=C872DE2D5D1BA2E6AB0D003E5E625C0C.tplgfr26s_2?idSectionTA=LEGISCTA000006161273&cidTexte=LEGITEXT000005634379&dateTexte=20181217>. Acesso em: 8 set. 2018.

[63] FRANÇA. *Code de Commerce*, article L228-11. Disponível em: <https://www.legifrance.gouv.fr/affichCode.do;jsessionid=C872DE2D5D1BA2E6AB0D003E5E625C0C.tplgfr26s_2?idSectionTA=LEGISCTA000006161273&cidTexte=LEGITEXT000005634379&dateTexte=20181217>. Acesso em: 8 set. 2018.

Uma considerável reforma e flexibilização da legislação societária ocorreu na Itália em 2003, a partir do *Decreto legislativo 17 gennaio 2003, nº 6*. As alterações no Código Civil italiano resultaram em ampla liberdade de estruturação de capital social para as companhias fechadas, incluindo mecanismos de dissociação do poder político e privilégio econômico, como a possibilidade de emissão e utilização de ações com direito de voto limitado. Para as companhias de capital aberto, referidas alterações foram menos significativas, mas foram concedidas maiores liberdades para projetar com precisão os direitos das "ações com direito de voto limitado" (ações sem direito de voto ou ações preferenciais em outras legislações).[64]

O i. jurista italiano G.P. La Sala, ao tratar da reforma da legislação italiana, que teve por objetivo propiciar o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários italiano, a partir do financiamento das companhias através do mercado de capitais, afirma[65]:

> O ambiente regulatório tornou-se muito mais complexo depois da reforma de 2003. O forte aumento da autonomia privada resultou na possibilidade efetiva de derrogação tanto da proporcionalidade entre a contribuição e a participação quanto da proporcionalidade entre a medida de participação e os direitos sociais. O efeito combinado dessas duas derrogações levou uma parte substancial da doutrina a afirmar que, na disciplina reformada, o princípio capitalista teria assumido um valor meramente dispositivo e residual. Na realidade, a partir de uma avaliação cuidadosa e individual dos institutos que devem legitimar essa conclusão, não surge nenhuma estrutura sistemática orientada unicamente para a superação integral de qualquer relação entre poder de voto e

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

[65] No original: "Il quadro normativo è divenuto molto più articolato dopo la riforma del 2003. Dal forte incremento dell'autonomia privata è scaturita infatti la possibilità di derogare sia alla proporzionalità tra il conferimento e la partecipazione, sai alla proporzionalità tra la misura della partecipazione e i diritti sociali. L'effetto combinato di queste due deroghe ha portato una parte consistente della dottrina ad affermare che nella disciplina riformata il principio capitalistico avrebbe oramai assunto un valore meramente dispositivo e residuale. In realtà, da uma valutazione attenta dei singoli istituti che dovrebbero legittimare questa conclusione non emerge una trama sistematica orientata in modo univoco verso l'integrale superamento di ogni relazione tra la forza di voto e la partecipazione sociale. Emerge piuttosto, in aderenza all'approccio metodologico analitico poc'anzi dichiarato, che il principio capitalistico ha conservato un grado di cogenza di portata variabile in base al tipo di deviazione programmata." (LA SALA, G. P. *Principio capitalístico e voto non proporzionale nella società per azioni*. Torino: G. Giappichelli, 2011. p. 100.).

> participação social. Em vez disso, em conformidade com a abordagem metodológica analítica anteriormente mencionada, o princípio capitalista manteve um grau de cogência de alcance variável baseado no tipo de desvio programado. (tradução nossa).

Nesse sentido, o *Codice Civile* italiano prevê que os estatutos sociais das companhias italianas podem prever a criação de ações sem direito de voto, com direito de voto limitado a determinadas matérias e com direitos de voto condicionados à ocorrência de eventos particulares, sendo que tais ações não devem exceder à metade do capital social.[66]

As ações sem direito de voto foram devidamente reguladas pelo *Testo Unico dela Finanza* italiano sob a denominação de *azioni di risparmio*[67] (também em decorrência da reforma de 2003) e, à semelhança das ações preferenciais contempladas na Lei das S.A., dispõem de vantagens patrimoniais em relação às ações ordinárias em detrimento do direito de voto, mas, diferentemente do que ocorre no Brasil, podem ser emitidas somente por companhias com ações admitidas à negociação em mercados regulamentados. As condições, limites, modalidades e termos para exercício dos privilégios atribuídos a esta espécie de ações devem ser disciplinados no estatuto social.

A possibilidade de previsão nos estatutos sociais de limitação de votos por acionista e de ações com voto plural (máximo de três votos por ação) para assuntos específicos ou sujeitos à ocorrência de condições particulares não meramente potestativas adveio somente com a reforma introduzida pelo *Decreto legge 24 giugno 2014, nº 90*, sem prejuízo do disposto em lei especial[68].

A lei especial (*Testo Unico*) imediatamente passou a contemplar, em contrapartida, que tais disposições não seriam aplicáveis às companhias com ações admitidas à negociação em mercados regulamentados que não previssem a emissão de ações com direito de voto plural em seus estatutos antes do processo

---

[66] ITÁLIA. *Codice Civile*, art. 2351. Disponível em: <https://www.brocardi.it/codice-civile/libro-quinto/titolo-v/capo-v/sezione-v/art2351.html>. Acesso em: 8 set. 2018.

[67] ITÁLIA. *Testo Unico,* art. 145. Disponível em: <http://www.consob.it/documents/46180/46181/dlgs58_1998.pdf/e15d5dd6-7914-4e9f-959f-2f3b88400f88>. Acesso em: 8 set. 2018.

[68] ITÁLIA. *Codice Civile*: art. 2351, comma così sostituito dall'art. 20, comma 8-bis, D.L. 24 giugno 2014, n. 91, convertito, con modificazioni, dalla L. 11 agosto 2014, n. 116. Disponível em: <https://www.brocardi.it/codice-civile/libro-quinto/titolo-v/capo-v/sezione-v/art2351.html>. Acesso em: 8 set. 2018.

de listagem. Ou seja, somente poderiam manter as ações com voto plural as companhias que, no momento de sua listagem, já previssem ou possuíssem seu capital social formado por ações com direito de voto plural.

Adicionalmente, regra semelhante à do *Code de Commerce* na França foi introduzida pelo *Testo Unico* na Itália no que se refere à possibilidade de majoração de voto (máximo de dois votos por ação) às ações detidas por um acionista de companhia com ações admitidas à negociação em mercados regulamentados, por um período ininterrupto de pelo menos 24 (vinte e quatro) meses, as chamadas "ações fidelidade"[69].

Por fim, no que se refere à Alemanha, as ações com direito de voto múltiplo ou plural[70] são proibidas desde 1937 e as ações com limitação de votos[71] são permitidas apenas às companhias fechadas, sendo que as companhias com ações admitidas à negociação em mercados regulamentados não podem dispor de tal mecanismo[72].

Por outro lado, a utilização de estruturas piramidais pelas companhias alemãs é permitida e a possibilidade de emissão de ações sem direito de voto, à semelhança do que ocorre no Brasil, está prevista na AktG, nesse caso, limitada à metade do capital social[73], embora a adoção de tais mecanismos pelas companhias alemãs não ocorra, internacionalmente, em grande escala[74].

---

[69] ITÁLIA. *Testo Unico,* art. 127-quinquies. Disponível em: <http://www.consob.it/documents/46180/46181/dlgs58_1998.pdf/e15d5dd6-7914-4e9f-959f-2f3b88400f88>. Acesso em: 8 set. 2018.

[70] ALEMANHA. *AktG*, § 12. Disponível em: <http://www.nortonrosefulbright.com/files/german-stock-corporation-act-147035.pdf>. Acesso em: 16 nov. 2017.

[71] ALEMANHA. *AktG*, § 134. Disponível em: <http://www.nortonrosefulbright.com/files/german-stock-corporation-act-147035.pdf>. Acesso em: 16 nov. 2017.

[72] "*In the case of Germany a frequently quoted exception to the rule was until recently the voting right ceilings, by specific legislation, in Volkswagen AG. However, in October 2007 the European Court of Justice held that the so-called Volkswagen Gesetz constituted a restriction on the free movement of capital, effectively nullifying the law*". (ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT. *Lack of Proportionality Between Ownership and Control: Overview and Issues for Discussion*, OECD steering group on corporate governance, 2007. p. 15. Disponível em: <http://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/40038351.pdf>. Acesso em: 25 jan. 2018.)

[73] ALEMANHA. *AktG*, *§ 139-141*. Disponível em: <http://www.nortonrosefulbright.com/files/german-stock-corporation-act-147035.pdf>. Acesso em: 16 nov. 2017.

[74] ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT. *Lack of Proportionality Between Ownership and Control: Overview and Issues for Discussion*, OECD steering group on corporate governance, 2007. p. 21. Disponível em:

# 6 AÇÕES PREFERENCIAIS: CONSIDERAÇÕES INICIAIS E TRAJETÓRIA LEGISLATIVA

No Brasil, as ações preferenciais, como o próprio nome indica, são espécies de ações que atribuem aos seus titulares determinadas vantagens ou preferências se comparadas às ações ordinárias, ao mesmo tempo em que estão sujeitas a certos limites estabelecidos em lei ou restrições declaradas no estatuto social da companhia com tal espécie de ações.

De acordo com José Luiz Bulhões Pedreira e Alfredo Lamy Filho[75]:

> Ação preferencial é a que confere a seu titular vantagens, patrimoniais e políticas, declaradas no estatuto, observados os requisitos e limites estabelecidos pela lei.
> A ação preferencial brasileira tem origem no direito continental europeu, e é essencialmente diferente da preferencial do direito norte-americano, no qual é um título de quase-dívida, que assegura apenas direito a dividendo fixo, sujeito à deliberação do *board of directors*, e não participa dos lucros que excederem desse dividendo, o que justifica a sua classificação de *silly investment*.

A necessidade de criação de um modelo acionário capaz de estimular a organização e o funcionamento da grande empresa no Brasil, com o aumento da captação de recursos de forma direta pelas companhias abertas e que, concomitantemente, permitisse a conciliação entre os interesses dos empresários (manutenção do poder de controle) e o dos investidores (melhor retorno financeiro) fez com que, na prática, o direito de voto fosse o principal direito a ser restringido ou suprimido das ações preferenciais, ainda que na sistemática da Lei das S.A. tanto às ações ordinárias quanto às preferenciais seja conferido o direito de voto.

As ações preferenciais, assim, consolidaram-se como uma espécie de ação em que os direitos de voto (políticos) foram suprimidos de seus titulares em troca de vantagens patrimoniais (se efetivamente os privilégios econômicos

<http://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/40038351.pdf>. Acesso em: 25 jan. 2018.

[75] LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Direito das Companhias*. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 178.

foram ou não – ao longo da história – auferidos pelos titulares das ações preferenciais é algo que será abordado mais adiante).

Conforme narram os i. autores do anteprojeto da Lei das S.A., na já citada obra *Direito das Companhias*[76], as discussões sobre a possibilidade de criação de "ações de prioridade" remontam aos idos do século XIX, época em que estava em vigor o Decreto nº 434, de 4 de Julho de 1891, tendo tal debate se acalorado quando da criação das ações de prioridade pela Caixa de Liquidação de São Paulo. Embora tal espécie de ação já fosse, a essa altura, utilizada por diversas companhias brasileiras, ainda não havia previsão legal sobre o assunto.

Foi somente em 1932, com o Decreto nº 21.536 de 15 de junho, que as ações preferenciais foram introduzidas no direito societário brasileiro, sem qualquer limite para sua emissão, o que permitia que o controle das companhias fosse exercido por uma ínfima minoria. A obra do jurista Trajano de Miranda Valverde[77] faz um apontamento que, sob a égide deste diploma legal, havia empresas com até 90% do capital social composto por ações preferenciais.

O projeto que deu origem ao Decreto nº 21.536/32 foi encaminhado pelo então Ministro Francisco Campos, com base em projeto de decreto anterior de autoria de Clodomir Cardoso, com a seguinte justificativa[78]:

> Se é um dado real que a maioria das ações prima pelo absenteísmo às deliberações sociais, visando não à participação ativa na direção mas apenas ao rendimento do capital e às vantagens da especulação, por que não adotar o dado de realidade, revestindo-o de forma legal?
> É o que faz o projeto, estabelecendo duas classes de acionistas: acionistas que visam à participação ativa na direção da sociedade, com direito a voto, e acionistas que procuram ações sem serem levados pela *affectio societatis*, mas apenas com o intuito de especulação ou encontrar colocação segura ao seu capital.
> A grande vantagem, porém, de ordem econômica e financeira, do sistema do projeto, é de criar, de acordo com os dados da realidade econômica, um tipo de ações que corresponde exatamente ao que procura a maior parte dos acionistas de sociedades anônimas, um

[76] LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Direito das Companhias*. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 178.
[77] VALVERDE, Trajano Miranda. *Sociedade por Ações*. Rio de Janeiro: Revista Forense, v. I, 2. ed., 1959, p. 90.
[78] LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Direito das Companhias*. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 179.

> tipo, em suma, que solicita apenas e com maior sedução do que o ordinário, o intuito de lucro e o desejo de especulação, móvel que, hoje em dia, influencia de modo preponderante o espírito da grande massa de detentores de capital mobiliário.

Posteriormente, foi promulgado o Decreto-Lei nº 2.627, de 26 de setembro de 1940, cuja principal alteração consistiu na restrição à emissão de ações preferenciais, sem direito a voto, em 50% (cinquenta por cento) do capital social das companhias, com o intuito de evitar o abuso na emissão dessa espécie de ação.

Com a promulgação da Lei das S.A. em 1976, posição intermediária foi adotada e o limite para emissão das ações preferenciais aumentou para 2/3 do total das ações emitidas pelas companhias. A Exposição Justificativa que acompanhou o projeto de Lei enviado ao Congresso Nacional apontou que tal aumento de limite tinha por finalidade[79]:

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

Não obstante os objetivos lógicos e razoáveis acima perseguidos pela Lei das S.A. não tardaram a aparecer os desvios e abusos. As ações preferenciais sem direito de voto passaram a ser usadas como fonte de captação vis a vis a propagação de excessos pelos acionistas controladores que não garantiam qualquer vantagem patrimonial efetiva aos titulares das ações preferenciais, em contrapartida.

Na prática, o que se via, era a existência de ações preferenciais sem direito de voto e sem qualquer vantagem patrimonial efetiva. Diante desse cenário, e imbuída de forte tendência de fortalecimento do mercado de capitais[80], adveio a

---

[79] LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A lei das S.A. (pressupostos, elaboração, aplicação)*. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1997. v.1, p. 226-227.

[80] O ex-diretor da CVM, Luiz Leonardo Cantidiano, ao comentar a reforma da Lei das S.A., de 1997, disserta sobre o "Novo Regime das Ações Preferenciais", nos seguintes termos: "*Sobre o tema é importante destacar trecho da Exposição justificativa do anteprojeto elaborado pela CVM, sob a*

Lei nº 9.457, de 5 de maio de 1997, que tentou estabelecer vantagens patrimoniais efetivas para as ações preferenciais emitidas por companhias que pretendessem negociar suas ações no mercado de valores mobiliários brasileiro. Nas palavras dos juristas Lamy e Bulhões[81]:

> Na discussão do projeto que se transformou na Lei nº 9.457/1997, esse requisito teve grande resistência das companhias abertas e acabou por prevalecer nesta lei um novo inciso I do artigo 17, atribuindo às preferenciais sem direito a dividendos fixo ou mínimo, cumulativos ou não – ou seja – cuja única prioridade era o reembolso de capital em caso de liquidação -, direito a dividendo, no mínimo maior do que o atribuído às ações ordinárias.

