

ÉRICO LOPES TONUSSI

**A REGRA DE UM VOTO POR AÇÃO NAS SOCIEDADES ANÔNIMAS
BRASILEIRAS E SUAS ALTERNATIVAS LEGAIS**

DISSERTAÇÃO DE MESTRADO

ORIENTADOR: PROFESSOR DR. FRANCISCO SATIRO DE SOUZA JUNIOR

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

FACULDADE DE DIREITO

São Paulo – SP

2017

ÉRICO LOPES TONUSSI

**A REGRA DE UM VOTO POR AÇÃO NAS SOCIEDADES ANÔNIMAS
BRASILEIRAS E SUAS ALTERNATIVAS LEGAIS**

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 de Direito Comercial, sob a orientação do Professor Dr. Francisco Satiro de Souza Junior.

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

FACULDADE DE DIREITO

São Paulo – SP

2017

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

Tonussi, Érico Lopes

A regra de um voto por ação nas sociedades anônimas
brasileiras e suas alternativas legais / Érico Lopes
Tonussi ; orientador Francisco Satiro de Souza
Junior -- São Paulo, 2017.

208

Dissertação (Mestrado - Programa de Pós-Graduação em
Direito Comercial) - Faculdade de Direito,
Universidade de São Paulo, 2017.

1. sociedades anônimas. 2. direito de voto. 3.
regra de um voto por ação. 4. ações preferenciais. 5.
classes de ações. I. Souza Junior, Francisco Satiro
de, orient. II. Título.

*Aos meus pais, Elisabete e Wallace, por todo seu carinho
E a minha esposa, Muriel, por quem eu diariamente me apaixono (já há dez anos)*

AGRADECIMENTOS

Primeiramente, agradeço ao Professor Dr. Francisco Satiro de Souza Jr. por permitir que, sob sua valiosa orientação, pudesse desenvolver o presente trabalho.

Agradeço também aos professores Otávio Yasbek e Viviane Muller Prado pelos relevantes comentários realizados durante minha banca de qualificação, que muito contribuíram para o aprimoramento desta dissertação.

Aos professores das disciplinas que cursei durante a pós-graduação, agradeço também pelo valioso conhecimento transmitido.

Sou imensamente grato aos meus pais, Elisabete e Wallace Tonussi, e aos meus irmãos, Gabriel e Isabella, por formarem uma família incrível, da qual tenho orgulho de fazer parte.

Em especial, agradeço à minha esposa (e eterna namorada), Muriel, por todo seu amor.

Por fim, agradeço a todos os amigos e familiares que, de alguma forma, contribuíram para a realização desta dissertação.

TONUSSI, Érico Lopes. *A regra de um voto por ação nas sociedades anônimas brasileiras e suas alternativas legais*. 2017. 208 páginas. Mestrado – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, Janeiro de 2017.

RESUMO

O presente trabalho tem por objetivo estudar as diferentes regras que, em observância à Lei nº 6.404/76 (Lei das “S.A.”), determinam o número de votos assegurados a cada acionista nas deliberações realizadas em sociedades anônimas brasileiras. Inicialmente, são analisados os principais aspectos da regra padrão de voto das ações ordinárias – o qual determina que a cada ação seja conferido um voto (conhecido internacionalmente pelo termo, em inglês, *one share, one vote*). Em seguida, o trabalho expõe as diferentes características apresentadas por outros sistemas de voto previstos na Lei das S.A., tais como: (i) ações preferenciais com restrições de voto; (ii) classes de ações com privilégios políticos; (iii) limitação ao número de votos por acionista; e (iv) o voto múltiplo, exercido na eleição de membros do conselho de administração das companhias. Especialmente após o sucesso alcançado pelo segmento especial de listagem da BM&FBOVESPA, conhecido como Novo Mercado, alguns debates foram travados acerca dos benefícios promovidos pela emissão exclusiva de ações ordinárias, com iguais direitos políticos. Enquanto parte da doutrina se posicionou favoravelmente à pluralidade de sistemas de voto previstos na legislação societária brasileira, outros entenderam que estes desvios da regra de “um voto por ação” deveriam ser eliminados de nosso ordenamento jurídico. As discussões brasileiras coincidiram com debates realizados em outros países sobre o tema, propondo uma reflexão sobre a matéria. Assim, o presente trabalho busca contribuir para a análise desta questão aos contrapor as potenciais vantagens apresentadas pela regra do *one share, one vote* com os benefícios gerados pelos demais sistemas de voto. Com isso, pretende-se responder a seguinte pergunta: haveria uma única regra de voto mais adequada para atender os interesses não apenas dos acionistas, mas das próprias sociedades brasileiras?

Palavras-chave: sociedades anônimas; direito de voto; regra de um voto por ação; ações preferenciais; voto múltiplo; classes de ações.

TONUSSI, Érico Lopes. *A regra de um voto por ação nas sociedades anônimas brasileiras e suas alternativas legais*. 2017. 208 páginas. Mestrado – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, Janeiro de 2017.

ABSTRACT

The purpose of this study is to review the different rules that, in compliance with Law 6.404/76 ("Corporate Law"), determine the number of votes guaranteed to each shareholder in the deliberations carried out in Brazilian corporations. Initially, the main aspects of the standard voting rule for common shares - which determines that each share shall be entitled to one vote (*one share, one vote rule*) - are analyzed. The paper then presents the different characteristics presented by other voting systems provided for in the Brazilian Corporate Law, such as: (i) preferred shares with voting restrictions; (ii) share classes with political privileges; (iii) limitation on the number of votes per shareholder; and (iv) the multiple vote, exercised in the election of members of the board of directors of the companies. Especially after the success of the BM&FBOVESPA special listing segment, known as Novo Mercado, some debates were held on the benefits promoted by the exclusive issuance of common shares with equal political rights. While part of the doctrine was favorable to the plurality of voting systems provided for in the Brazilian Corporate Law, others understood that these deviations from the "one share, one vote" rule should be eliminated from our legal system. The Brazilian discussions coincided with debates in other countries on the subject, proposing a reflection on the matter. Thus, this paper seeks to contribute to the analysis of this issue by counteracting the potential advantages presented by the one share, one vote rule with the benefits provided by the other voting systems. With this, this paper seeks to answer the following question: would there be a single voting rule that is more adequate to meet the interests not only of shareholders, but of Brazilian companies themselves?