Quanto à proporcionalidade entre as ações preferenciais e ações ordinárias emitidas pelas companhias, embora tivesse sido aventado no anteprojeto da Lei nº 9.457/1997 elaborado pela CVM a diminuição no número de ações preferenciais emitidas, tal proposta não foi levada à apreciação do Congresso:

> O deputado Luiz Carlos Hauly, na busca da pretendida valorização do produto ação, embora tivesse admitido, quando do início das discussões com o público especializado, alterar aquela relação entre as ações ordinárias e as ações sem direito de voto, acabou mantendo, nos substitutivos que apresentou à apreciação da Câmara dos Deputados, a atual relação entre ações ordinárias (votantes) e ações preferenciais, desprovidas de voto.
> E para atingir aquele objetivo a que se propunha, modificou a redação original do art. 17 da Lei nº 6.404/76, nele fazendo inserir regra que estabelece ser direito daquelas ações preferenciais, que apenas assegurem direito prioridade no reembolso de capital (as "falsas preferenciais", cuja vantagem só se materializava quando da extinção da companhia, com a partilha do eventual acervo),

---

*presidência de Luiz Carlos Piva: "No sistema da legislação brasileira em vigor desde 1932, a eliminação ou restrição do direito de voto é admitida como contrapartida de vantagens patrimoniais, sob a forma de prioridade na distribuição de dividendos ou no reembolso de capital, em caso de liquidação.*
*Esse regime vem, todavia, sendo elidido pela prática – usual entre nós – de redação de dispositivos estatutários que, na verdade, não conferem às ações sem voto prioridade na distribuição de dividendos, e pela distribuição no mercado de ações com prioridade limitada ao reembolso de capital. Tais ações são, virtualmente, ordinárias sem direito a voto, pois a experiência demonstra que a liquidação de companhia aberta é hipótese que raramente acontece*"". (CANTIDIANO, Luiz Leonardo. O Novo Regime das Ações Preferenciais. In: LOBO, Jorge (Org.). *A Reforma da Lei das S.A.* São Paulo: Atlas, 1998, p. 91.)

[81] LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Direito das Companhias*. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 180.

> receber dividendos superiores, em 10% (dez por cento), aos dividendos que vierem a ser pagos às ações ordinárias".[82]

Sobre as críticas à reforma da Lei das S.A. em 1997, no sentido de que esta nada teria agregado, de forma efetiva, aos direitos dos acionistas preferencialistas ou minoritários; sendo, basicamente, alterada para viabilizar interesses políticos da época, é indispensável trazer o posicionamento do Professor Mauro Rodrigues Penteado[83]:

> a iniciativa de mudar a lei acionária teve por único escopo viabilizar as privatizações e as reorganizações societárias, com total desprezo aos direitos dos acionistas não-controladores, a quem foram reconhecidas algumas prerrogativas e vantagens irrelevantes. Não havendo como sustentar interpretação diversa para o texto da lei, resta apontar as suas falhas e iniquidades, aqui e em outros foros, com o fito de conscientizar a comunidade jurídica e os meios empresariais e de mercado de capitais acerca da conveniência de discutir e propor uma reforma efetivamente compatível com as necessidades do País e da capitalização das empresas.

A efetiva reforma adveio somente em 2001, com a promulgação da Lei nº 10.303, que alterou a redação do §2º, do artigo 15, da Lei das S.A., vigente até os dias de hoje, e estabeleceu que "*o número de ações preferenciais sem direito a voto, ou sujeitas a restrição no exercício desse direito, não pode ultrapassar 50% (cinquenta por cento) do total das ações emitidas*".

Na análise dos Projetos de Lei nº 3.115, de 1997, principal, 3.519, de 1997, e 1.000, de 1999 que resultaram na Lei nº 10.303/01, o voto do relator ex-deputado Emerson Kapaz, ao examinar a proposta de eliminação das ações preferenciais desprovidas do direito de voto, ressaltou o espírito de tal reforma[84]:

> Trata-se, como é óbvio a todos, de matéria complexa para a qual nem sempre alterações revolucionárias ou rupturas são as mais acertadas. Em verdade, mudanças que, embora desejáveis, provoquem prejuízos no curto prazo, devem ser evitadas,

---

[82] CANTIDIANO, Luiz Leonardo. O Novo Regime das Ações Preferenciais. In: LOBO, Jorge (Org.). *A Reforma da Lei das S.A.* São Paulo: Atlas, 1998, p. 89-90.

[83] PENTEADO, Mauro Rodrigues. Lei nº 9.457/97: outros direitos patrimoniais e políticos dos acionistas. In: BULGARELLI, Waldírio (Coord.). *Reforma da Lei das Sociedades por Ações*. São Paulo: Pioneira, 1998. p. 66-67.

[84] KAPAZ, Emerson. Relatório sobre os projetos de lei nº 3.115/97, 3.519/97 e 1.000/99 à Comissão de Economia, Indústria e Comércio da Câmara dos Deputados". In. REPÚBLICA FEDERATIVA DO BRASIL. *Diário da Câmara dos Deputados*. Brasília (DF), ano LV, nº 72, 20/04/2000, p. 17703. Disponível em: <http://imagem.camara.gov.br/Imagem/d/pdf/DCD20ABR2000.pdf#page%3D1>. Acesso em: 26 jan. 2017.

> reconhecendo-se, assim, a necessidade de um caráter de procedimento diferido no tempo para as alterações na legislação societária.
> Assim, por exemplo, a questão das ações preferenciais sem direito a voto. É um instituto polêmico, na medida em que afasta o acionistas – sócio e divisor do risco, tanto, em princípio, quanto o controlador – da gestão do negócio. Propõe o Deputado Luiz Carlos Hauly, no projeto de Lei nº 3.519/97, sua simples extinção. Não acreditamos se deva chegar tão longe. Contudo, depois da análise detida da questão, inclusive em face da experiência internacional, chegamos à conclusão de que há um verdadeiro e injustificável exagero na permissão de emissão de tal classe de ações até 2/3 do capital. Acreditamos – e o direito comparado assim aponta – que o percentual de 50% seria mais do que suficiente para permitir a capitalização da empresa, sem, contudo, manter a distorção atual em que se pode exercer o controle de uma empresa com propriedade de pouco mais de 15% do capital.

A nova disposição do §2º, artigo 15, da Lei das S.A. passou a ser mandatória para as companhias: (i) abertas e fechadas constituídas após a promulgação da Lei nº 10.303/01; (ii) fechadas preexistentes, no momento de eventual abertura de capital; e (iii) abertas constituídas exclusivamente por ações ordinárias, ao tempo de futura e eventual emissão de ações preferenciais. Por outro lado, para as companhias abertas que, antes da entrada em vigor da Lei nº 10.303/01, tivessem ações preferenciais emitidas acima do novo limite estabelecido, foi permitida a manutenção de tal estrutura com a proporção de até dois terços de ações preferenciais, inclusive nos aumentos de capital posteriores[85].

Conduzida por ideais e modelos pouco relacionados com a nossa realidade econômica e carregada de uma ótica deturpada por abusos e desvios da

---

[85] Inúmeras foram as críticas em relação a atribuição de tratamento diferenciado a sociedades sujeitas ao mesmo regime legal. Nesse sentido, M. Carvalhosa e N. Eizirik: "*Da convivência desses dois critérios para emissão de ações preferenciais após a vigência da Lei n. 10.303/2001, cria-se um regime de privilégio em favor das atuais companhias abertas e fechadas com ações preferenciais já emitidas. Nestas, os controladores poderão exercer o direito inerente a esta condição caso tenham ações que representem 16,67% do capital social total, ao passo que os controladores das futuras companhias abertas e fechadas que vierem a emitir ações preferenciais deverão possuir mais de 25% do capital social total. A alegação apresentada para a adoção do tratamento discriminatório acima apontado foi a existência de "direito adquirido" das companhias abertas constituídas anteriormente à vigência da nova lei. Como se vê, esse alegado 'direito adquirido' acabou estendendo-se também às companhias fechadas existentes com ações preferenciais emitidas anteriormente à vigência da lei nova. Trata-se de distinção juridicamente insustentável diante do princípio de isonomia inscrito no caput do art. 5o. da Constituição Federal brasileira de 1988*." (CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. *A nova lei das S/A.* São Paulo: Saraiva, 2002, p. 72-73).

lei, esta última reforma materializou o sentimento de aberração que pairava sobre o mercado em relação às ações preferenciais, prejudicando seu regime legal. Mais ainda, disseminou uma ideia frágil e equivocada de que as companhias com ações preferenciais não respeitariam as melhores práticas de governança corporativa[86]. Não por outro motivo, um ano antes, em 2000, nasceu o segmento especial de listagem da B3 – Brasil, Bolsa, Balcão – o Novo Mercado (o qual será analisado mais adiante).

O artigo da ex-diretora da CVM - Norma Parente[87], em obra coletiva publicada logo após a promulgação da Lei nº 10.303/01, evidencia como as ações preferenciais eram mal vistas:

> A fragilidade de nosso mercado acionário decorre, principalmente, de uma lei que não protege os minoritários, que muitas vezes só não têm o controle, embora detenham a maioria das ações. No Brasil, as companhias, por não garantirem transparência nas informações ou retorno no investimento, são obrigadas a lançar suas ações por um valor inferior ao que suas condições econômicas permitiriam, deixando de ganhar um prêmio de seus acionistas da ordem de 22,9%. (destaquei).

Nesse contexto de reforma da lei societária, o Professor Mauro Penteado[88] também comenta sobre as ações preferenciais:

> Pobre o debate, pobres os argumentos, quase todos colocando em plano secundário o fato de que o título confere, em princípio, pleno direito de voto, ou ao menos voto restrito, equívoco ou mau hábito antigo de nossa praxe societária. Não se trata de crítica gratuita: trata-se, sim, de fato objetivo, que o preclaro João Eunápio Borges pôs a nu quase meio século, em trecho de causar inveja aos péssimos redatores da lei recente (referimo-nos à língua pátria, é óbvio): 'na prática, entre nós, a ação preferencial costuma evocar a ideia de ação privilegiada, mas inversa e paradoxalmente, de ação

---

[86] O professor Mauro Rodrigues Penteado disserta sobre o tema: "*Pois chegou-se, até, ao absurdo de propugnar a sua extinção [das ações preferenciais] de nosso direito positivo, segundo a perspectiva, canhesta e carregada de modismo, de que o título não interessa ao mercado de capitais e nem se compadece com responsáveis e éticos padrões de gestão, administração e controle das sociedades mercantis (expressos pela alienígena e gasta expressão "governança corporativa")*" (PENTEADO, Mauro Rodrigues. Ações Preferenciais. In: LOBO, Jorge (Org.) *Reforma da Lei das Sociedades por Ações:* inovações e questões controvertidas da Lei nº 10.303, de 31.10.2001. Rio de Janeiro: Forense, 2002. p. 183).

[87] PARENTE, Norma. Principais Inovações introduzidas pela Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001, à Lei de Sociedade por Ações. In: LOBO, Jorge (Org.) *Reforma da Lei das Sociedades por Ações:* inovações e questões controvertidas da Lei nº 10.303, de 31.10.2001. Rio de Janeiro: Forense, 2002. p. 12.

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

> de categoria inferior, geralmente indesejável. É que a lei permite seja negado às ações preferenciais o direito de voto. Normalmente os estatutos negam-lhes esse direito, e daí a arraigada e errada convicção de que é da natureza, da essência da ação não ter direito de voto. Mas, fique bem claro: do mesmo modo que a ação ordinária, a ação preferencial pode ter o direito de voto. Nem mesmo é necessário que os estatutos confiram expressamente a elas esse direito. No silêncio dos estatutos, elas o terão'.

Não obstante tal brilhante posicionamento, o fato é que com a reforma da Lei das S.A. firmou-se consenso geral de que a emissão exclusiva de ações ordinárias pelas companhias equivaleria a melhores práticas de governança corporativa (capaz de favorecer o alinhamento de interesses entre todos os acionistas e evitar a expropriação de benefícios pelo acionista controlador).

## 6.1 AS FUNÇÕES DAS AÇÕES PREFERENCIAIS

A flexibilidade das ações preferenciais é uma de suas características mais convenientes. As inúmeras facetas que pode apresentar considerando suas restrições e privilégios – com ou sem direito de voto, com ou sem prioridade na distribuição de dividendos, fixo ou mínimo, prioridade no reembolso de capital, com ou sem prêmio, conversíveis ou não em ações ordinárias, resgatáveis ou não, entre outras - se acomodam aos mais variados interesses perseguidos pelas companhias e seus acionistas.

Seguindo a classificação dos juristas Lamy e Bulhões[89], a principal função das ações preferenciais é a função econômica, ou seja, a captação de recursos no mercado que será tratada no Capítulo 6.1.1 a seguir.

As ações preferenciais têm por finalidade, ainda, promover a associação de acionistas com características e interesses diferentes. Uma composição acionária eclética, formada por uma pluralidade de acionistas com interesses distintos, objetivos empresariais díspares, *know how*, relações de

[89] LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Direito das Companhias*. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 181.

mercado e reputação diversos é viabilizada com a emissão de ações preferenciais, inclusive de diferentes classes em determinadas ocasiões.

Sobre a função de proteção de interesses de acionistas minoritários, a ação preferencial exerce este mecanismo "*através de prioridade na distribuição de dividendos, participação nos órgãos de administração, e poder de veto em certas deliberações da Assembleia Geral*"[90].

A organização de "joint ventures" é outra função das ações preferenciais, servindo como instrumento de (des)alinhamento na distribuição dos lucros e escolha dos dirigentes entre as entidades associadas, na medida de seus interesses e objetivos com a parceria.

Por fim, os autores do anteprojeto da Lei das S.A. invocam a reorganização de companhia em situação pré-falimentar como uma das funções das ações preferenciais, servindo estas como instrumento de composição dos credores[91]:

> [...] a empresa em dificuldade financeira normalmente necessita de capital próprio adicional, e os subscritores de novas ações não aceitam concorrer com os antigos acionistas e credores tanto na distribuição de dividendos quanto na repartição do acervo líquido, em caso de liquidação. Para compor esses interesses, em regra os credores antigos concordam em converter seus créditos em capital social e as novas ações subscritas em dinheiro têm prioridade, em relação aos antigos acionistas, e os credores cujos créditos foram capitalizados, na distribuição de dividendos e, se gozarem de prioridade no rateio do acervo líquido, terão – em caso de falência da companhia – o direito de receber o capital aplicado antes dos credores antigos, cujas ações ficam subordinadas às da nova emissão.

Feitas estas observações iniciais sobre as diversas roupagens de que podem se travestir as ações preferenciais, passa-se a análise da principal delas - a função econômica.

---

[90] LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Direito das Companhias*. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 182.

[91] LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Direito das Companhias*. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 182.

*6.1.1 A função econômica das ações preferenciais*

Já foi dito que o direito de voto é o mais comum de ser suprimido pelas companhias que decidem emitir ações preferenciais. E isso porque, o principal objetivo perseguido por tais companhias é o financiamento de suas atividades sem que, porém, os investidores detenham qualquer participação no poder decisório da companhia.

Essa forma de captação de recursos no mercado pelas companhias revela a principal característica das ações preferenciais que tem sido enaltecida, qual seja, sua função econômica.

O estatuto social da companhia que decide retirar ou restringir o direito de voto das ações preferenciais deve atribuir aos acionistas titulares desta espécie de ações, em contrapartida, vantagens ou privilégios de natureza patrimonial, sob a forma de distribuição de lucros ou reembolso de capital. Nas palavras de Eizirik[92]:

> A emissão de ações preferenciais sem direito a voto pressupõe a atribuição de uma vantagem de natureza patrimonial ou econômica, em comparação com as ações ordinárias, como forma de compensar seus titulares pela não participação no poder político da companhia.
> Com efeito, não existe ação preferencial sem a atribuição de uma vantagem patrimonial ao acionista, visto que a subtração do direito de voto somente é legítima enquanto compensada por um privilégio econômico, na repartição dos lucros ou no reembolso de capital.

Nesse sentido, para que as companhias possam se utilizar deste instrumento devem atribuir às ações preferenciais, no mínimo, as vantagens ou preferências estabelecidas no artigo 17 da Lei das S.A. consistentes em: (i) prioridade na distribuição de dividendo, fixo ou mínimo; (ii) prioridade no reembolso de capital, com prêmio ou sem ele; ou (iii) na acumulação das preferências ou vantagens anteriores[93].

---

[92] EIZIRIK, Nelson. *Direito societário – estudo e pareceres*. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 301.

[93] Art. 17. As preferências ou vantagens das ações preferenciais podem consistir:
I - em prioridade na distribuição de dividendo, fixo ou mínimo;
II - em prioridade no reembolso do capital, com prêmio ou sem ele; ou

E, ainda, para que as ações preferenciais sem direito de voto ou com o voto restrito possam ser “ofertadas” pelas companhias no mercado de capitais, ou seja, para que elas possam ser admitidas à negociação no mercado de valores mobiliários (utilizadas como fonte de captação de recursos no mercado de capitais), vantagens ou preferências adicionais devem ser atribuídas a esta espécie de ações, à escolha das companhias. Tais vantagens ou preferências podem consistir, resumidamente, em:

(a) direito de participar do dividendo mínimo obrigatório correspondente a 25% (vinte e cinco por cento) do lucro líquido do exercício, com prioridade no recebimento de dividendos correspondentes a, no mínimo, 3% (três por cento) do valor do patrimônio líquido da ação; sendo que após a distribuição às ações ordinárias do referido montante de dividendo prioritário mínimo, será assegurado às ações preferenciais o direito de participar dos lucros remanescentes em igualdade de condições com as ações ordinárias; ou

(b) direito ao recebimento de dividendo, no mínimo, 10% (dez por cento) superior àquele atribuído às ações ordinárias; ou

(c) direito de *tag along* em caso de oferta pública de aquisição de ações em razão de alienação de controle, sendo a elas assegurado o preço mínimo igual a 80% (oitenta por cento) do valor pago às ações ordinárias e o direito de receber dividendo ao menos igual ao atribuído às ações ordinárias.

O ex-presidente da CVM - Luiz Leonardo Cantidiano[94], ao comentar a reforma da Lei das S.A., trouxe à baila o parecer do ex-deputado federal Antonio Kandir relacionado ao Projeto que culminou na promulgação da Lei nº 10.303, de 2001, com a consequente modificação do artigo 17 da Lei das S.A.:

> Relevante inovação contida no bojo do Substitutivo consistente na modificação do art. 17 da Lei das S.A., com o propósito de reforçar os direitos das ações preferenciais, assegurando-lhes um parâmetro mínimo para a vantagem econômica que deve ser

III - na acumulação das preferências e vantagens de que tratam os incisos I e II. (BRASIL. *Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm>. Acesso em: 03 nov. 2017.)

[94] CANTIDIANO, Luiz Leonardo. *Reforma da Lei das S.A.* Rio de Janeiro: Renovar, 2002. p. 75-77.

> atribuída em troca da supressão do direito político e do importante aporte de recursos para a companhia.
> A proposição veiculada no texto do Substitutivo, nos termos em que este foi aprovado pela CEIC, contém a previsão de vantagens ou privilégios a serem pagos às ações preferenciais, como condição para que tais ações sejam negociadas nas bolsas de valores, recinto em que as ações de emissão de uma companhia aberta têm possibilidade de adquirir maior grau de dispersão, atingindo maior parcela do público investidor. O escopo da norma em tela tem por objetivo condicionar a oferta mais ampla de ações preferenciais, mediante negociação em bolsa de valores, à adoção de um dos parâmetros ora estabelecidos, concebidos com base na experiência dos participantes do mercado, e considerados como efetivas retribuições ao acionista preferencialista. Tais parâmetros, conforme se observa no art. 17, § 1º, alíneas “a” e “b”, consistem na atribuição de um dividendo preferencial correspondente a 3% do valor patrimonial da ação, ou no direito de compartilhar o preço pago pelas ações ao acionista controlador, na ocasião em que este alienar o controle da companhia a terceiro. As disposições supra referidas apresentam-se intimamente correlacionadas, o que justifica a manutenção de ambas no texto Substitutivo. De uma lado, a garantia de uma rentabilidade mínima ao preferencialista e justa retribuição à sua renúncia de participação política na gestão da companhia, induzindo o controlador a partilhar as riquezas geradas em decorrência de uma eficiente administração dos recursos confiados à companhia. De outro lado, a opção pelo compartilhamento do preço pago pelo controle da companhia significa, para o preferencialista, a garantia de que sua retribuição ocorrerá, de forma postergada, no momento em que o controlador decida-se pela alienação do controle da companhia.

Percebe-se - assim - que a última grande reforma da Lei das S.A. teve por objetivo conceder vantagens ou preferências patrimoniais efetivas às ações preferenciais sem direito de voto à luz da exploração de sua função econômica pelas companhias, ou seja, em contrapartida à sua utilização como fonte de captação de recursos no mercado de valores mobiliários brasileiro.

#### 6.1.1.1 As vantagens econômicas superiores das ações preferenciais sem direito de voto - as superpreferenciais

A Lei das S.A., como se viu, dispôs sobre as preferências ou vantagens patrimoniais mínimas que devem ser atribuídas às ações preferenciais

sem direito de voto (ou com voto restrito), sem fazer qualquer referência a eventual limite máximo de privilégio econômico a que poderiam fazer jus as ações preferenciais.

Conforme discorre o i. jurista Eizirik[95], ao tratar da legalidade das vantagens conferidas às ações preferenciais:

> [...], os acionistas possuem ampla liberdade para estabelecer as regras estatutárias que melhor se adequem aos seus interesses e às características da sociedade por eles formada, observadas apenas as eventuais restrições explicitamente previstas em lei.

E é certo que não há impedimentos ou restrições previstos na legislação societária brasileira para que as companhias estabeleçam em seus estatutos vantagens econômicas superiores para as ações preferenciais sem direito de voto, também conhecidas como ações superpreferenciais.

As ações superpreferenciais têm por finalidade garantir a manutenção do controle de um fundador ou líder tido como imprescindível para a condução dos negócios de uma sociedade em forte ascensão, como é o caso de Mark Zuckberg, fundador do Facebook, e de Jack Ma, fundador do Alibaba. Não se trata de preservar uma estrutura de controle consolidada em uma grande empresa, por exemplo, ou incentivar pequenas e médias empresas a abrirem o seu capital.

O que se busca com a emissão de ações superpreferenciais é a captação de poupança pública *vis-à-vis* à permanência no poder do fundador de um empreendimento saudável e promissor devido, principalmente, às características e atuação deste determinado fundador.

Por outro lado, a emissão de ações superpreferenciais pode ser utilizada como fonte de captação de recursos em setores regulados em que há restrição legal para a aquisição de participação acionária (ações ordinárias com direito de voto) por investidores estrangeiros. Como exemplo, no Brasil duas empresas do setor aeronáutico adotaram tal estrutura acionária e realizaram ofertas de ações preferenciais, sem direito de voto, que garantem aos seus titulares

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

privilégios econômicos bastante superiores se comparados aos direitos patrimoniais atribuídos às ações ordinárias, são elas: Gol Linhas Aéreas Inteligentes S.A. e Azul S.A. E, no caso desta última, as ações preferenciais garantem aos seus detentores direitos econômicos 75 (setenta e cinco) vezes superiores aos destinados às ações ordinárias, conforme será analisado adiante.

O professor Eizirk, ao discorrer sobre os limites de emissão e vantagens dessa espécie de ações, defende as ações superpreferenciais[96]:

> Se o legislador tivesse a intenção de disciplinar não apenas a proporção entre a quantidade de ações ordinárias e preferenciais que podem ser emitidas, mas, também, a proporção em termos de aporte econômico, a fim de que o poder político guardasse relação com os recursos aplicados na companhia, certamente teria incluído novo parágrafo no artigo 15 ou no artigo 17 da Lei das S.A., com a finalidade de tratar desta matéria, fixando, por exemplo, um "teto", e não apenas um "piso", para as vantagens patrimoniais das ações preferenciais.

Não obstante não haja impedimento legal e, pelo contrário, a Lei das S.A. confira ampla liberdade para que as companhias incluam em seus estatutos outras vantagens e privilégios às ações preferenciais, desde que de forma precisa e detalhada, os órgãos reguladores, autorreguladores e as diversas instituições relacionadas ao mercado de capitais brasileiro têm se esforçado para barrar a emissão desta espécie de ações e reforçado a tendência atual de enxergar as ações preferenciais como antônimo de boas práticas de governança corporativa.

E, conforme será visto a seguir, essa visão negativa que paira sobre as ações preferenciais e superpreferenciais está intimamente relacionada aos desvios perpetrados por seu mau uso, que contribuem para o desalinhamento de interesses entre os acionistas controladores e minoritários.

---

[96] EIZIRIK, Nelson. *A ação "super preferencial" é legal?*. Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários, São Paulo, maio 2015. p. 138.

# 7 OS DESVIOS PERPETRADOS PELO USO DAS AÇÕES PREFERENCIAIS SEM DIREITO DE VOTO

Conforme discorrido acima, a Lei das S.A., através da redação original do artigo 15, § 2º, ampliou o limite de emissão de ações preferenciais sem direito de voto para até 2/3 do capital social das companhias, visando a estimular o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro e a criação de grandes empresas sob o controle de empresários privados nacionais, dado o contexto econômico e político da época.

As ações preferenciais sem direito de voto passaram a ser emitidas pelas companhias, porém, sem a concessão de qualquer vantagem econômica efetiva a seus titulares, em contrapartida. Utilizando-se da redação original do artigo 17 da Lei das S.A., os acionistas controladores das companhias anunciavam o lançamento de ofertas públicas de ações, cujo único privilégio atribuído às ações preferenciais consistia em prioridade no reembolso do capital em caso de liquidação da companhia[97].

Por óbvio, considerando que a imensa maioria das companhias são constituídas no Brasil por prazo indeterminado, tal vantagem se mostra absolutamente inócua. Citando, ainda, Costa e Silva[98]:

> Nas companhias fechadas seria até possível imaginar alguém subscrevendo ou comprando ações levando em conta uma eventual liquidação do empreendimento como forma de retorno do investimento realizado. Entretanto, ninguém compra ações de uma companhia aberta adotando como fundamento da sua decisão um direito que consiste no reembolso do capital em caso de liquidação da sociedade, ainda que essa devolução venha acompanhada de um prêmio. As expectativas dos investidores geralmente estão direcionadas para a valorização do capital, para o recebimento de dividendos e para a liquidez dos papéis no mercado, que lhes permite transformar em dinheiro, a qualquer tempo, o investimento realizado.

---

[97] Cf. redação original do artigo 17, II, da Lei nº 6.404/76.

[98] SILVA, Francisco da Costa e. Ações Preferenciais – Inovações da Lei nº 10.303. In: LOBO, Jorge (Org.) *Reforma da Lei das Sociedades por Ações:* inovações e questões controvertidas da Lei nº 10.303, de 31.10.2001. Rio de Janeiro: Forense, 2002. p. 128.

Os desvios e abusos cometidos pelos empreendedores-controladores com a utilização das ações preferenciais – no Brasil – resultou, ainda, na manutenção de empresas sob controle familiar em oposição à formação de grandes *corporations* (cf. existentes no mercado de capitais norte-americano) caracterizadas pela ausência da figura de um acionista controlador e em que todos se beneficiam do "prêmio de controle".

Nesse contexto, surgiu a necessidade de se estabelecer vantagens patrimoniais mínimas para as ações preferenciais emitidas por companhias brasileiras, fato que conduziu às sucessivas reformas da Lei das S.A., sendo a mais relevante delas em 2001[99].

Instaurava-se no Brasil, assim, a percepção de que as companhias com ações preferenciais não respeitam as melhores práticas de governança corporativa e que a estrutura aderente ao princípio uma ação, um voto é a que mais promove o alinhamento de interesses entre todos os acionistas.

[99] Sobre a trajetória legislativa das ações preferenciais, vide capítulo II, item 6.

# CAPÍTULO III
# AS AÇÕES PREFERENCIAIS E A GOVERNANÇA CORPORATIVA

Antes de adentrar no tema da governança corporativa e na sua relação com as ações preferenciais, é preciso esclarecer que o presente estudo não tem a pretensão de dissertar sobre o assunto do ponto de vista econômico, financeiro ou contábil.

O que se pretende é tratar da relação jurídica entre as ações preferenciais e o nível de governança corporativa das companhias (considerando os princípios da transparência, equidade e responsabilidade corporativa), mas para isso será necessário introduzir, ainda que de forma bastante superficial, uma visão econômica e financeira sobre este tema.

# 8 UMA VISÃO GERAL SOBRE A GOVERNANÇA CORPORATIVA

Do ponto de vista de proteção do investidor - que interessa ao presente estudo - a governança corporativa pode ser definida como um conjunto de mecanismos necessários que pretendem garantir que os investidores (provedores de recursos) obtenham o retorno dos investimentos realizados nas companhias[100].

A governança corporativa tem por princípios norteadores a transparência, a equidade, a prestação de contas e a responsabilidade corporativa e ganhou a atenção dos mercados financeiros especialmente em razão dos escândalos corporativos ocorridos nos últimos anos ao redor do mundo[101].

Sustenta-se que os abusos e a expropriação da riqueza dos acionistas decorre em especial da separação entre a propriedade do capital e o controle. Nas sociedades em que o capital social é disperso, tal situação se verifica no papel dos administradores (detentores do controle) em oposição ao dos acionistas (proprietários do capital) e nas sociedades com controle concentrado, nas figuras do acionista controlador *vs*. investidores.

O fundamento lógico para sustentar que a separação entre a propriedade e o controle impacta negativamente o retorno sobre os investimentos

---

[100] Um estudo publicado no *Multinational Finance Journal*, site responsável pela publicação de estudos e artigos relacionados aos principais temas nos campos de finanças e economia em um contexto global, sobre a relação entre governança corporativa e o desempenho financeiro das empresas, define governança corporativa como: "*Corporate governance is a theoretical construct, not an observable variable.* […] *CORP-GOV, is the latent variable used to characterize the effectiveness of the arrangements firms put in place to align the interests of the providers of capital with the interests of those who control and manage the firm. This is a complex and multifaceted concept which is not directly observable*." (WESSELS, Roberto E.; WANSBEEK, Tom; DAM, Lammertjan. What is the relation (if any) between a firm's corporate governance arrangements and its financial performance? (July 4, 2017). *Multinational Finance Journal*, v. 20, No. 4, p. 323-354, 2016. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2997920>. Acesso em: 17 nov. 2017.)

[101] Nos EUA, grandes fomentadores do desenvolvimento da governança corporativa foram os investidores institucionais, em resposta a diversos casos de abuso de poder e expropriação da riqueza dos acionistas pelos administradores. Em especial em 2002, diante do caso Enron – a empresa foi acusada de fraudes contábeis, envolvendo a adulteração de balanços, *insider trading* e evasão fiscal. Para mais informações sobre o assunto vide matéria publicada no jornal Estadão. Disponível em: <https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,o-escandalo-da-enron-saiba-o-que-esta-acontecendo,20020207p24521>. Acesso em 8 jun. 2016.

feitos pelos fornecedores de capital é o de que, tanto os administradores, no primeiro caso, quanto o acionista controlador, neste último, não carregam consigo todo o ônus financeiro de suas decisões (que também são suportados pelos investidores que não possuem poder de decisão)[102].