Key-words: corporations; voting rights; one share one vote; preferred shares; multiple voting; dual class shares.

ÍNDICE

1. Introdução.....	11
2. Apontamentos históricos sobre o desenvolvimento de sistemas de votação no Brasil e em ordenamentos estrangeiros	17
2.1. O caso da Companhia Holandesa das Índias Orientais.....	18
2.2. O direito de voto nas companhias norte-americanas do século XIX	20
2.3. O desenvolvimento da matéria no Brasil	24
2.4. Conclusões sobre o desenvolvimento histórico de sistemas de votação.....	29
3. O princípio da maioria aplicado às deliberações de acionistas em sociedades anônimas.....	31
3.1. A origem do princípio da maioria na democracia política e sua aplicação no direito societário	31
3.2. O princípio da maioria e a regra da proporcionalidade nas sociedades anônimas.....	35
4. A diferenciação de poder dos acionistas pelo número de ações – a regra de um voto por ação	40
4.1. Principais características da regra padrão de um voto por ação	41
4.2. Desproporcionalidade entre capital e voto, na regra de um voto por ação?	44
4.3. O fortalecimento da regra do voto por ação com a criação do Novo Mercado	50
4.4. Argumentos favoráveis à aplicação da regra padrão nas assembleias gerais de acionistas	58
4.4.1. Igualdade relativa entre acionistas.....	59
4.4.2. Capacidade na atração de investidores	63
4.4.3. Redução de custos de agência – extração de benefícios privados de controle, conflitos de interesse e custos de monitoramento.....	65
4.4.4. Incentivos econômicos para decisões favoráveis à companhia.....	72
5. Alternativas ao sistema de um voto por ação	76
5.1. As ações preferenciais	79
5.1.1. A restrição ao direito de voto das ações preferenciais e suas limitações	85
5.1.2. As vantagens econômicas das ações preferenciais	90
5.1.3. A presença de ações preferenciais no mercado de capitais brasileiro	95
5.2. Classes de ações com direitos políticos diferenciados.....	103

5.2.1. Classes de ações ordinárias – direito de eleição em separado de membros da administração	104
5.2.2. Classes de ações preferenciais com vantagens políticas	108
5.2.2.1. Vantagens políticas – eleição de membros da administração por votação em separado de preferencialistas	109
5.2.2.2. Vantagens políticas – subordinação de alterações estatutárias à aprovação das ações preferenciais	111
5.2.2.3. Golden Shares	116
5.2.3. As classes de ações no Brasil e no exterior	119
5.3. Limitação ao número de votos por acionista	124
5.3.1. Principais características da limitação de votos de cada acionista	124
5.3.2. O voto por cabeça	127
5.3.3. A limitação de votos por acionista em companhias abertas e fechadas	129
5.4. Votos plurais, múltiplos e duplos	133
5.4.1. Voto plural	133
5.4.2. Voto múltiplo na eleição dos membros do conselho de administração	137
5.4.3. Voto duplo para acionistas de longo prazo da companhia	140
5.5. Conclusão parcial	145
6. Argumentos favoráveis à pluralidade de regras de voto no ordenamento jurídico brasileiro	149
6.1. O voto como direito não essencial do acionista	151
6.2. Princípio da igualdade no direito de voto	156
6.3. Possibilidade de monitoramento da gestão da companhia	158
6.4. Relação entre as regras de voto e o desempenho econômico da companhia	165
6.4.1. Desestímulos à extração de benefícios privados de controle	166
6.4.2. Impactos no desempenho econômico da companhia	169
6.5. Adequação das regras de voto a diferentes interesses	173
6.5.1. Acionistas com interesses diversos	175
6.5.1.1. Acionistas de longo e curto prazo	177
6.5.1.2. Acionistas empreendedores e investidores	178
6.5.1.3. Outros interesses de acionistas	179
6.5.2. Conjunto de interesses perseguidos pelas companhias	181
6.6. Conclusão parcial – Regras distintas para atender a diferentes interesses	185
7. Medidas a serem consideradas na adoção de regras alternativas de voto	191

8. Conclusão	194
Bibliografia	196

1. INTRODUÇÃO

As sociedades anônimas (também conhecidas como “companhias”) destacam-se das demais formas societárias previstas na legislação pátria por seu caráter essencialmente empresarial. Tais sociedades sempre serão mercantis, por força legal, independentemente de seu objeto social¹. Ademais, no que se refere a este tipo de sociedade, o colégio de acionistas pode ser totalmente substituído pela simples transferência de suas ações, pouco importando a figura dos sócios. Isto explica a razão das anônimas serem classicamente conhecidas como sociedades unicamente de capitais, e não de pessoas².

Estas características explicam, ao menos em parte, o importante papel destas sociedades no desenvolvimento da economia nacional. Isto sem mencionar o fato de que as referidas companhias são o único tipo societário cujo capital pode ser aberto para negociação de suas ações no mercado de valores mobiliário.

A Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, conhecida como a Lei das S.A., buscou regular as sociedades anônimas levando em consideração este caráter eminentemente empresarial e seu almejado destaque na economia brasileira. Por ser um tipo societário planejado para possibilitar investimentos de um grande número de acionistas, sua estrutura de administração e controle naturalmente apresenta maior complexidade que as demais formas de sociedade.

O legislador, assim, discriminou funções, consideradas fundamentais, atribuindo-as a órgãos próprios e inconfundíveis: a função deliberante à assembleia geral de acionistas, a função administrativa à diretoria e a função sindicante ao conselho fiscal. No entanto, apesar de cada um destes órgãos apresentar funções próprias, estes não se encontram no mesmo nível hierárquico. A assembleia geral de acionistas é, incontestavelmente, o órgão primário e supremo das sociedades anônimas³.

¹ Por força do artigo 2º, parágrafo 1º, da Lei 6.404/76, a seguir transcrito: “Art. 2º (...) §1º Qualquer que seja o objeto, a companhia é mercantil e se rege pelas leis e usos do comércio”.

² CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas: Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações da Lei n. 9.457, de 5 de maio de 1997, e n. 10.303, de 31 de outubro de 2001*. 4ª ed. São Paulo: Saraiva, vol. 1, 2002, p. 5.

³ COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*. 5ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2008, pp. 30-31.

Por meio deste órgão, os acionistas apresentam o poder-dever de tomar as decisões no melhor interesse da companhia⁴, podendo, inclusive, nomear ou destituir os membros que irão compor os demais órgãos fundamentais da sociedade anônima. Considerando a pluralidade de acionistas, as decisões nas companhias abertas, via de regra, dispensam a concordância unânime para que sejam aprovadas.

As deliberações em assembleia são realizadas mediante a contagem de votos favoráveis e desfavoráveis (além e eventuais abstenções) para cada proposta apresentada. Caso o quórum mínimo de votos seja atingido, a ordem do dia é aprovada. Desta maneira, os direitos políticos dos acionistas são exercidos fundamentalmente por meio de seus votos em assembleia. No entanto, quantos votos devem ser assegurados a cada sócio nestas deliberações?

Ao observar a prática societária, é possível constatar que usualmente o poder político é distribuído de forma desigual entre os acionistas de companhias. Como exemplo, um sócio pode ter direito a 100 votos em cada assembleia, enquanto outro, apenas 10. A quantidade de votos assegurada a cada acionista nas assembleias é fundamental para determinar o controle, e também o destino, de uma companhia, uma vez que tais normas realizam o equilíbrio do poder político dentro das sociedades anônimas. Por esta razão, é de inegável relevância a questão sobre quantos votos terá direito cada sócio nas decisões corporativas.

As regras que, em observância à legislação e ao estatuto social da sociedade, determinam quantos votos serão assegurados a cada acionista nas deliberações em assembleia serão o principal objeto de estudo deste trabalho, sendo aqui referidas como “regras de voto”.

De todas as possibilidades previstas pela Lei das S.A., uma delas se destaca por ser a regra padrão, e também o modelo mais aplicado pelas companhias brasileiras. Para aqueles que são familiares com a prática empresarial, a associação das sociedades anônimas com o sistema que atribui um voto por cada ação, também conhecido pelo termo em inglês “*one share, one vote*”, é quase automática.

⁴ Nos termos do *caput* do artigo 115 da Lei nº 6.404/76.

A regra de um voto por ação promove a diferenciação dos acionistas por meio da atribuição de maiores ou menores poderes políticos, de acordo com o número de ações detidas por cada sócio. Sua lógica econômica, em harmonia com os fundamentos das sociedades anônimas, contribuiu para o sucesso desta regra na prática das companhias, fazendo com que fosse considerado, por alguns, como o sistema mais adequado para alinhar os interesses entre controlador e minoritários⁵, e que permite melhor conciliação entre o poder e o incentivo para monitorar e fiscalizar o desempenho da empresa⁶.

Assim como a ideia de “uma pessoa, um voto” se transformou no símbolo da democracia política, a regra de “uma ação, um voto” se tornou o mantra do direito empresarial⁷. No entanto, tanto no Brasil quanto em grande parte dos ordenamentos jurídicos estrangeiros, a regra do *one share, one vote*, ainda que seja o padrão como regra de voto, é acompanhada de diversas alternativas que podem modificar profundamente a distribuição de poder nas companhias.

Estas regras alternativas, que podem legitimamente ser observadas para regular a atribuição de votos entre acionistas de sociedades anônimas, apresentam lógica e fundamentos próprios, distanciando-se da regra padrão. Tais normas, previstas pela Lei das S.A., podem restringir o direito de voto de alguns acionistas, criar classes de ações com direitos políticos diferenciados, ou até mesmo limitar o número de votos permitido a cada acionista.

Diferentemente de outros instrumentos⁸, as regras de voto não dependem de acordos ou arranjos privados entre acionistas para que sejam implementadas. Ao contrário, as regras de voto são normas aplicáveis a todos os acionistas, ou a todos os acionistas de determinada espécie ou classe de ações, e que devem ser regularmente observadas pela

⁵ GORGA, Érica. Análise da eficiência de normas societárias: emissão de preferenciais e tag along. In: KUYVEN, Luiz Fernando Martins (coord.). *Temas Essenciais de Direito Empresarial – Estudos em homenagem a Modesto Carvalhosa*. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 529.

⁶ EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S.A. comentada*. São Paulo: Quartier Latin, vol. 1, 2011, p. 621.

⁷ HAYDEN, Grant M.; BODIE, Matthew T. The false premise of one share, one vote. Hofstra University, *Legal Studies Research Paper Series*, Research Paper nº 08-01, 2008, p. 22.