No cenário mundial, nos Estados Unidos foi criada a lei Sarbanes-Oxley em 2002, considerada um avanço nos regramentos de governança, proteção e alinhamento de interesses dos acionistas. O que se pretendia era a recuperação da confiança dos investidores nos empresários norte-americanos, a partir da criação de mecanismos de auditoria e imposição de padrões éticos na preparação e divulgação das informações financeiras das companhias.

Com base nos princípios de Governança Corporativa da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), endossados pelo G20 em 2015, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa - IBGC define a governança corporativa como[103]:

> sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre proprietários, conselho de administração, diretoria e órgãos de controle. As boas práticas de governança corporativa convertem princípios em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor da organização, facilitando seu acesso a recursos e contribuindo para sua longevidade.

Para os padrões de governança corporativa adotados pelo Novo Mercado e pelo IBGC, o poder político (direito de voto) deve estar sempre em equilíbrio com o direito econômico. Ou seja, o princípio uma ação, um voto deve valer para todos os tipos de organização, segundo o argumento principal de que "*a vinculação proporcional entre direito de voto e participação no capital favorece o alinhamento de interesses entre todos os sócios*"[104].

---

[102] Entende-se ser esse um argumento um tanto quanto enviesado, já que no caso das sociedades de capital concentrado, embora o acionista controlador não assuma integralmente o ônus de suas decisões, certamente será ele o mais prejudicado com a expropriação da riqueza dos acionistas, já que detém a maioria do capital social.

[103] INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. *Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa*. 5. ed. São Paulo: IBGC, 2015. p. 19.

[104] INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. *Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa*. 5. ed. São Paulo: IBGC, 2015. p. 21.

Na mesma linha, a CVM publicou em 9 de junho de 2017, a Instrução CVM nº 586, que obriga as companhias abertas registradas na categoria A[105] a divulgarem o "Informe sobre o Código Brasileiro de Governança Corporativa - Companhias Abertas", sendo que em relação ao princípio 1.1 do Código "Cada ação deve dar direito a um voto", as companhias devem informar: (i) se seguem a prática recomendada: "o capital social da companhia deve ser composto apenas por ações ordinárias"; e (ii) no caso da não adoção da prática recomendada, em linha com as orientações do Código, as razões que levaram a companhia emissora a adotar outras estruturas acionárias[106].

Diante disso, verifica-se que o arcabouço regulatório tem se desenvolvido no sentido de convergir com o princípio do "one share, one vote". Em especial no Brasil, pretende-se vincular a imagem das ações preferenciais a empresas com menores níveis de governança corporativa e desempenho financeiro.

## 8.1 A B3 E SEUS NÍVEIS DIFERENCIADOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

No contexto do mau uso das ações preferenciais sem direito de voto, dos desvios perpetrados e diante da percepção de ineficácia da legislação societária em relação à proteção dos investidores e à governança corporativa, que levou à edição da Lei nº 10.303/01; a B3 – Brasil, Bolsa, Balcão – bolsa de valores brasileira – instituiu, em 2000, segmentos especiais de listagem para negociação de ações[107], em que as companhias podem livremente optar por aderir e que impõem regras de governança corporativa diferenciadas.

---

[105] "Art. 2º [...]
§ 1º O registro na categoria A autoriza a negociação de quaisquer valores mobiliários do emissor em mercados regulamentados de valores mobiliários". (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM. *Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009*. Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst480.html>. Acesso em: 20 set. 2017.)

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

[107] São eles: Bovespa Mais, Bovespa Mais Nível 2, Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1.

Referidas regras, adicionais às obrigações previstas na Lei das S.A., estão relacionadas à divulgação de informações aos participantes do mercado (transparência) e visam à mitigação do risco de assimetria informacional e ao fortalecimento do mercado de valores mobiliários brasileiro.

Dentre os segmentos especiais de listagem da B3 – Brasil, Bolsa, Balcão, o Bovespa Mais e o Novo Mercado admitem a negociação, tão somente, de ações ordinárias. E é possível afirmar que a adesão ao Novo Mercado pelas companhias brasileiras superou toda e qualquer expectativa daqueles que o idealizaram e parece ter sido um segmento bem-sucedido[108].

### *8.1.1 Conceito e Requisitos do Novo Mercado*

O Novo Mercado foi lançado no ano 2000 pela B3 – Brasil, Bolsa, Balcão, inspirado no modelo do *Neuer Markt* alemão[109], e estabelece um padrão de governança corporativa diferenciado para as companhias listadas no segmento.

Sua criação, conforme visto, surgiu em meio a uma onda de aversão às ações preferenciais[110], sendo que em 2012 uma matéria publicada na Revista

---

[108] De acordo com informações extraídas do site da B3 – Brasil, Bolsa, Balcão, de 2004 a 2017 foram realizadas 165 ofertas públicas iniciais de ações (IPO), sendo que em 125 delas as companhias aderiram ao Novo Mercado. (B3 – Brasil, Bolsa, Balcão. *Ofertas públicas e IPOs*. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/servicos/ofertas-publicas/estatisticas/>. Acesso em: 26 jan. 2018.)

[109] A revista Época Negócios trouxe, em 2009, reportagem curiosa sobre o modelo inspirador do Novo Mercado: "*A história desse sucesso é tão mais curiosa porque baseada em um fracasso. Assim que tomou posse, Magliano [ex-presidente da B3 – Brasil, Bolsa, Balcão] fez uma viagem à Europa, para ver de perto o que estava acontecendo com as bolsas de outros países. Foi quando conheceu o Neuer Markt, versão da Nasdaq americana, que, na época, como todo mundo, procurava capitanear o boom da internet. "Se quiser fazer uma reforma, não espere o governo tomar a iniciativa", Magliano ouviu do presidente da instituição. "Isso pode demorar cinco anos." De volta ao Brasil, Magliano detonou o processo. "Precisávamos de um produto que fosse popular", diz ele, ao refletir sobre o surgimento do Novo Mercado. "Trouxemos o conceito da governança corporativa do Neuer Markt. São conceitos coerentes com os de Bobbio: governança, transparência. Demorou três anos, mas pegou. Agora, as empresas só emitem no Novo Mercado. Os investidores exigem." Já o Neuer Markt original, o alemão, coitado, apesar das boas práticas de governança corporativa, acabou sendo levado de enxurrada pelo estouro da bolha.*" (ÉPOCA NEGÓCIOS. O revolucionário da bolsa. *Revista Época*. 20 jan. 2009. Disponível em: <http://epocanegocios.globo.com/Revista/Common/0,,ERT22128-16380,00.html>. Acesso em: 14 nov. 2016.)

[110] "*O lançamento do Novo Mercado decorreu do reconhecimento pela Bolsa de Valores de São Paulo de que a reforma da Lei das S.A. seria um caminho longo, difícil e com muitos obstáculos para chegar-se a um modelo regulatório que oferecesse proteção adequada aos investidores.*

Exame sobre o Novo Mercado bem pautou o espírito da época: “Foi uma resposta da Bovespa à percepção de que a bolsa brasileira era um faroeste em que controladores não hesitavam em passar a perna nos minoritários à primeira oportunidade (o que deu origem à hoje clássica expressão “minoritários”). Foi um inegável sucesso.”[111]

O sucesso a que se refere o trecho da matéria veiculada acima adveio da adesão maciça das companhias ao Novo Mercado, em razão dos benefícios garantidos por este segmento especial de listagem, quais sejam: (i) melhora da imagem institucional; (ii) maior demanda por suas ações; (iii) “valorização” imediata das ações; e (iv) menor custo com pagamento de remuneração pelo investimento.

A emissão somente de ações com direito de voto – as chamadas ações ordinárias - é condição mínima estabelecida no Regulamento do Novo Mercado da B3 – Brasil, Bolsa, Balcão[112] para listagem das companhias. E a emissão de outra espécie de ação que não ordinária pelas companhias é infração que sujeita os acionistas ou administradores, conforme o caso, à aplicação, dentre outras, de sanção pecuniária, no valor de até R$ 500.000,00. Além disso, no caso de alienação do controle, todos os acionistas têm direito a vender suas ações pelo mesmo preço e sob as mesmas condições (*tag along* de 100%). Tem-se, aqui, a aplicação do princípio “one share-one vote”.

Afora o grande sucesso e a inegável contribuição que o Novo Mercado trouxe para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro[113], não basta

---

*Foi, portanto, uma iniciativa de autorregulação, com o objetivo de contornar a dificuldade de buscar-se uma solução baseada em reforma da lei societária. O fato de a adesão aos segmentos diferenciados de listagem ser facultativa eliminou a eventual resistência das companhias já listadas. Essa visão mostrou-se correta, na medida em que a Lei n.º 10.303/2001, editada um ano após o lançamento do Novo Mercado, ficou muito aquém do esperado em termos de regras de proteção aos investidores.*” (MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Aquisição de controle na sociedade anônima*. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 66.)

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

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

[113] “Apesar de todas as vantagens do Nível 2 [segmento especial de listagem da B3 – Brasil, Bolsa, Balcão que admite a negociação de ações preferenciais], especialmente após a reforma

definir uma relação causal entre “a proibição de emissão e negociação de ações preferenciais e melhores práticas de governança corporativa” ou, sequer sugerir que as companhias emissoras de tais valores mobiliários não estejam comprometidas com a geração de valor aos seus acionistas[114]. Para isso, a chamada boa governança corporativa não deve ser considerada como um simples conjunto de normas decorrente apenas da lei ou da autorregulação, mas deve ser interpretada de acordo com a prática do dia-a-dia das companhias.

É interessante notar que o mercado começa a perceber que a tal governança corporativa significa muito mais do que o preenchimento de uma lista de formalidades e requisitos (como a negociação exclusivamente de ações ordinárias) e que as ações preferenciais têm seu espaço, importância e público, o que faz com que a governança corporativa propagada pelo Novo Mercado possa, no futuro, não ser mais o parâmetro principal para seleção do investimento pelos minoritários e atuação dos órgãos reguladores e autorreguladores.

Sob esse viés, não obstante as companhias listadas no segmento do Novo Mercado transpareçam ter uma governança mais desenvolvida para o público investidor, a boa prática do mercado evidencia que esta [estar listada no Novo Mercado] não é condição necessária nem suficiente para dar efetividade a este propósito. Por outro lado, há companhias com estruturas que fogem ao lema “uma

promovida pela Bolsa, os IPOs fora do Novo Mercado ainda são raridade. De 2004 a 2012, 26 companhias abriram o capital nos Níveis 1 e 2, contra 103 no segmento máximo de governança corporativa da Bolsa. Em 2008, os níveis 1 e 2 não foram usados para um IPO sequer. Em 2011, apenas a Abril Educação foi para o Nível 2. Os números são, no mínimo, animadores para os que acreditam que um dia o Novo Mercado será o único ambiente de listagem da BM&FBovespa.” (AZEVEDO, Simone. *10 anos de novo mercado*: a história da ousadia que transformou o mercado de capitais brasileiro e seus desafios para o futuro. São Paulo: Saint Paul, 2012. p. 74.)

[114] O artigo intitulado “Ações preferenciais: evolução ou retrocesso?” integrante de obra coletiva dedicada ao professor da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França muito bem reflete o posicionamento acima exposto: “*Pelo contrário, o atual estágio de desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro permite que se reflita seriamente sobre a necessidade de permanência do mecanismo no ordenamento brasileiro. Ao invés de se pregar a extinção das ações preferenciais ou de simplesmente promover seu esvaziamento de fato (como parece ser a atual tendência), é preciso realizar uma séria crítica às deformações causadas por sucessivas reformas legais, para que se possa superá-las e reconhecer a importância que as ações preferenciais podem ter no aprimoramento dos mecanismos para captação de recursos para as empresas brasileiras*.” (FRAGOSO, Daniela Neves Reali; AKKERMAN, Gustavo. Ações Preferenciais: Evolução ou Retrocesso?. In: ADAMEK, Marcelo Vieira Von (Coord.). *Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos* (obra coletiva). São Paulo, Malheiros Editores, 2011, p. 280.)

ação, um voto"[115] e que são percebidas pelo mercado como companhias detentoras de boa governança corporativa, conforme se verá a seguir.

8.1.1.1 A inspiração no Neuer Markt alemão

A inspiração no *Neuer Markt* alemão[116] surgiu a partir da identificação de semelhanças entre os mercados de ações alemão e brasileiro, em especial por se tratarem de mercados: (i) pouco desenvolvidos até então; (ii) com baixos índices de liquidez; e (ii) com baixos níveis de proteção aos acionistas minoritários[117].

O sucesso inicial do *Neuer Markt*, criado em 1997, deveu-se ao fato de contemplar regras de governança e transparência mais rígidas em relação aos demais "novos mercados" europeus. Ao passo em que os requisitos para listagem eram mais brandos - se comparados aos níveis tradicionais de listagem - as normas relacionadas à governança, transparência e divulgação de informações eram mais duras.

Essa combinação de processo de listagem mais simples para as companhias alemãs "menos lucrativas" representativas de setores específicos da economia vis-à-vis o estabelecimento de regras mais rígidas no tocante à elaboração e publicação de demonstrações financeiras, transparência e governança[118], foi o segredo para atrair novas companhias, propiciar o

---

[115] O próprio Regulamento do Novo Mercado desvirtua o princípio do "one share-one vote" na medida em que permite a limitação de voto por acionista, desde que em percentuais não inferiores a 5% do capital social (Cf. Art. 7º, I, do Regulamento de Listagem no Novo Mercado da B3. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/regulacao/regulamentos-e-manuais/#item-2>. Acesso em: 26 jan. 2018.

[116] O *Neuer Markt* foi o segmento de negociação de valores mobiliários da Bolsa de Valores de Frankfurt encerrado em 5 de junho de 2003.

[117] "*Quando comparada ao PIB, a capitalização de mercado das companhias abertas da Alemanha representava tímidos 25,1%, menos até do que o Brasil, à época, e muito distante de países como a Malásia (279,8%), Reino Unido (132,2%), Estados Unidos (95,9%) e mesmo do Japão (72,6%). O mercado alemão padecia ainda de baixos índices de liquidez e de uma verdadeira apatia nos fluxos de IPOs. Entre 1965 e 1999, apenas 219 empresas abriram o seu capital, uma média de 6,8 por ano.*" (AZEVEDO, Simone. *10 anos de novo mercado*: a história da ousadia que transformou o mercado de capitais brasileiro e seus desafios para o futuro. São Paulo: Saint Paul, 2012. p. 44.)

[118] "*Apesar de apresentar requisitos de listagem menos severos que os do mercado tradicional – com um patamar reduzido de lucratividade nos dois exercícios anteriores ao IPO -, o Neuer Markt compensava essa flexibilidade com regras mais duras com relação à transparência, como a*

desenvolvimento do mercado de capitais alemão e servir de referência para a reinvenção do "produto-ação" e criação do Novo Mercado no Brasil.

O *Neuer Markt*, porém - diferentemente do que ocorreu no Brasil - atraiu, principalmente, empresas de setores emergentes do mercado, quais sejam, *software*, biotecnologia e microeletrônica.

Não obstante o sucesso inicial do referido segmento da Bolsa alemã, é preciso apontar que as ações das companhias negociadas no Neuer Markt no ano de 2001 tiveram desempenho desastroso. Era o início de seu fim!

A forma de avaliação das empresas listadas neste segmento e a ausência de robustez de seus modelos de negócios (ligados ao setor de tecnologia), aliadas à falta de transparência e constatação de *insider trading* e fraudes nas empresas listadas foram alguns dos elementos condutores do fracasso do *Neuer Markt*. Citando, mais uma vez, a inspiração do *Neuer Markt* na história do Novo Mercado[119]:

> Quando a esse movimento se somaram escândalos envolvendo o mau uso de informações privilegiadas (insider trading) e também a falência de algumas empresas, a imagem dos novos mercados estava arranhada para sempre. De "galinhas dos ovos de ouro" passaram a "*penny bazaars*", expressão em língua inglesa utilizada para denominar o equivalente às nossas lojas de R$ 1,99.

Mesmo com a tentativa do Deutsche Börse, órgão responsável pela administração da Bolsa de Valores de Frankfurt, de recuperar a confiança do mercado mediante a reformulação do *Neuer Markt*, a queda dos índices de liquidez das bolsas de valores em todo o mundo, em conjunto com os fatores apontados acima, fez com que, em 2003, as operações neste segmento fossem encerradas.

---

*obrigatoriedade de publicação dos balanços de acordo com um dos principais padrões internacionais vigentes (ou o IFRS ou o US Gaap), e à governança, como a exigência de um período mínimo de seis meses em que a negociação das ações detidas por executivos e proprietários ficaria interditada (lock-up)*." (Cf. AZEVEDO, Simone. *10 anos de novo mercado*: a história da ousadia que transformou o mercado de capitais brasileiro e seus desafios para o futuro. São Paulo: Saint Paul, 2012. p. 35.)

[119] AZEVEDO, Simone. *10 anos de novo mercado*: a história da ousadia que transformou o mercado de capitais brasileiro e seus desafios para o futuro. São Paulo: Saint Paul, 2012. p. 35.

## 8.2 A RELAÇÃO ENTRE AS AÇÕES PREFERENCIAIS E O RATING DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. OS IMPACTOS NA PERFORMANCE FINANCEIRA DAS COMPANHIAS

Não obstante seja reconhecido o esforço dos institutos e órgãos da regulação e autorregulação na adoção e propagação de medidas que promovam o alinhamento de interesses entre todos os acionistas, ousa-se discordar da prática recomendada de que o capital social das companhias seja composto apenas por ações ordinárias.

Primeiro porque, conforme já ventilado e de acordo com o que será demonstrado adiante, as companhias podem se valer de diversas estruturas societárias que – inclusive com o capital social composto exclusivamente por ações ordinárias – da mesma forma, não garantem o alinhamento de interesses dos acionistas e o equilíbrio entre o direito de voto e o privilégio econômico.

Além disso, diversos estudos empíricos realizados tanto no Brasil[120] (em relação às companhias listadas na B3 – Brasil, Bolsa, Balcão) quanto no exterior[121] (sobre companhias abertas ao redor do mundo) foram capazes de comprovar que não se pode afirmar categoricamente que há uma relação direta

---

[120] Um resumo das principais pesquisas empíricas sobre a relação entre governança corporativa e desempenho, no Brasil, pode ser encontrado em: SILVA, Andre Luiz Carvalhal da.; LEAL, Ricardo Pereira Camara (Org.). *Governança Corporativa:* evidências empíricas no Brasil. São Paulo: Atlas, 2007. v. 1; LOPES, Humberto Elias Garcia; BERNARDES, Patrícia; LARA, Lucas de Carvalho. Governança corporativa e desempenho: um estudo em empresas de capital aberto no Brasil. *Revista Economia e Gestão*, v. 9, n. 19, p. 26-43, 2009. Disponível em: <file://legal/saodfs01/homedirectory/lpadovan/Downloads/461-1455-1-PB.pdf>. Acesso em: 3 out. 2018; FERNANDES, Nirlene Aparecida Carneiro; DIAS, Warley de Oliveira; CUNHA, Jacqueline Veneroso Alves. Governança Corporativa no contexto brasileiro: um estudo do desempenho das companhias listadas nos níveis da BM&FBOVESPA. *Revista Organizações em Contexto*, v. 6, 2011.

[121] WESSELS, Roberto E.; WANSBEEK, Tom; DAM, Lammertjan. What is the relation (if any) between a firm's corporate governance arrangements and its financial performance? (July 4, 2017). *Multinational Finance Journal*, v. 20, No. 4, p. 323-354, 2016. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2997920>. Acesso em: 17 nov. 2017; BHAGAT, Sanjai; BOLTON, Brian. Corporate governance and firm performance. *Journal of Corporate Finance*. v. 14, n. 3. p. 257–273, 2008. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0929119908000242?via%3Dihub>. Acesso em: 10 dez. 2017; CHHAOCHHARIA, Vidhi; GRINSTEIN, Yaniv. Corporate governance and firm value: the impact of the 2002 governance rules. *Journal of Finance*, v. 62. p. 1789–1825, 2007. Disponível em: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2007.01257.x>. Acesso em: 15 dez. 2017.

entre a estrutura do capital social (*duas class*) e bons níveis de governança corporativa.

Se por um lado, a concentração de ações ordinárias nas mãos do acionista controlador poderia sugerir níveis “ruins” de governança corporativa, tal fato pode - por outro lado – conduzir à adoção de melhores práticas de governança corporativa pelas companhias como forma de “compensar” essa maior probabilidade de expropriação da riqueza dos acionistas, em decorrência do capital social votante concentrado.

Se a experiência demostrou que não se pode assegurar de forma inconteste que bons níveis de governança corporativa estão diretamente relacionados à composição do capital social unicamente por ações ordinárias, sequer é possível garantir que há relação direta e causal entre bons níveis de governança corporativa e o desempenho financeiro das companhias.

A esse respeito e sem pretender adentrar ou comparar os métodos estatísticos e/ou as variáveis (endógenas ou exógenas) e equações utilizadas nos trabalhos empíricos efetuados sobre a governança corporativa e os impactos no desempenho financeiro das companhias, vale citar trecho da pesquisa conduzida pelo prof. da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, Alexandre di Miceli da Silveira[122]:

> [...] ainda não existe um arcabouço teórico ou evidências empíricas conclusivas sobre como (e se) os mecanismos de governança corporativa influenciam o desempenho corporativo e sobre como esses mecanismos se relacionam, se de forma complementar ou substituta.
> [...]
>
> Como consequência do atual estado de subdesenvolvimento da teoria sobre governança corporativa, as regressões com equações isoladas entre mecanismos de governança e desempenho, utilizadas na maioria dos estudos, apontam apenas relacionamentos de equilibrio, e não relacionamentos causais. Talvez também em consequência da ausência de modelos formais,

[122] SILVEIRA, Alexandre di Miceli da. *Governança corporativa e estrutura de propriedade:* determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil. 2004. Tese (Doutorado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004. doi:10.11606/T.12.2004.tde-23012005-200501. p. 13 e 83. Disponível em: <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-23012005-200501/pt-br.php>. Acesso em: 3 out. 2018.

> as evidências empíricas dos estudos sobre governança corporativa têm se mostrado contraditórias e não conclusivas.

Nesse mesmo sentido, é a conclusão de um estudo conduzido por estudiosos da Universidade de Groningen, na Holanda[123]:

> Esse resultado pode ser interpretado, sem quaisquer outras considerações, de forma que um aumento nas medidas de governança corporativa está associado a um aumento do desempenho financeiro. Ao estimar uma regressão no desempenho de governança corporativa, podemos demonstrar que o coeficiente de regressão, em termos estatísticos, é altamente relevante.
> No entanto, nesse caso, a correlação diz respeito à associação e não causalidade, uma vez que a estimativa não leva em consideração as oportunidades e restrições que as companhias enfrentam quando tomam decisões de alocação de recursos. (tradução nossa).

Diante disso, é preciso considerar muitas outras variáveis, as particularidades e os fatores endógenos que levam às companhias a adotarem determinada estrutura de capital social. Em muitos casos, uma estrutura *dual class* transparente pode ser a que melhor alinhe os interesses de todos os acionistas e demais *stakeholders* da companhia.

---

[123] No original: "*This result can be interpreted, absent other considerations, that an increase in our measure of corporate governance is associated with an increase in our measure of financial performance. By estimating a regression of performance on governance, we could show that the regression coefficient is statistically highly significant. However, in that case, the correlation is measuring association and not causation since the estimate does not take into consideration the opportunities and constraints that firms face when taking allocation decisions*." (WESSELS, Roberto E.; WANSBEEK, Tom; DAM, Lammertjan. What is the relation (if any) between a firm's corporate governance arrangements and its financial performance? (July 4, 2017). *Multinational Finance Journal*, v. 20, No. 4, p. 323-354, 2016. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2997920>. Acesso em: 17 nov. 2017.)

# 9 AS ESTRUTURAS SOCIETÁRIAS E O (DES)ALINHAMENTO DE INTERESSES DOS ACIONISTAS

Um interessante estudo do Manual de Contabilidade Societária da FIPECAFI[124], apontado no voto da ex-diretora da CVM - Ana Novaes, no âmbito do pedido de registro de emissor da Azul S.A. em 2013[125], evidencia o desalinhamento de interesses e a desproporcionalidade entre o poder político e o privilegio econômico (correspondente ao benefício patrimonial do investidor como retorno do seu aporte de capital) que ocorrem ainda que em sociedades com capital social composto exclusivamente por ações ordinárias.

O levantamento feito pelos professores da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo (FEA-USP) diferencia os conceitos de propriedade e controle e dá alguns exemplos objetivos em que o poder de voto não corresponde à participação que a ação ordinária representa no capital social da companhia.[126]

O primeiro exemplo (Exemplo 1)[127] trata da hipótese em que determinada companhia (companhia A) detém diretamente: (i) 70% do capital social da companhia B; e (ii) 20% do capital social da companhia C. A companhia B, por sua vez, detém diretamente 40% do capital social da companhia C.

Nesta situação hipotética, a companhia A controla a companhia C (poder político), já que exerce seu poder de voto diretamente (20%) e indiretamente através do poder de voto de sua controlada - companhia B (40%). Sendo assim, a

---

[124] MARTINS, Eliseu et al. *Manual de contabilidade societária*: aplicável a todas as sociedades. 3. ed. FIPECAFI – Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras, FEA/USP. São Paulo: Atlas, 2018. p. 707-714.

[125] Processo Administrativo CVM RJ2013/5993. Rel. Diretora Ana Novaes, de 28.01.2014, no julgamento do recurso interposto pela Azul S.A. contra indeferimento de Pedido de Registro Inicial de Emissor de Valores Mobiliários - Categoria A - Sem Oferta Concomitante. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/descol/respdecis.asp?File=8923-2.HTM#_ftnref21>. Acesso em: 26 nov. 2016.

[126] A conclusão da análise aposta no referido Manual é tão interessante e importante para a condução deste trabalho que será reproduzido um breve resumo dos exemplos tratados pelos professores da FEA/USP.

[127] Para elucidar os exemplos ora tratados, as figuras representativas das estruturas de capital social foram incluídas como ANEXO A – Exemplos de Estruturas de Capital Social a este trabalho.

companhia A é titular do direito de voto que lhe assegura a maioria (60%) nas deliberações da assembleia geral de acionistas da companhia C.

Por outro lado, o benefício econômico obtido pela companhia A como sociedade controladora da companhia C é de apenas 48%. Isso porque, a vantagem patrimonial oferecida à companhia A deverá corresponder a 20% (em decorrência de sua participação direta) somada a 28% (em decorrência de sua participação indireta, através da companhia B: 70% de 40% = 28%).

Dessa forma, a desproporção entre o poder político e a vantagem patrimonial se verifica em um cenário em que o capital social das companhias é composto exclusivamente por ações ordinárias.

O segundo exemplo (Exemplo 2) hipotético trata da desproporção em sentido inverso, ou seja, em que o privilégio econômico é maior do que o poder político em um conglomerado de companhias cujo capital social é formado apenas por ações ordinárias.

No Exemplo 2, tem-se que determinada companhia (companhia A) detém diretamente: (i) 60% do capital social da companhia B; e (ii) 45% do capital social da companhia C. A companhia B, por sua vez, detém diretamente: (i) 40% do capital social da companhia D; e (ii) 55% do capital social da companhia E. E a companhia C detém diretamente 60% do capital social companhia D.

Nesse cenário, a companhia B é controlada direta da companhia A e a companhia E é controlada indireta da companhia A, pois E é controlada por B. A companhia C, por sua vez, é coligada de A e controladora da companhia D.

Nota-se, assim, que a companhia D não é controlada por A, já que a companhia B possui apenas 40% do capital votante (poder político) da companhia D. No entanto, a companhia A é proprietária de 51% do patrimônio (privilégio econômico) da companhia D (correspondentes a 45% de 60% = 27%, através da companhia C, mais 60% de 40% = 24%, através da companhia B).

Por outro lado, em relação à companhia E que é controlada pela companhia A (55%), apenas 33% de seu patrimônio é de propriedade da

companhia A, aplicando-se o mesmo fundamento lógico (60% de 55% por parte da companhia B = 33%).

O que se vê, portanto, é que a desproporção entre poder político e privilégio econômico ocorre, inclusive, nas companhias em que o capital social é composto exclusivamente por ações ordinárias, o que fragiliza o princípio de uma ação, um voto como prática recomendada para alinhamento entre controle e propriedade. Assim como em determinadas companhias que possuem ações preferenciais, há casos em que o alinhamento de interesses entre todos os sócios não está garantido nas companhias aderentes ao princípio “one share, one vote”.

Além disso, a partir dos exemplos acima reproduzidos verifica-se que embora os “conceitos” de relação de controle e propriedade possam se igualar em determinadas situações, são distintos e desproporcionais a depender da estrutura societária em que estão inseridos (sem que necessariamente envolva companhias com ações preferenciais emitidas).

A adoção de estrutura de capital social composta por ações preferenciais, como é o caso da companhia Azul S.A. pode, inclusive, ser mais transparente que a maioria dos outros mecanismos presentes no Brasil (utilizados por companhias só com ações ordinárias emitidas) de dissociação entre poder político e vantagem patrimonial.

Da mesma forma é o cenário mundial. Como já discorrido no Capítulo 5.1, o Google adota uma estrutura “dual class” representada por ações com “super” direitos de voto, em que o grupo controlador é formado pelos fundadores Larry Page e Sergey Brin, e o diretor presidente Eric Schmidt. E seria arriscado dizer que a forma de condução dos negócios por tais figuras é prescindível para garantir o sucesso do Google ou que a estrutura acionária adotada por esta empresa é incapaz de garantir o alinhamento de interesses entre todos os acionistas.

Daí se conclui que a melhor governança corporativa certamente é aquela adotada pelas companhias que são capazes de divulgar ao mercado a sua própria estrutura de capital social e o seu propósito de forma bastante transparente e completa - independentemente da espécie de ações em que se divide o seu capital social - cabendo ao mercado precificar um possível desalinhamento de

interesses e decidir se a presença do acionista controlador é essencial ou prejudicial ao desenvolvimento dos negócios da companhia.

Em suma, a decisão de aportar recursos ou não em companhias com ações preferenciais compete aos investidores e a estrutura de capital social formada apenas por ações ordinárias não pode representar a única opção da companhia (que se vê obrigada a aderir ao Novo Mercado, sob pena de ser mal vista do ponto de vista de governança corporativa) para poder captar recursos no mercado de capitais brasileiro.

# CAPÍTULO IV

# A REVALORIZAÇÃO DO PAPEL E A UTILIZAÇÃO SOFISTICADA DAS AÇÕES PREFERENCIAIS

As ações preferenciais sem direito de voto (*dual class shares*), como visto, são bastante criticadas pelos participantes do mercado. Investidores institucionais, órgãos reguladores e autorreguladores, diversos juristas e economistas defensores da bandeira "uma ação, um voto" estão dispostos a acabar, de uma vez por todas, com a sua utilização pelas companhias[128], sob o argumento de que elas não são aderentes às melhores práticas de governança corporativa.