⁸ Na prática societária, são verificados diversos mecanismos que podem modificar o equilíbrio do poder político nas sociedades, além de alterar na relação “risco X poder político”. Como exemplos, podem ser citados os arranjos de voto presentes em acordos de acionistas, além de estruturas piramidais que podem ser utilizadas para diluir o risco assumido pelo acionista controlador na companhia investida. No entanto, este estudo não se deterá na análise destas estruturas por não serem exemplos de regras de voto.

própria companhia, seja por previsão em seu estatuto social, seja por previsão legal expressa.

A análise das regras de voto também deverá considerar as características particulares de sociedades anônimas de capital aberto e fechado. Em se tratando de companhias fechadas, a negociação em assembleia é geralmente facilitada pela maior proximidade dos acionistas e o número reduzido de sócios. Este ambiente contribui para maior liberdade na escolha da regra de voto a ser aplicada nas deliberações de acionistas, uma vez que a maioria das companhias fechadas apresenta origem contratual, e não institucional⁹. Ademais, as diferenças informacionais tendem a ser menores entre controladores e minoritários de sociedades anônimas fechadas, além de eventuais abusos serem mais facilmente verificados e denunciados pelos próprios acionistas.

Já com relação a companhias abertas, a questão sobre as regras de voto torna-se ainda mais complexa, considerando o impacto que tais normas podem causar a um grande número de envolvidos e a importância do mercado de capitais para a economia nacional. Neste sentido, é natural a preocupação com a boa regulação e fiscalização do mercado de capitais, uma vez que, por meio deste, é permitido às companhias realizar a captação de recursos diretamente da sociedade, sendo fundamental a proteção aos direitos de acionistas minoritários para a criação de um ambiente propício ao recebimento de novos investimentos.

O estudo do referido tema é de extrema relevância e interesse para o direito societário nacional, uma vez que a aplicação de uma, ou outra, regra de voto nas assembleias gerais de acionistas poderá provocar diferentes resultados nestas deliberações, o que determinará o próprio destino das companhias. O exercício do voto nas assembleias é, afinal, o núcleo de poder na sociedade anônima¹⁰.

A análise desta matéria parece também bastante oportuna no momento atual, tendo em vista as recentes discussões sobre o tema, tanto no Brasil quanto no exterior. Na

⁹ COSTA E SILVA, Francisco da. As Ações Preferenciais na Lei 10.303, de 31.10.2001: proporcionalidade com as ações ordinárias; vantagens e preferências. In: Lobo, Jorge (coord.). *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas*. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2002, pp. 129-130.

¹⁰ GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Sociedade anônima: poder e dominação. *Revista de Direito Mercantil*, nº 53, 1984, p. 75.

Europa, um grande debate sobre as regras de voto foi iniciado quando da aprovação da Diretiva 2004/25/CE do Parlamento Europeu e do Conselho de 21 de abril de 2004, que continha normas que reforçariam a aplicação da regra de “uma ação, um voto” nas companhias europeias. Desde então, um grande número de artigos foi produzido sobre o controverso assunto¹¹.

Já nos Estados Unidos, após a crise de 2008, questionamentos começaram a ser realizados se a regra do *one share, one vote* não seria responsável por estimular investimentos de curto prazo, que poderiam ser prejudiciais ao desenvolvimento das companhias¹², sendo também produzidos artigos favoráveis à aplicação de regras alternativas de voto¹³. O mesmo debate sobre o incentivo a acionistas de longo prazo também ocorre atualmente na Europa, sendo que alguns ordenamentos jurídicos já foram modificados, de modo a possibilitar diferentes alternativas à regra de voto padrão¹⁴

Por sua vez, no Brasil, ainda que esta discussão seja incipiente, principalmente se comparada aos debates já travados no exterior, passaram a surgir importantes exemplos de reflexão sobre este tema, como foi o caso da revisão do Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa, que busca traçar referências para o aprimoramento do governo das empresas nacionais. Este código, preparado pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC, passou a admitir pela primeira vez, em sua 5ª edição, a flexibilização da regra do “um voto por ação” (ainda que o modelo padrão de atribuição de voto continue

¹¹ Entre os trabalhos mais relevantes, é possível citar: FERRARINI, Guido Alessandro. *One share – one vote: a European rule?*. Paper, *Institute for Law and Finance*, Frankfurt, 2006; KHACHATURYAN, Arman. *The One-Share-One-Vote Controversy in the EU*. European Capital Markets Institute, Paper n.1, 2006; e BEAUFORT, Viviane De. *One Share - One vote, the new Holy Graal for a good corporate governance?* *Essec Research Center*, paper, 2007.

¹² Sobre esta discussão, ver: SEGALA, Mariana. *Acionistas Desiguais*. *Capital Aberto*, Edição 119, Julho de 2013. Disponível em: <http://www.capitalaberto.com.br/temas/governanca-corporativa/acionistas-desiguais/#.VcJ4HPnF9qN>. Acesso em 08 de janeiro de 2017; CLAPMAN, Peter; KOPPEL, Richard. *Time to rethink 'One share, one vote'?*. *The Wall Street Journal*. Edição de 23 de junho de 2016. Disponível em: <http://www.wsj.com/articles/timetorethinkoneshareonevote1466722733>. Acesso em 08 de janeiro de 2017; e JOHNSON, Steve. *Mantra of 'one share, one vote' is under fire*. *Financial Times*. Edição de 22 de fevereiro de 2015. Disponível em: <https://next.ft.com/content/a7c53fe0b78911e4981d00144feab7de>. Acesso em 08 de janeiro de 2017.

¹³ WONG, Simon C. Y. *Rethinking 'One Share, One Vote'*. *Harvard Business Review*, January 2013. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=2211449>. Acesso em 08 de janeiro de 2017.