Não obstante a forte campanha contrária à sua utilização, verifica-se uma tendência na estruturação de capital social *dual class* pelas companhias ao redor do mundo[129] e, em especial no Brasil, as ações preferenciais se revalorizaram e têm sido utilizadas de forma bastante sofisticada pelas companhias.

Porque os investidores e outros participantes do mercado preferem "abrir mão" de uma boa governança corporativa (a partir da suposição de que haja uma relação direta e inversa entre esta e a emissão de ações preferenciais, apenas

---

[128] Cf. Sharfman: "*As part of the movement's renewed advocacy against dual class shares, the Council of Institutional Investors (CII), the trade organization that represents the movement, has asked the S&P Dow Jones Indices, MSCI Inc., and FTSE Russell to exclude Snap Inc. and other companies with non-voting stock from their indexes unless they include extremely restrictive provisions such as maximum sunset provisions of three to five years. Moreover, consistent with the CII's general policy, the requests to these index providers also advocated for a forced conversion to one share, one vote of all existing dual class share structures unless the majority of the non-super-voting common shares vote in favor of extending the dual class structures for a maximum of five years.*" (SHARFMAN, Bernard S. A Private Ordering Defense of a Company's Right to Use Dual Class Share Structures in IPOs. *Villanova Law Review*, v. 63, No. 1, 2018. p. 3. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2986164>. Acesso em: 13 set. 2018.)

[129] "*Besides Snap Inc., companies with dual class shares include Alphabet Inc. (more commonly known as Google), LinkedIn (acquired by Microsoft for $26 billion in 2016), Comcast, Zoetis, Inc., Nike, Inc., Facebook, Inc., and Alibaba Group.[3] Three of these companies, Alphabet, Facebook, and Alibaba, ranked in the top fifteen in the world based on the market value of their common stock in 2017*". (SHARFMAN, Bernard S. A Private Ordering Defense of a Company's Right to Use Dual Class Share Structures in IPOs. *Villanova Law Review*, v. 63, No. 1, 2018. p. 2. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2986164>. Acesso em: 13 set. 2018.).

para fins da discussão acadêmica) e investir em companhias em que o controle está dissociado da propriedade é o que se pretende esclarecer a seguir.

# 10 A CRIAÇÃO DE VALOR ATRAVÉS DA ESTRUTURA "DUAL CLASS"[130]

Uma das razões pelas quais os investidores decidem aportar recursos em uma companhia cujo capital social é composto por espécies ou classes de ações que não possuem direito de voto é exatamente a característica da ausência do poder de decisão dos minoritários.

É preciso esclarecer que cada acionista possui uma perspectiva e uma intenção diferente ao aportar recursos em uma companhia. Para alguns, a figura daquele determinado acionista controlador é fundamental para garantir o retorno de seu investimento; o acionista investidor confia e acredita que seu retorno financeiro será mais vantajoso caso o acionista controlador e a administração por ele eleita consiga conduzir as atividades da companhia de acordo com a sua perspectiva do negócio, sem a possibilidade de interferência de acionistas minoritários[131].

Dessa forma, o retorno financeiro de seu investimento não estaria vinculado a um conjunto de mecanismos específicos propagados pela governança corporativa, mas contrariamente, à ausência do poder de decisão e "desvirtuamento" da condução dos negócios pelos acionistas minoritários. Essa visão vai de encontro com a premissa de que a concentração do controle nas mãos do sócio empreendedor favorece a expropriação da riqueza dos acionistas investidores e se dá em detrimento da maximização do valor da companhia.[132]

---

[130] O conceito "dual class" será utilizado aqui e deverá ser interpretado de forma restrita, com foco especialmente nas ações sem direito de voto.

[131] É o caso, por exemplo, do Facebook, em que a figura do acionista controlador e fundador Mark Zuckberg é considerada imprescindível para o sucesso do negócio.

[132] A esse respeito, Z. Goshen e A. Hamdani: "*Under our framework, control allows entrepreneurs to pursue business strategies that they believe will produce above-market returns by securing the ability to implement their vision in the manner they see fit. The entrepreneur values control because it protects her against the possibility of subsequent midstream investor doubt and objections regarding either the entrepreneur's vision or her abilities. Control matters because business ideas take time to implement. This ongoing process requires numerous decisions, ranging from day-to-day management issues to major strategic choices. Perhaps the most important decision is whether to continue a business, change its course, or close it down. However, investors and entrepreneurs often need to make these decisions under conditions of asymmetric information or differences of opinion. Investors cannot always observe the entrepreneur's efforts, talents, and actions. Therefore, it is hard for investors to determine the real*

Outro motivo para que os investidores optem por adquirir ações sem direito de voto ou com restrição ao direito de voto está relacionado ao entendimento de que os custos de agência não são os únicos que precisam ser minimizados em uma companhia. Os investidores – muito bem informados – estão interessados em minimizar os custos totais do controle, inclusive os custos decorrentes de conflitos entre os próprios acionistas controladores e investidores (o que tem sido intitulado de "teoria dos custos do agente principal"[133]).

Nesse sentido, muitas vezes os investidores percebem que os valores genuínos da autoridade do acionista controlador precisam ser preservados e que o melhor caminho para minimizar os custos totais do controle é através da retenção do poder dos acionistas controladores que possuem uma visão idiossincrática dos negócios da companhia[134]. Essa visão característica do acionista controlador, mais do que compensa eventuais aumentos nos custos de agência, já que é capaz de preservar os valores para o desempenho de longo-prazo da companhia.

---

*cause of a corporation's poor performance: it could be the entrepreneur's incompetence or laziness, temporary business setbacks, or simply bad luck. Since the entrepreneur commonly knows more about the business and her own efforts and talent than investors, she has the ability to exploit investors by the way she manages the business. Investors will wish to contain this risk of agency costs by maintaining the right to close the business down or fire the entrepreneur. Even when investors and entrepreneurs have the same information, the complexity of the business and the uncertainty of the future might yield different beliefs as to the potential success or failure of the business. Consequently, under conditions of asymmetric information or differences of opinion, entrepreneurs and investors may disagree over whether a business should continue and in what fashion. Thus, in our framework, both investors and entrepreneurs value control, but for different reasons. The entrepreneur wants to retain control over management decisions to pursue her idiosyncratic vision for producing abovemarket returns. That is, control enables entrepreneurs to capture the value that they attach to the execution of their idiosyncratic vision. Investors, by contrast, value control because it allows them to minimize agency costs.*" (GOSHEN, Zohar; HAMDANI, Assaf. Corporate Control and Idiosyncratic Vision. *The Yale Law Journal*. New Haven: The Yale Law Journal Co., v. 125, 2016, p. 565-566.)

[133] Essa teoria foi desenvolvida pelo professor da Universidade de Columbia - Zohar Goshen e pelo professor da Universidade de Fordham - Richard Squire (GOSHEN, Zohar; SQUIRE, Richard C. Principal costs: a new theory for corporate law and governance. *Columbia Law Review*, v. 117, No. 767, 2017. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2571739>. Acesso em: 12 jan. 2018.)

[134] Citando Sharfman: "*Therefore, when shareholders allow the bargaining to result in an IPO with a dual class share structure, they are expressing their understanding that the "genuine values of authority" needs to be preserved and that the best way to minimize total control costs is through the retaining of control by those insiders who possess an idiosyncratic vision*." (SHARFMAN, Bernard S. A Private Ordering Defense of a Company's Right to Use Dual Class Share Structures in IPOs. *Villanova Law Review*, v. 63, No. 1, 2018. p. 29. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2986164>. Acesso em: 13 set. 2018.)

Um outro fator considerado pelos investidores, ainda, é o nível de acesso e conteúdo das informações divulgadas pelas companhias. A transparência e qualidade das informações disponibilizadas pelas companhias são mais relevantes e trazem mais retorno aos sócios-financiadores das companhias do que a estrutura de propriedade e controle por ela adotada[135]. Assim, as companhias com maior e melhor nível de *disclosure* de suas informações propiciam uma avaliação mais precisa dos investimentos e a alocação dos recursos pelos investidores de forma mais eficaz, independentemente da composição de seu capital social.

Por fim, a defesa da estrutura aderente ao princípio uma ação, um voto como melhores práticas de governança corporativa é relativamente recente e ainda não foi incorporada pelo mercado no seu processo de análise das companhias.

[135] Essa foi a conclusão do estudo empírico conduzido pelo professor da FEA/USP, Alexandre di Miceli da Silveira: "*Em todas as especificações e abordagens econométricas, o sub-índice de transparência (IGOV10) apresentou uma relação positiva bem mais significante com as variáveis de desempenho do que o sub-índice de estrutura do conselho e de propriedade e controle (IGOV20 ou IGOV8). Este resultado sugere que o mercado atribui maior importância a práticas de acesso e conteúdo das informações do que à estrutura de governança das empresas*". (SILVEIRA, Alexandre di Miceli da. *Governança corporativa e estrutura de propriedade:* determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil. 2004. Tese (Doutorado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004. doi:10.11606/T.12.2004.tde-23012005-200501. p. 203. Disponível em: <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-23012005-200501/pt-br.php>. Acesso em: 04 out. 2018.)

# 11 O CASO AZUL E A ATUAÇÃO DA CVM

As discussões sobre as estruturas “dual class”, considerando a criação de valor e o alinhamento com as melhores práticas de governança corporativa ganharam destaque na CVM com o pedido de abertura de capital realizado pela empresa aérea Azul S.A. no segundo semestre de 2013.

De acordo com o estatuto social da companhia que, a princípio, foi rejeitado pela área técnica da CVM, as ações preferenciais atribuíam direitos econômicos a seus titulares bastante superiores aos atribuídos às ações ordinárias.

Tal estrutura foi proposta com o intuito de garantir o controle nacional da companhia aérea[136] e, ao mesmo tempo, permitir a capitalização da companhia, fazendo com que, na prática, houvesse um deslocamento entre a exposição econômica e o poder político das ações ordinárias.

Mais detalhes envolvendo o caso estão descritos a seguir.

## 11.1 BREVE DESCRIÇÃO DOS FATOS

Em 24 de maio de 2013, a Azul S.A., companhia aérea brasileira, requereu pela primeira vez junto à CVM a concessão do registro de companhia aberta na categoria A juntamente com o pedido de oferta pública de distribuição primária e secundária de ações preferenciais de emissão da companhia.

A Superintendência de Relações com Empresas (SEP), área técnica da CVM responsável pela concessão do registro de companhia aberta, no entanto, oficiou a companhia por supostas irregularidades em seu estatuto social, entre outros. A Azul S.A., então, desistiu do pedido de oferta, e quanto ao pedido de

[136] Até meados de dezembro de 2018, havia restrições legais ao capital estrangeiro em empresas de transporte aéreo. Por meio da Medida Provisória (MP) n° 863/2018, o Governo Federal eliminou as restrições existentes ao capital estrangeiro em empresas de transporte aéreo, revogando o limite de 20% estabelecido pelo Código Brasileiro de Aeronáutica (CBA, Lei n° 7.565/1986).

registro de companhia aberta apresentou defesa discordando dos fundamentos apresentados pela SEP.

Com relação à irregularidade apontada pela SEP e que interessa ao presente estudo, a SEP entendeu que o artigo 5º do estatuto social da Azul S.A., à época, não estava em conformidade com o § 2º, do artigo 15, da Lei das S.A.[137], uma vez que "*o referido dispositivo não trata somente de uma proporção em termos de quantidade de ações, mas também de uma proporção em termos de aporte econômico. Assim, o poder político deve guardar uma relação com o volume de recursos aplicado no negócio*"[138]. O artigo 5º do estatuto social da Azul S.A. vigorava com a seguinte redação:

> Art. 5° - O capital social da Companhia, totalmente integralizado em moeda corrente nacional, é de R$ 473.968.512,62 (quatrocentos e setenta e três milhões, novecentos e sessenta e oito mil, quinhentos e doze reais e sessenta e dois centavos), dividido em 464.482.529 (quatrocentas e sessenta e quatro milhões, quatrocentas e oitenta e duas mil, quinhentas e vinte e nove) ações ordinárias, 83.395.080 (oitenta e três milhões, trezentas e noventa e cinco mil e oitenta) ações preferenciais, todas nominativas e sem valor nominal.
> [...]
>
> **Parágrafo Terceiro** – As ações ordinárias são conversíveis em ações preferenciais, a critério dos respectivos titulares dessas ações, na proporção de 75 (setenta e cinco) ações ordinárias para cada ação preferencial, desde que estejam inteiramente integralizadas e não haja violação à proporção legal de ações ordinárias e preferenciais.
> [...]
>
> **Parágrafo Décimo** – As seguintes preferências e vantagens são garantidas às ações preferenciais de emissão da Companhia:
> (i) prioridade no reembolso de capital;
> (ii) direito de serem incluídas em oferta pública de aquisição de ações em decorrência de alienação de controle da companhia nas mesmas condições e ao preço por ação equivalente a 75 (setenta

[137] Art. 15...
§ 2o O número de ações preferenciais sem direito a voto, ou sujeitas a restrição no exercício desse direito, não pode ultrapassar 50% (cinquenta por cento) do total das ações emitidas. (BRASIL. *Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. Dispõe sobre as sociedades por ações. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm>. Acesso em: 18 ago. 2018.)

[138] Conforme Ofício/CVM/SER/SEP nº 48/2013 transcrito no relatório do voto proferido pela ex-diretora da CVM Ana Novaes no Processo Administrativo CVM RJ2013/5993 (Reg. Col. nº 8923/2013), no julgamento do recurso interposto pela Azul S.A. contra indeferimento de Pedido de Registro Inicial de Emissor de Valores Mobiliários - Categoria A - Sem Oferta Concomitante. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0010/8923-2.pdf>. Acesso em: 17 fev. 2018.

> e cinco) vezes o preço por ação pago ao acionista controlador alienante;
> (iii) direito ao recebimento de valores equivalentes a 75 (setenta e cinco) vezes o valor atribuído às ações ordinárias, em caso de liquidação da companhia, quando da divisão dos ativos remanescentes entre os acionistas; e
> (iv) direito ao recebimento de dividendos iguais a 75 (setenta e cinco) vezes o valor pago a cada ação ordinária.
>
> (destaquei)

Em vista da redação do artigo 5º do estatuto social da Azul S.A. acima transcrito, a SEP concluiu que a possibilidade de conversão de ações ordinárias em ações preferenciais na proporção de 75 para 1 e o direito de recebimento de dividendos pelas ações preferenciais em montante 75 vezes superior ao pago a cada ação ordinária, entre outras vantagens, violariam o princípio da proporcionalidade propagado pelo §2º, do artigo 15, da Lei das S.A.

A Azul S.A. sustentou em sua resposta - em síntese - que o limite estabelecido no § 2º, do artigo 15, da Lei das S.A., trata exclusivamente do percentual de ações preferenciais sem direito a voto, ou sujeitas à restrição desse direito, que poderá ser emitida considerada a quantidade total de ações em que se divide o capital social da companhia e que esta proporção estaria sendo observada pelo documento societário da Azul S.A. Desse modo, a criação de ações "superpreferenciais"[139] pelo estatuto social da Azul S.A. não violaria tal dispositivo legal.

A SEP, então, solicitou esclarecimentos adicionais à Azul S.A., levando em consideração uma interpretação histórica da Lei das S.A., por meio da análise do parecer do Ex-Deputado Emerson Kapaz apresentado à Comissão de Economia, Indústria e Comércio no Projeto de Lei nº 3.519/97, que deu ensejo à publicação da Lei nº 10.303/2001[140].