¹⁴ SANTORO, Augusto; DI PALMA, Ciro; GUARNERI, Paolo; CAPOGROSSO, Alessandro. *Deviations from the One Share - One Vote Principle in Italy: Recent Developments - Multiple Voting Rights Shares and Loyalty Shares*. *Bocconi Legal Papers*, vol. 5, pp. 141-170, 2015.

a ser defendido pelo Código como o que “mais promove o alinhamento de interesses entre todos os sócios”¹⁵).

A discussão sobre as regras de voto – e sobre se haveria uma única regra mais adequada às companhias em comparação às demais – é polêmica e merece reflexão. Assim, a referida questão será endereçada neste trabalho a partir da análise das características particulares de cada uma destas regras de voto, bem como pela exposição dos argumentos (jurídicos e econômicos) que poderiam justificar a escolha do sistema de voto aplicável às assembleias gerais de uma companhia.

Ao compreender as características destas regras, bem como as possíveis consequências da aplicação de cada uma delas nas deliberações de acionistas, este estudo buscará determinar se a pluralidade de regras de voto na legislação nacional é, afinal, benéfica ou prejudicial ao desenvolvimento das sociedades anônimas brasileiras.

¹⁵ *Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa*. 5ª ed. São Paulo: IBGC, 2015, p. 23. Disponível em: <http://www.ibgc.org.br/index.php/publicacoes/codigo-das-melhores-praticas>. Acesso em 08 de janeiro de 2017.

2. APONTAMENTOS HISTÓRICOS SOBRE O DESENVOLVIMENTO DE SISTEMAS DE VOTAÇÃO NO BRASIL E EM ORDENAMENTOS ESTRANGEIROS

A ideia de que todos os acionistas de uma companhia tenham direito a expressar sua opinião é, por si só, uma ideia moderna, em harmonia com os princípios básicos da democracia. A regra do *one share, one vote*, no entanto, vai além, preceituando que os acionistas não apenas terão direito a voz, mas também poderão votar nas decisões da companhia investida.

A complexidade do regime de um voto por ação, contudo, não se esgota neste ponto, pois pressupõe que o poder de voto não dependerá do acionista que o exerce, mas, sim, do número de ações por ele detidas. Esta diferenciação está claramente relacionada a um espírito capitalista que foi de fundamental importância para o desenvolvimento das companhias no último século.

Assim como todo o direito positivo, o regime jurídico do poder de voto dos acionistas também é influenciado pelo contexto político, social e econômico no qual está inserido. Por esta razão, as companhias do passado apresentavam regras totalmente diversas do que é encontrado hoje como regra padrão para as sociedades anônimas brasileiras.

Se, atualmente, o padrão de um voto por ação pode parecer uma regra de ouro da boa governança corporativa, o mesmo não poderia ser dito anos atrás. Assim como o direito comercial se desenvolveu, o voto de acionistas passou por diversas tendências para refletir as preocupações políticas e econômicas de diferentes eras. Este desenvolvimento continua nos dias de hoje e recentes crises econômicas colocaram novamente em evidência a questão de qual a regra de voto mais adequada às deliberações de acionistas, forçando uma reavaliação do conceito de “um voto por ação”¹⁶.

O presente capítulo tem por objetivo demonstrar que a regra padrão de um voto por ação não é tão “atemporal” ou “natural” às companhias como se poderia imaginar, à

¹⁶ Como referido na nota de rodapé 12 anterior.

primeira vista¹⁷. Uma determinada norma pode ser defendida em um momento por sua importância no fomento de uma política econômica ou no crescimento de um setor específico, por exemplo. No entanto, caso as conjunturas econômicas e políticas sejam alteradas, a regra poderá ser relativizada, ou mesmo afastada.

Desta forma, nos itens a seguir, serão expostos três relevantes exemplos históricos que ilustrarão a evolução de regimes jurídicos relativos ao poder de voto de acionistas, bem como os fatores externos que influenciaram na criação e desenvolvimento destes regimes: (i) primeiramente, será analisado o caso da Companhia Holandesa das Índias Orientais; (ii) em seguida, os regimes adotados pelas companhias norte-americanas no século XIX; e (iii) por fim, a evolução da regulação desta matéria no Brasil.

2.1. O caso da Companhia Holandesa das Índias Orientais

Inicialmente, é possível verificar como era abordada a questão do tratamento do poder de voto dos acionistas em uma das primeiras, e mais importantes, companhias de comércio da Idade Moderna, a Companhia Holandesa das Índias Orientais.

As companhias de comércio surgiram no início do século XVII e eram destinadas à exploração colonial, apresentando características semelhantes às atuais sociedades por ações¹⁸, podendo ser consideradas suas precursoras. O sistema das companhias de comércio foi utilizado pelos Estados nacionais europeus, como reflexo de suas políticas mercantilistas, para consolidar seus impérios coloniais durante a Idade Moderna.

A Companhia Holandesa das Índias Orientais foi a primeira companhia de comércio da Holanda e, provavelmente, a mais importante companhia europeia do seu tempo¹⁹. Constituída em 1602, esta companhia trouxe e consolidou muitos dos conceitos que são atualmente aplicáveis às sociedades anônimas, como a divisão do seu capital em quotas iguais e transferíveis (em semelhança às ações das companhias atuais).

¹⁷ HAYDEN, Grant M.; BODIE, Matthew T. Op. Cit., p. 22.

¹⁸ BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito Societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2012, p. 2.

¹⁹ Para estudo aprofundado da relação de poder dos acionistas da Companhia das Índias Orientais, consultar: DE JONGH, J. Matthijs, *Shareholder Activism at the Dutch East India Company 1622 – 1625 – Redde Rationem Villicationis Tuae! Give an Account of Your Stewardship!*, Estudo apresentado na Conferência sobre as Origens e História da Defesa aos Acionistas, Yale School of Management, Millstein Center for Corporate Governance and Performance, em 6 e 7 de Novembro de 2009. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1496871>. Acesso em 08 de janeiro de 2017.