---

[139] A SEP, no entanto, ao apreciar os argumentos da Azul S.A. manifestou o entendimento de que: "*o caso da Azul parece não se enquadrar nas situações conhecidas como "superpreferenciais", uma vez que as ações não apresentam uma grande vantagem econômica aos preferencialistas, apenas traduzem parte da diferença nos aportes econômicos*". (Processo CVM nº RJ2013/5993. Relatório de Análise RA/CVM/SEP/GEA-2/Nº 111/2013, 15 out. 2013. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0010/8923-0.pdf>, p.11. Acesso em: 17 fev. 2018)

[140] Esse Relatório, conforme já tratado no capítulo 2, item 6, traz uma proposta de eliminação da ação preferencial sem direito a voto: "[...] *depois de análise detida da questão, inclusive em face*

A Azul S.A., mais uma vez, reforçou seus argumentos com base em uma interpretação literal do texto da lei societária. De acordo com o Relatório de Análise da SEP[141]:

> [...] a Companhia entendeu que: (i) nos termos da lei, o valor do capital social de uma companhia não é referência para a fixação do percentual máximo de ações preferenciais com restrições ao direito de voto; (ii) também nos termos da lei, as ações preferenciais podem ter direito ao recebimento de dividendos superiores aos dividendos pagos aos titulares das ações preferenciais, bem como a outras preferências, desde que clara e expressamente descritas no Estatuto Social; e (iii) a Lei das Sociedades por Ações permite preços de emissão diferentes entre as ações ordinárias e preferenciais, viabilizando, assim, o aumento substancial de ingressos de capital oriundos das ações preferenciais, a conclusão é de que não há proporção estabelecida por lei entre a exposição econômica e o poder político em uma sociedade por ações, havendo apenas a proporção entre a quantidade de ações ordinárias e de ações preferenciais a ser respeitada.

Diante disso, a Azul S.A. reiterou seu entendimento de que o disposto no caput do artigo 5º, combinado com os parágrafos 3º e 10º, de seu estatuto social atendia integralmente ao que prescreve o parágrafo 2º, do artigo 15, da Lei das S.A. A SEP, no entanto, indeferiu o pedido de registro de emissor da Azul S.A.

A Azul S.A., por sua vez, interpôs recurso ao Colegiado da CVM, basicamente, reiterando os fundamentos já apresentados e sustentando que o entendimento da SEP não estaria amparado pela Lei das S.A., de modo que tal decisão violaria o princípio da legalidade.

A Procuradoria Federal Especializada da CVM (PFE) se manifestou no sentido da manutenção da decisão de indeferimento proferida pela SEP, diante do modelo juridicamente impossível proposto pela Azul S.A., já que por meio de

---

*da experiência internacional, chegamos à conclusão de que há um verdadeiro e injustificável exagero na permissão de emissão de tal classe de ações até 2/3 do capital. Acreditamos — e o direito comparado assim aponta — que o percentual de 50% seria mais que suficiente para permitir a capitalização da empresa, sem, contudo, manter a distorção atual em que se pode exercer o controle de uma empresa com a propriedade de pouco mais que 15% do capital*". (KAPAZ, Emerson. Relatório sobre os projetos de lei nº 3.115/97, 3.519/97 e 1.000/99 à Comissão de Economia, Indústria e Comércio da Câmara dos Deputados. In. REPÚBLICA FEDERATIVA DO BRASIL. *Diário da Câmara dos Deputados*. Brasília (DF), ano LV, nº 72, 20/04/2000, p. 717).

[141] Processo CVM nº RJ2013/5993. Relatório de Análise RA/CVM/SEP/GEA-2/Nº 111/2013, 15 out. 2013. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0010/8923-0.pdf>, p.2. Acesso em: 17 fev. 2018.

uma interpretação histórica do artigo 15, § 2º, da Lei das S.A. estaria claro que o objetivo da limitação da emissão de ações preferenciais a 50% do total de ações emitidas pela companhia, seria também a manutenção do equilíbrio entre o aporte econômico e o poder político. Além disso, por se tratar de norma de caráter cogente, o artigo 15, § 2º, da Lei das S.A. deveria ser respeitado, para evitar a formação de conflitos entre os acionistas, considerando o equilíbrio entre o poder político e o privilégio econômico na sociedade anônima.

Não obstante tais manifestações, o órgão colegiado da CVM deliberou, de forma unânime, pela legalidade do artigo 5º do estatuto social da Azul, dando provimento ao recurso da Companhia, de forma muito sucinta, sob o fundamento de que a Lei das S.A. passou a admitir a dissociação entre os interesses econômicos e políticos com a nova redação dada ao artigo 15, §2º.[142]

Essa é a síntese do necessário para possibilitar as considerações que serão feitas a seguir.

[142] Por questões outras, inclusive de mercado, a Azul S.A. desistiu do pedido de oferta pública e não prosseguiu com o pedido de registro de companhia aberta em 2013. Em 2017, com a mesma estrutura de capital formada por ações "superpreferenciais", a Azul S.A. voltou a requerer os registros de companhia aberta e de oferta pública de distribuição primária e secundária de ações preferenciais junto à CVM, sendo que o registro de companhia aberta foi concedido pela Autarquia em 07 de abril de 2017. As ofertas primária e secundária de ações preferenciais da Azul S.A. foram registradas pela CVM em 11 de abril de 2017, sob os nºs CVM/SRE/REM/2017/003 e CVM/SRE/SEC/2017/003, respectivamente. Mais informações sobre as ofertas públicas de ações da Azul S.A. podem ser obtidas no site da CVM, nos documentos de oferta de distribuição pública. Disponível em: <http://siteempresas.bovespa.com.br/consbov/ArquivoComCabecalho.asp?motivo=&protocolo=557638&funcao=visualizar&Site=C>. Acesso em: 17 fev. 2018.

## 11.2 INTERPRETAÇÃO HISTÓRICA[143] *VS*. INTERPRETAÇÃO SISTEMÁTICA DA LEI DAS SOCIEDADES POR AÇÕES (O ENTENDIMENTO DA CVM)

Como visto, por meio de uma interpretação histórica do artigo 15, § 2º, da Lei das S.A.[144], a SEP concluiu que referido dispositivo legal teria a pretensão de tratar não apenas da proporção em termos de quantidade de ações, mas também proporcionar um equilíbrio em relação ao aporte econômico, considerando o capital social total da companhia, de modo que a estrutura proposta pela Azul S.A. não seria sustentável.

Verifica-se que a posição da SEP foi muito além da proporção defendida pelo princípio "uma ação, um voto" e é manifestamente contrária aos dispositivos da lei societária sobre o assunto. A partir de uma interpretação sistemática, porém, é possível identificar que a desproporcionalidade entre a quantidade de ações e o aporte econômico não só é permitida pela Lei das S.A. como foi por ela incentivada. E esse foi o entendimento do Colegiado da CVM.

Antes de adentrar nos fundamentos legais pelos quais entende-se que a desproporção entre "poder político e privilégio econômico", "quantidade de ações e aporte econômico" é possível e permitida pela Lei das S.A., faz-se oportuna a transcrição de trecho do artigo do i. jurista Jorge Lobo sobre a interpretação sistemática, em obra coletiva destinada à reforma da Lei das S.A. em 2001[145]:

> A unidade do sistema jurídico pressupõe relações necessárias entre várias disposições legais, que são estudadas através 'do elemento sistemático, que se desdobra em relações de subordinação (relacionamento do preceito isolado com os princípios gerais do sistema jurídico); de conexão (o preceito deve ser interpretado em função do contexto, jamais isoladamente, pois

---

[143] Reproduzindo as palavras do i. professor Jorge Lobo em obra coletiva destinada à reforma da Lei das S.A.: "[...] *deve o intérprete "procurar o sentido imanente ao texto e não o que o elaborador teve em mira", como, in casu, sobretudo porque a estória da Reforma da Lei das Sociedades Anônimas não deixa dúvidas de que a imensa maioria dos membros do Congresso Nacional que a aprovaram nem sequer a conheciam* [...]" (LOBO, Jorge. Emissão de Ações Preferenciais sem Direito de Voto. In: LOBO, Jorge (Org.) *Reforma da Lei das Sociedades por Ações:* inovações e questões controvertidas da Lei nº 10.303, de 31.10.2001. Rio de Janeiro: Forense, 2002. p. 154)

[144] Para mais informações sobre a trajetória legislativa e os objetivos balizadores das reformas do art. 15, § 2º da lei societária brasileira, que foram considerados pela SEP para indeferir o pedido de registro de companhia aberta feito pela Azul S.A., vide o capítulo II, item 6 acima.

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

> cada trecho é desenvolvimento de um plano lógico, cada artigo só é compreensível se o situarmos perante os que o antecedem ou o sucedem) e de analogia (buscam-se semelhanças entre os preceitos. Não confundir com a analogia, que supre lacunas das fontes do direito)'.

Logo no primeiro capítulo da exposição justificativa do Projeto da Lei das S.A. a desproporção em termos de aporte econômico e número de ações é evidenciada: "*a) suprime, dentre as características da companhia, a igualdade do valor nominal de todas as ações (art. 10), porque admite a existência de ações sem valor nominal (at. 11)*".[146]

A ex-diretora da CVM - Ana Novaes, relatora do caso Azul S.A., ao tratar da correlação entre o capital aportado e a quantidade de ações, fez a seguinte avaliação[147]:

> E aqui está a principal razão pela qual acredito que houve uma mudança clara e intencional na redação do dispositivo referente ao percentual das ações preferenciais, que deixou de ter como referência o capital, e passou a adotar o total de ações emitidas pela companhia. E não poderia ser diferente. A partir do momento em que a lei admite ações sem valor nominal, não mais se pode assegurar uma proporcionalidade entre o capital aportado e o número de ações, isto é, entre o interesse econômico e o político.

O § 2º, do artigo 13, da Lei das S.A., por sua vez, passou a admitir a emissão de ações pelas companhias por preço superior ao valor nominal[148].

Na sequência da análise sistemática da Lei das S.A., o artigo 170 permite a fixação pelas companhias de preços de emissão distintos nos aumentos de capital mediante subscrição de ações se, quer pela perspectiva de rentabilidade da companhia; pelo valor do patrimônio líquido da ação; e/ou pela cotação das

---

[146] LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A lei das S.A. (pressupostos, elaboração, aplicação)*. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1997. v.1, p. 223.

[147] Processo Administrativo CVM RJ2013/5993. Rel. Diretora Ana Novaes, de 28.01.2014, no julgamento do recurso interposto pela Azul S.A. contra indeferimento de Pedido de Registro Inicial de Emissor de Valores Mobiliários - Categoria A - Sem Oferta Concomitante. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/descol/respdecis.asp?File=8923-2.HTM#_ftnref21>. p. 10. Acesso em: 26 nov. 2016.

[148] Art. 13 [...]
§ 2º A contribuição do subscritor que ultrapassar o valor nominal constituirá reserva de capital (artigo 182, § 1º) (BRASIL. *Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. Dispõe sobre as sociedades por ações. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm>. Acesso em: 13 set. 2018.)

ações da companhia em Bolsa ou no mercado de balcão organizado, chegar-se a um preço de emissão diferente para tais ações.

Adicionalmente, o artigo 171, §1º, alínea 'b', da Lei das S.A. autoriza o aumento de capital das companhias por meio da emissão de ações de espécies e classes existentes, de forma desproporcional (e com preços distintos) à relação existente anteriormente ao respectivo aumento de capital social.

Dessa forma, o aporte econômico nas companhias não deve guardar qualquer relação de proporção com o número de ações emitidas. Os privilégios econômicos superiores atribuídos às ações preferenciais de determinada companhia e o grau de liquidez deste valor mobiliário verificado no mercado ditam seu preço de emissão sem que este reflita, necessariamente e proporcionalmente, o número de ações a serem emitidas.

Verifica-se, assim, que a área técnica da CVM foi muito além, ao utilizar-se da interpretação histórica da Lei das S.A., para considerar que não só a proporcionalidade entre o poder de voto e o privilégio econômico deve ser observada, mas também a relação de proporção entre a quantidade de ações e o aporte econômico realizado pelos acionistas.

Contudo, a interpretação sistemática (e literal) da Lei das S.A. foi capaz de demonstrar que a desproporcionalidade entre o "privilégio econômico e o poder político", "o número de ações e o aporte econômico" em uma companhia, a depender das características das ações que compõem o seu capital social; além de ser uma realidade - é expressamente autorizada pela Lei das S.A.

Não por outro motivo, o § 2º, do artigo 15, da Lei das S.A. foi modificado para limitar a emissão das ações preferenciais a 50% do total de ações emitidas, não mais com base no capital social da companhia. A esse respeito, o Professor Modesto Carvalhosa pondera[149]:

> O número de ações preferenciais sem direito de voto ou com restrições a este direito é proporcional ao número de ações emitidas e não mais ao valor do capital social.
> O capital social deixou de ser referência para a fixação do percentual máximo de ações preferenciais sem ou com restrições

[149] CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei das sociedades anônimas*. 6. ed. São Paulo: Saraiva, 2011. v. 1., p. 278.

> de voto. O limite de emissão das preferenciais será o total (numérico) das ações emitidas (art. 14), independentemente, portanto, da soma efetiva das entradas de capital representada pelas ações ordinárias.
> Esse regime legal possibilita um aumento substancial de ingressos de capital oriundos das ações preferenciais. Basta que as emissões de ações ordinárias - com ou sem valor nominal - tenham preço de emissão inferior ao das ações preferenciais - com ou sem valor nominal - para se ter um valor de subscrição de ações preferenciais muito superior.

Ainda, segundo (e seguindo) o entendimento da ex-diretora da CVM - Ana Novaes no voto proferido no caso Azul S.A.:

> O que me parece é que o percentual de 50% foi mais o resultado de uma negociação política do que uma preocupação exclusiva com a proporcionalidade entre o poder político e poder econômico, tal como arguido pela SEP. Afinal, conforme visto acima, a separação entre o interesse político e o econômico pode se dar inclusive quando há apenas ações ordinárias. Ademais, no momento em que a lei permite que a ação preferencial tenha uma vantagem econômica efetiva, como dividendos, no mínimo, 10% superiores àqueles recebidos pelas ações ordinárias, a lei claramente está admitindo a possibilidade de uma divergência no preço de emissão das ações e, portanto, a quebra da proporcionalidade entre o poder político e o econômico. [...]
> Portanto, podemos afirmar que as ações preferenciais ganharam um espaço (econômico e político) maior após a reforma de 2001 da lei nº 6.404/1976 e depois de mudanças adotadas voluntariamente pelo próprio mercado.

Diante disso, é possível concluir que a reforma da lei societária brasileira, no que tange às ações preferenciais, não teve por foco proporcionar um equilíbrio entre o poder político e o privilégio econômico em uma companhia (como defendido pela SEP), mas sim garantir efetivas vantagens patrimoniais aos preferencialistas (minoritários) e diminuir os desmandos dos controladores perpetrados por práticas empresariais reprováveis. E a interpretação sistemática da Lei das S.A. comprovou tal fato.

Com esse mesmo entendimento, o colegiado da CVM decidiu pela legalidade do artigo 5º do estatuto social da Azul S.A. que, posteriormente, veio a ter o seu registro de emissor deferido pela CVM e as ações preferenciais admitidas à negociação no segmento Nível 2 da B3 – Brasil, Bolsa, Balcão.

# 12 O CASO ALIBABA GROUP HOLDING LIMITED E A BOLSA DE HONG KONG

Um outro caso que evidencia a revalorização da estrutura *dual class* ao redor do mundo é o da gigante chinesa Alibaba Group Holding Limited, empresa atuante no segmento de comércio eletrônico (*e-commerce*), que decidiu realizar sua oferta pública inicial de ações (IPO) na bolsa de valores de Nova Iorque em vez da bolsa de Hong Kong.

Em 2014, a empresa Alibaba preparava-se para abrir seu capital e lançar suas ações à negociação em bolsa, com a estrutura de capital social composta por duas classes diferentes de ações. Uma classe com “super” direitos de voto por ação que seria atribuída ao seu fundador, Jack Ma, e a outros 27 executivos da companhia e a outra classe que seria oferecida ao “mercado” com a característica de um voto por ação.

Tal estrutura, por óbvio, tinha o objetivo de garantir o controle do fundador e dos executivos existentes da companhia, ainda que proprietários de uma pequena fatia do capital social, após o IPO.

A bolsa de Hong Kong, no entanto, aderente ao princípio “one share, one vote”, proibiu a listagem da companhia com a emissão de duas classes de ações. A companhia propôs, assim, uma estrutura de governança alternativa em que os então 28 executivos pudessem eleger a maioria do conselho de administração da Alibaba, mesmo com uma participação minoritária, o que também foi rejeitado pela bolsa de Hong Kong.

Diante disso, a Alibaba decidiu realizar seu IPO (com a emissão de duas classes de ações) na bolsa de Nova Iorque[150], sendo uma oferta pública inicial de grande sucesso com um valor de captação que ultrapassou US$ 20 bilhões (considerado um dos maiores IPOs da história).

[150] A bolsa de Nova Iorque permite a listagem de companhias com estrutura de capital *dual class* desde meados dos anos 80. A esse respeito vide capítulo II, item 5.1.

Nesse contexto e considerando a perda na disputa pela listagem da Alibaba, a bolsa chinesa propôs, ainda em 2014, uma "consulta pública"[151] para a modificação de seu regulamento, em vigor há mais de 40 anos, mas o órgão regulador chinês – *Securities and Futures Commission* (correspondente à CVM no Brasil) prontamente rejeitou tal proposta, alinhado ao princípio "uma ação, um voto".[152]

Em abril de 2018, porém, pressionada pela nova realidade econômica das companhias, especialmente ligadas ao segmento de tecnologia, pelo aumento no número de IPOs por emissores com duas classes de ações[153] e pela perda de competitividade com outras bolsas de valores ao redor do mundo que permitem a listagem de companhias com estrutura de capital social *dual class* (p. ex. Singapura, Xangai e Nova Iorque), a Bolsa de Hong Kong divulgou as "Conclusões de consulta - Um regime de listagem para empresas de setores emergentes e

---

[151] A esse respeito, ver HONG KONG EXCHANGES AND CLEARING LIMITED. *Concept Paper Weighted Voting Rights*, 2014. Disponível em: <http://www.hkex.com.hk/eng/newsconsul/mktconsul/Documents/cp2014082.pdf>. Acesso em: 4 out. 2018.

[152] Nesse sentido "*O IPO da Alibaba seria o maior de uma companhia chinesa da história. Muitos, incluindo até mesmo a própria Bolsa, questionaram se não valeria a pena revisar o regulamento vigente há quase 40 anos que proíbe a emissão de mais de uma classe de ação. A Bolsa iniciou um processo de consulta pública para revisar seu regulamento, mas o regulador do mercado opôs-se a qualquer mudança*." (MEDEIROS, Lucas. O caso da Alibaba e o debate sobre os méritos de companhias controladas. *RI: Relações com Investidores*. Maio 2014, n. 183. Disponível em: <http://www.revistari.com.br/183/826>. Acesso em: 5 maio 2017). Para detalhes sobre os debates havidos em Hong Kong sobre o tema, confira também CHAN, Raymond Siu Yeung; HO, Kong Shan. Should Listed Companies Be Allowed to Adopt Dual-Class Share Structure in Hong Kong? *Common Law World Review*. v. 43, No. 2, 2014, p. 155-182. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2449157>. Acesso em: 16 jul. 2017. (SHARFMAN, Bernard S. A Private Ordering Defense of a Company's Right to Use Dual Class Share Structures in IPOs. *Villanova Law Review*, v. 63, No. 1, 2018. p. 29. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2986164>. Acesso em: 13 set. 2018.

[153] Nesse sentido: "*In 2012, Google—which already protected its founders through Class B shares that had* ***ten times*** *the voting power of Class A shares—moved to dilute further the voting rights of Class A shareholders by issuing to them third-tier Class C shares with no voting rights as "dividends". (…) Facebook followed suit in early 2016 with a similar post-IPO plan to distribute non-voting shares and solidify founder and CEO Mark Zuckerberg's control. (…) LinkedIn, Square, and Zynga also each implemented dual-class structures before going public. Overall, the number of IPOs with multi-class structures is increasing. (…)The latest example is Snap Inc., which earlier this year* [2017] *concluded the largest tech IPO since Alibaba's, and took the unprecedented step of offering IPO purchasers no voting rights at all.*" (NICHOLAS, Blair; MARSH, Brandon. Dual-Class: The Consequences of Depriving Institutional Investors of Corporate Voting Rights. *Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*, May 17, 2017. Disponível em: <https://corpgov.law.harvard.edu/2017/05/17/dual-class-the-consequences-of-depriving-institutional-investors-of-corporate-voting-rights/#more-87631>. Acesso em: 5 out. 2018.)

inovadores" (*Consultation conclusions – A listing regime for companies from emerging and innovate sectors*), documento que traz as justificativas para as mudanças promovidas no mercado de valores mobiliários chinês e flexibiliza o princípio uma ação, um voto[154].

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

# 13 ADEQUAÇÃO DO ORDENAMENTO JURÍDICO À REALIDADE ECONÔMICA

A preocupação dos participantes do mercado com os melhores níveis de governança corporativa e mecanismos de proteção dos investidores para assegurar o desenvolvimento saudável do mercado de capitais é válida e necessária.

É preciso, porém, estar sempre atento à fase de progresso das atividades das companhias e ao contexto em que elas estão inseridas. A flexibilidade do ordenamento jurídico, para possibilitar às companhias e seus acionistas estabelecer a melhor estrutura de capital social e combinação da relação entre poder político e privilégio econômico, é indispensável, sob pena de se tornar obsoleto.

É essencial que o ordenamento jurídico se adeque à realidade econômica e, nesse sentido, a Lei das S.A. serve de modelo ao permitir que as companhias se estruturem da forma que entenderem mais adequada para preservar os diversos interesses envolvidos, observadas suas particularidades e o contexto econômico.

A modificação do regulamento da bolsa de Hong Kong, no caso Alibaba, evidencia a necessidade e conveniência de adequação à realidade empresarial, permitindo que o mercado precifique qualquer desproporção entre o direito de voto e a vantagem patrimonial. A esse respeito, veja-se o posicionamento de André Grünspun Pitta, na tese de doutorado defendida junto à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo em 2017[155]:

> Nota-se, portanto, que para além da flexibilidade prevista na legislação societária em relação à matéria, também as bolsas de valores reconhecem a conveniência de permitir e legitimar determinados arranjos customizados quanto à alocação de direitos políticos e econômicos entre acionistas[516] – o que, como visto, pode

[155] PITTA, André Grünspun. *Aspectos jurídicos do processo de formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários:* As alternativas de organização e capitalização das sociedades empresárias. Tese (Doutorado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2017, p. 173-174.

> ser absolutamente justificável no caso concreto, em função do estágio de evolução da empresa ou de seu setor de atuação – no momento em que a companhia está efetivamente acessando o mercado de valores mobiliários, sob a premissa de que, nessa ocasião, a estrutura escolhida será adequadamente precificada por aqueles que pretendem aportar nela recursos, o que viabiliza, como dito anteriormente, a negociação privada a respeito dos termos a serem aplicados quanto à distribuição desses direitos (e, evidentemente, suas contrapartidas) entre os agentes envolvidos em tal relação.

A defesa incondicional do lema “uma ação, um voto” - em um cenário em que, por exemplo, as empresas de tecnologia desenvolvem-se e precisam se reinventar e inovar cada vez mais rápido, exigindo a manutenção das estratégias e visão de longo prazo de seu fundador - parece ir na contramão daquilo que visa à assegurar – o alinhamento de interesses entre os sócios.

As relações societárias que permeiam as companhias são as mais diversas e os interesses de cada sócio que participam de uma companhia podem não convergir, por isso mesmo, precisam ser tratados de forma distinta. Há a figura do fundador-empreendedor que possui, com mais clareza, uma visão (inclusive de longo-prazo) dos negócios e tem por objetivo conduzir as atividades da companhia com seu *know how* e *expertise*; e a do sócio investidor cujo interesse é meramente financeiro - sua perspectiva é extrair o maior retorno possível de seu investimento (seja através da distribuição de dividendos, seja mediante a venda posterior do ativo) e, com essa visão, atribui o preço à ação, de acordo com as características ofertadas no mercado.

Dessa forma, havendo transparência na divulgação das informações e condições de barganha na “contratação” do investimento, não há porque a legislação ou os órgãos reguladores e autorreguladores intervirem nas relações societárias para determinar uma alocação proporcional dos direitos políticos e privilégios econômicos[156].

---

[156] Sobre o assunto, B. Cheffins afirma: “*If the arguments in favour of equality-oriented rules were of a highly compelling nature, regulation could perhaps be justified in spite of the adverse impact on efficient arrangements, the costs associated with implementation, and related considerations. The arguments involved are not of such a character. As mentioned, the proposition that equality is a key democratic and political value is a potential justification for regulation of shareholder affairs. The ethical dynamics involved are not, however, of primary importance to investors. The manner in which shareholders' general meetings are conducted illustrate that members rarely think of the stake they have in companies in political terms. If investors did so, general meetings would*

Nas palavras do i. jurista Eizirik[157]:

> Em primeiro lugar, não cabe ao Estado substituir os investidores na análise de qualidades das empresas e dos títulos ofertados. Não há porque se presumir que o funcionário público melhor poderia aquilatar o mérito de determinado investimento do que o investidor do mercado. [...]
> Os riscos do investimento, atendidos os requisitos de *disclosure*, são da essência do mercado de capitais e cabe única e exclusivamente a cada investidor tomar a decisão de comprar ou não ações preferenciais da Companhia emissora.

O potencial desalinhamento de interesses entre o acionista controlador e os acionistas minoritários (ou entre os acionistas e a administração nos mercados de valores mobiliários em que predominam companhias com capital disperso) deve ser devidamente precificado pelo mercado, sem prejuízo do exercício da fiscalização e punição dos acionistas e administradores pelos órgãos reguladores, em caso de eventuais descumprimentos de seus deveres legais.

---

*presumably be well-attended and the members would be keen to vote. The reality is different.*" (CHEFFINS, Brian R. *Company Law – theory, structure and operation*. Oxford: Oxford University Press, 1997, p. 488). No mesmo sentido, Fischel assevera: "*Some may argue that unequal voting rights are undesirable because they are inconsistent with the principle of "corporate democracy." This argument, however, is fundamentally flawed. All firms, including corporations, consist of contractual relationships freely entered into by economic actors to maximize their joint welfare. Who has the right to vote and how and when the vote can be exercised are rights that are typically allocated by contract. In contrast to governmental democracies—which are usually designed to serve broader goals than wealth maximization - the optimal voting rules for any particular firm are those that maximize its value.*[171]
*In sum, capital markets paternalism is not required when it comes to IPOs with dual class share structures.*" (FISCHEL, Daniel R. Organized Exchanges and the Regulation of Dual Class Common Stock. *University of Chicago Law Review*, v. 54, p. 140, 1987. Disponível em: <https://chicagounbound.uchicago.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2412&context=journal_articles>. Acesso em: 16 jun. 2017.)

157 EIZIRIK, Nelson. *A ação "super preferencial" é legal?*. Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários, São Paulo, maio 2015. p. 140 e 142.

# 14 CONCLUSÃO

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

# REFERÊNCIAS


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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Alavancagem em Fundos de Investimento*, jul. 2016. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/acesso_informacao/serieshist/estudos/anexos/Paper_Alavancagem__FINAL270716.pdf>. Acesso em: 28 maio 2017.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

nov. 2017.

**Legislação**

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

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

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

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

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

BRASIL. *Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. Dispõe sobre as sociedades por ações. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm>. Acesso em: 05 ago. 2017.

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

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

CHINA. Hong Kong Exchange and Clearing Limited. *Consultation Conclusions:* a listing regime for companies from emerging and innovative sectors. Disponível em: <https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Market-

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

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

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

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

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

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

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

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

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

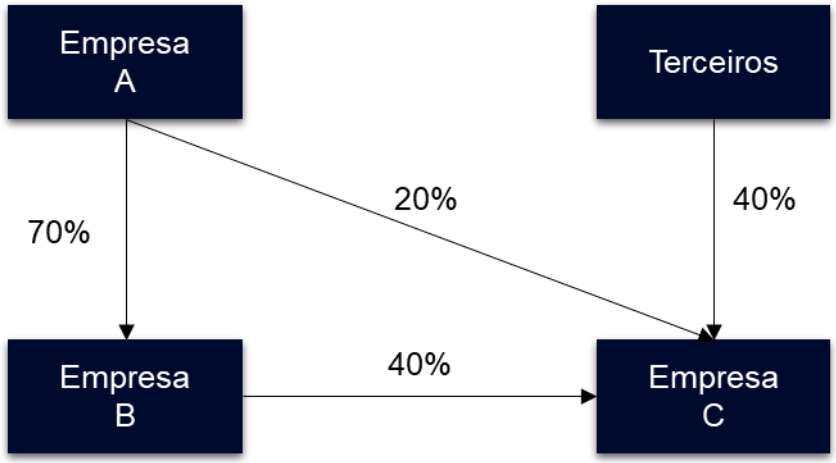
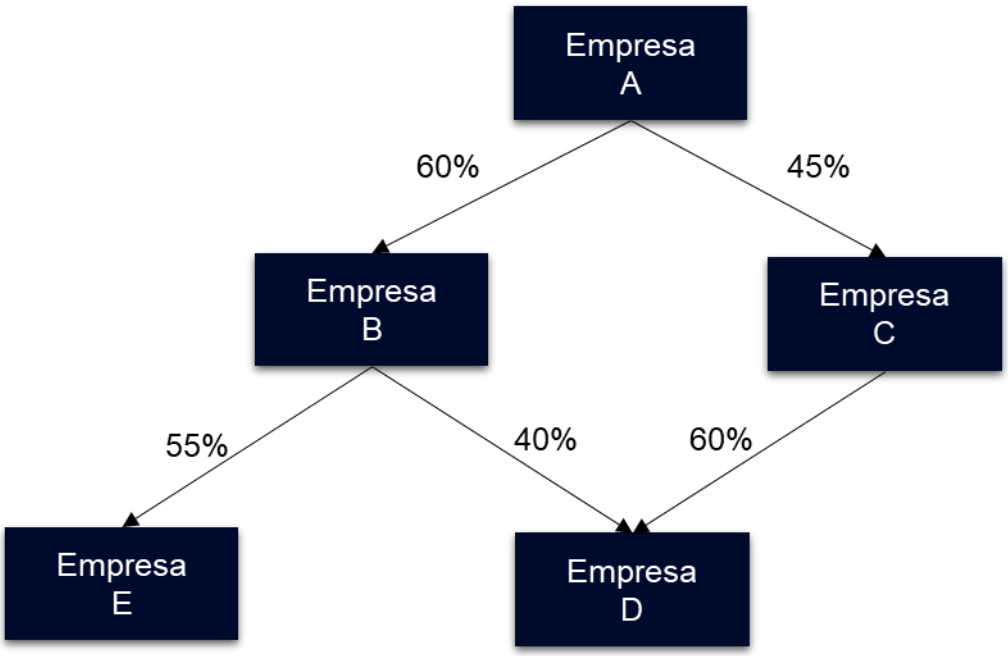
ITÁLIA. *Testo Unico*. Disponível em: <http://www.consob.it/documents/46180/46181/dlgs58_1998.pdf/e15d5dd6-7914-4e9f-959f-2f3b88400f88>. Acesso em: 8 set. 2018.

# ANEXO A – Exemplos de Estruturas de Capital Social

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

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

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



- **Exemplo 2 (p. 72)**