A referida companhia de comércio foi resultado da fusão de diversas outras companhias que haviam sido criadas entre os anos de 1594 e 1602 para financiar uma única viagem às Índias Orientais. Após a fusão, a estrutura de organização do poder de controle da Companhia Holandesa das Índias Orientais foi inteiramente baseada nas estruturas já utilizadas pelas companhias que a originaram.

Considerando que o objeto das companhias que originaram a Companhia Holandesa das Índias Orientais estava relacionado a uma única viagem às Índias Orientais, seus acionistas não tiveram interesse em deter direitos políticos na companhia²⁰. Sua estrutura era organizada de forma que os acionistas não tinham uma relação direta com a companhia investida, uma vez que investiam o capital na sociedade através de um de seus diretores, e não diretamente na própria companhia. Por esta razão, também não detinham direitos de voto nas decisões societárias ou sequer tinham acesso a informações sobre a sociedade²¹.

A realidade destas companhias se alterou após a criação da Companhia Holandesa das Índias Orientais, já que deixaram de apresentar como objeto uma única expedição, tornando-se uma companhia de longo prazo, com maiores desafios a serem enfrentados. Por outro lado, esta mudança não foi acompanhada pela estrutura organizacional da companhia, que manteve suas regras restritas quanto ao poder de decisão na sociedade.

Este é um interessante caso prático de uma companhia que, inicialmente, apresentou um sistema de voto adequado à sua realidade e objeto, mas que se tornou impróprio após alterações no seu propósito. Em 1622, os acionistas da Companhia Holandesa das Índias Orientais promoveram um movimento para demonstrar seu descontentamento com a falta de acesso a informações da companhia e total ausência de poder de voto nas suas decisões²².

As principais reivindicações dos acionistas tinham origem no conflito com a administração da companhia, em especial devido a alegações relativas a conflitos de interesses dos seus diretores e abuso do poder de controle, com a extração de proveitos da

²⁰ DE JONGH, J. Matthijs, Op. Cit., p. 2.

²¹ LUCENA, José Waldecy. *Das Sociedades Anônimas – comentários à Lei (arts. 1º a 120º)*. Rio de Janeiro, Renovar, vol. 1, 2009, p. 1020.

²² DE JONGH, J. Matthijs. Op. Cit., p. 6.

sociedade para seu benefício pessoal. Curiosamente, é fácil a comparação destes conflitos com o que verificamos hoje nas companhias modernas, mesmo com diferentes estruturas societárias e regimes jurídicos do poder de voto.

Após as manifestações, os acionistas obtiveram, pelo menos em parte, aquilo que requisitaram. Em 1623, o estatuto social da Companhia Holandesa das Índias Orientais foi alterado a fim de garantir o direito de voto a alguns de seus acionistas na eleição de novos diretores. A ressalva é válida, uma vez que este direito somente foi conferido aos acionistas com maior participação na companhia.

Assim, o exemplo desta companhia de comércio demonstra que um mesmo regime jurídico de poder de voto, aplicado com sucesso para uma determinada sociedade, poderá fracassar caso a realidade ou propósito da companhia seja modificado. Adicionalmente, o caso deixa claro que o contexto político não pode ser desconsiderado da análise das estruturas de poder típicas das sociedades nele inseridas.

A Companhia Holandesa das Índias Orientais foi uma companhia de comércio criada pelos Estados Gerais dos Países Baixos. Devido a sua origem monárquica e objetivos políticos, não era esperado que a companhia pudesse abrir espaço para interferência de seus acionistas. Vale lembrar que esta companhia foi criada, à época, para promover a reunião de capitais, e não de pessoas.

Ao conceder os direitos políticos aos acionistas, no entanto, o fato da alteração do estatuto social da companhia somente ter atingido os acionistas com maiores investimentos na companhia demonstra a influência das ideias políticas da época, estranhas aos conceitos de igualdade de direitos ou de democracia.

O resultado é um sistema de votação que foi repetido por companhias em diferentes países, incluindo o Brasil, exigindo um número mínimo de ações para o exercício do direito de voto, regime este que também ficou conhecido como regime do voto censitário²³.

2.2. O direito de voto nas companhias norte-americanas do século XIX

²³ RIBEIRO, Renato Ventura. *Direito de Voto nas Sociedades Anônimas*. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 215.

Como será visto no item 2.3 a seguir, o direito norte-americano exerceu relevante influência sobre a regulamentação do poder de voto dos acionistas no Brasil. Por esta razão, serão apresentadas no presente item as importantes mudanças percebidas nas normas norte-americanas durante o século XIX, relativas aos sistemas de votação das companhias, bem como a tendência apresentada, nesta época, pelas companhias dos Estados Unidos para regulamentação da matéria nos seus estatutos.

No início da colonização inglesa nos Estados Unidos, as primeiras companhias eram criadas unicamente por ordem do rei da Inglaterra. Nestes casos, os documentos reais de constituição usualmente não faziam referência ao sistema de votação a ser adotado nas deliberações sociais de cada uma destas companhias, deixando a matéria para regulação pelo estatuto²⁴.

Como seria de se esperar, nos casos em que o estatuto social também era omissivo quanto a esta regulamentação, eram comuns as controvérsias entre os acionistas para determinar qual seria o sistema de votação a ser considerado dentro da companhia, concentrando-se particularmente em duas alternativas: se adotariam a regra de um voto por ação ou se prevaleceria o sistema de um voto por acionista.

Esta indefinição fez com que cada companhia adotasse um sistema diverso de votação, tendência esta que se estendeu até o século XIX. É possível verificar que, de uma forma ou de outra, as companhias costumavam garantir poder de voto superior aos acionistas com maiores investimentos na companhia, mas, ao mesmo tempo, também previam nos seus estatutos limitações a este poder de voto, como, por exemplo, com a imposição de um número máximo de votos permitidos por acionista.

Dentre os exemplos, a *Massachusetts Revised Status* limitou a participação máxima de cada sócio a um décimo do total de votos, mas também estabeleceu exceções a

²⁴ RATNER, David L. *Government of Business Corporations Critical Reflections on the Rule of One Share One Vote*, 56, Cornell L., Rev. 1, 1970, p. 3.

sociedades dedicadas a atividades específicas, como a dos sócios de seguradoras, que tinham direito a um voto por ação, limitado ao máximo de 30 votos por acionista²⁵.

Os Estados Unidos, no início do século XIX, eram uma nação que havia recentemente conquistado sua independência e que procurava consolidar os princípios de democracia no seu país. Estes princípios, sem dúvida, também exerceram sua influência nas matérias societárias. Assim, a resistência à adoção do sistema de um voto por ação pode ser, ao menos parcialmente, explicada por este sentimento nacionalista e democrático.

A concentração do poder de voto era, ao menos em parte, evitada devido à preocupação de que, ao garantir o poder de controle das companhias a poucos acionistas que detinham a maior parte do capital social, o princípio democrático do país poderia ser enfraquecido²⁶. Por esta razão, a previsão da matéria na maior parte dos estatutos sociais variava entre a restrição do voto por cabeça e a limitação do número de votos permitidos por acionista²⁷.

Comentando raro exemplo de jurisprudência sobre a matéria, David L. Ratner citou uma importante decisão da Suprema Corte de Nova Jersey, datada de 1834, na qual foi expresso, de forma clara, o entendimento de que a regra de um voto por ação não deveria ser admitida nas decisões dos acionistas da companhia em questão por ser contra o espírito democrático do país²⁸.

²⁵ WARDE JR., Walfrido Jorge. Pérolas aos Porcos – O direito de voto e a tutela das minorias: uma história de disritmia regulatória, de vantagens putativas e de supervantagens. In: KUYVEN, Luiz Fernando Martins (coord.). *Temas Essenciais de Direito Empresarial – Estudos em homenagem a Modesto Carvalhosa*. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 1065.

²⁶ DAVIS, Joseph Stancliffe. *Essays in the earlier history of American Corporations*. Boston, Harvard University Press, 1917, p. 304. Disponível em <https://archive.org/details/cu31924057668380>. Acesso em 08 de janeiro de 2017.

²⁷ Comentando a distribuição do poder de voto entre os acionistas de companhias norte-americanas, no início do século XIX, Joseph Stancliffe Davis escreveu: “*Direitos de voto usualmente não eram mencionados em estatutos sociais das companhias de águas, onde a regra de um voto para cada proprietário era a regra geral durante este período; nos estatutos sócias de companhias de pontes de Massachusetts, a regulamentação da matéria era notavelmente livre (...) De forma geral, no entanto, a maioria dos estatutos sociais especificavam os direitos de voto. Eles eram normalmente limitados de uma forma ou de outra. Um máximo de 10 votos, ou às vezes de vinte, eram comuns na companhias de rodovias, por exemplo.*” (conforme tradução livre do original em inglês) (cf. DAVIS, Joseph Stancliffe. Op. Cit. p. 302)

²⁸ A referida decisão invalidou a previsão no estatuto social de uma companhia construtora de pontes que determinava que cada ação conferiria um voto nas deliberações sociais. Segundo a decisão, cada acionista deveria ser considerado um membro da companhia, igual aos demais, e deveria fazer jus aos mesmos direitos garantidos a todos os membros, sem restrições. Os argumentos da decisão continuavam no sentido que um acionista com uma ação seria tão membro de uma companhia quanto um membro com cinquenta ações, e que permitir que um acionista detivesse maior poder de voto do que os demais seria tão grave quanto retirar

Contudo, durante o decorrer do século XIX, este pensamento foi gradualmente alterado, na medida em que a economia americana passou a crescer e as companhias se tornaram mais relevantes, necessitando captar investimentos em maior volume. É possível imaginar que grande parte desta mudança tenha sido causada por pressões internas dos grandes acionistas das companhias para garantir maior influência nas companhias que recebiam seus investimentos.

Em meados do século XIX, sob a liderança de Nova York, os estados americanos passaram a regular a matéria de forma diferente, estabelecendo o sistema de um voto por participação societária como regra geral. De fato, em lei promulgada no ano de 1846, em Nova Jersey, foi estabelecido que o direito de voto seria atribuído a cada sócio, em razão da sua propriedade acionária, a menos que previsto de outra forma pelo estatuto das companhias²⁹.

O novo critério foi, então, rapidamente difundido entre os Estados norte-americanos e, ao final do século XIX, as restrições estatutárias ao direito de voto praticamente desapareceram³⁰, mantendo-se lícitas, contudo, até o início do século XX nos Estados Unidos³¹.

Se, por um lado, esta mudança de pensamento beneficiou os grandes acionistas das companhias, por outro, fez com que os minoritários se sentissem prejudicados e desincentivados a investir nas empresas americanas, não apenas por ter-lhes sido retirado o direito de influenciar, de forma efetiva, no destino das sociedades, mas também pela consequente diminuição da liquidez de suas ações. Isto importou em maior dificuldade das companhias em atrair capitais da população norte-americana, majoritariamente composta de pequenos e médios investidores³².

completamente o direito de voto dos membros da companhia. Por fim, conforme entendimento da corte, o propósito aparente da previsão da regra de um voto por ação no estatuto social da companhia seria o de encorajar a especulação e o monopólio, diminuindo os direitos de acionistas minoritários e o próprio valor de suas ações, colocando a propriedade e o controle da companhia nas mãos de poucos capitalistas. (Cf. Ratner, David L. Op. Cit., p. 9 e 10).

²⁹ WARDE JR., Walfrido Jorge., Op. Cit., p. 1067.

³⁰ RATNER, David L. Op. Cit., p. 8.

³¹ ROHRLICH, Chester. *Law and practice in corporate control*. New York, Baker, Voorhis & Co., 1933, p. 27.

³² WARDE JR., Walfrido Jorge., Op. Cit., p. 1067.

Diante desta constatação, no final do século XIX e início do século XX, as companhias buscaram formas alternativas de compensar a perda da influência política dos minoritários, por meio da criação de ações que garantissem maiores vantagens econômicas a seus proprietários. Assim, surgiram as ações preferenciais no direito americano, beneficiadas por vantagens como a prioridade na distribuição de lucros e na apuração de seus haveres.

Com isso, é possível constatar que a regulamentação do sistema de votação das companhias norte-americanas foi constantemente influenciada não só pelas ideologias políticas da época, mas também pelas necessidades econômicas das companhias, que foram obrigadas a se adaptar para se manterem atraentes a novos capitais de seus investidores.

2.3. O desenvolvimento da matéria no Brasil

Assim como ocorreu em outros países, a regulamentação aplicável à atribuição de votos aos acionistas de companhias brasileiras sofreu diversas modificações com o passar dos anos. As mudanças na sociedade, política e economia brasileira, como será visto a seguir, tiveram seu papel na definição da organização de poder dentro das sociedades.

No Brasil, o Código Comercial de 1850 era omissivo quanto ao funcionamento das assembleias gerais de acionistas em sociedades anônimas. Devido a esta omissão, o direito de voto raramente era assegurado a todos os acionistas. Como exemplo, segundo o estatuto social do Banco do Brasil, fundado em 1808, suas assembleias gerais eram compostas apenas pelos 40 maiores acionistas do banco³³.

Se considerarmos o período histórico da criação do Banco do Brasil, verificaremos a data de sua fundação coincide com a chegada da família real portuguesa no Brasil. O banco havia sido criado para servir o governo, possibilitando a arrecadação de fundos necessários para a manutenção dos membros da monarquia portuguesa no país.

³³ LUCENA, José Waldecy. Op. Cit., p. 1020.

É necessário lembrar que o Brasil, mesmo após a declaração de independência do país, em 1822, era caracterizado por grande concentração econômica e de poder político. O chamado “domínio oligárquico”³⁴ do país, como é possível imaginar, também estava refletido na organização de poder dentro das companhias nacionais.

Se durante quase toda a era da monarquia no Brasil, período este que se encerrou em 1889 com a proclamação da República, o voto nas eleições políticas era censitário, é natural que este critério também fosse adotado nas deliberações assembleares. Assim, durante este período, a exemplo do que ocorria nos demais campos da sociedade brasileira, os grandes capitalistas brasileiros monopolizavam o poder político, mediante a exclusão dos demais membros, sob o critério da renda.

Em 1889, com a proclamação da República, tomava força a democracia no país e os ideais de maior liberdade e igualdade entre os cidadãos, mesmo que estes ideais ainda apresentassem certa resistência e limitações. Neste período foi editado o Decreto 434, de 4 de julho de 1891, que tratava das normas aplicáveis às sociedades anônimas no país.

Segundo o artigo 141³⁵ do referido Decreto, o estatuto social de cada companhia brasileira deveria dispor sobre a quantidade mínima de ações que cada acionista deveria deter para que adquirisse o direito de voto nas assembleias gerais da companhia. Assim, a norma brasileira continuou a permitir o voto censitário nas decisões das companhias, desta vez de forma expressa.

Ademais, o mesmo artigo também obrigava os estatutos sociais de cada companhia a prever quantos votos corresponderiam a cada ação, permitindo, desta forma, o voto plural dentro das sociedades anônimas. Por outro lado, importante destacar que o Decreto 434 também assegurou a todos os acionistas o direito de comparecer à assembleia e participar da discussão do objeto sujeito à deliberação.

³⁴ VALVERDE, Trajano de Miranda. *Sociedades por ações*. 2ª Ed. Rio de Janeiro: Forense, vol. 2, 1953, p. 54.

³⁵ Nos termos do *caput* do artigo 141 do Decreto nº 434, de 1891: “Art. 141. Nos estatutos se determinará a ordem, que se ha de guardar nas reuniões da assembléa geral, o numero minimo de açções que é necessario aos accionistas para serem admittidos a votar em assembléa geral, e o numero de votos que compete a cada um na razão do numero de açções que possuir.

Tomando ainda como exemplo o caso do Banco do Brasil, nesta época seu estatuto social foi objeto de alterações que estabeleceram não só um número mínimo para o exercício do direito de voto, mas também um número máximo de votos permitido por acionista³⁶, a exemplo do que havia sido praticado pelas companhias norte-americanas anteriormente, naquele mesmo século³⁷.

Desta forma, apesar da norma competente brasileira regulamentar a matéria do direito e poder de voto dentro das companhias, esta o fazia de forma aberta. Assim, as companhias eram livres para determinar qual o número mínimo de ações necessário para o exercício do direito de voto, quantos votos corresponderia cada ação e também eram livres para dispor sobre outras limitações, como fez o Banco do Brasil com a limitação do número de votos por acionista. A liberdade para regulamentação interna da matéria pelas companhias, desta forma, permanecia garantida pela legislação brasileira.

Com o passar dos anos, o período da ditadura do governo de Getúlio Vargas veio acompanhado de maior controle e interferência do Estado na economia nacional, o que pode ser, de alguma forma, relacionado ao maior detalhamento da matéria pelo Decreto-Lei nº 2.627, de 26 de setembro de 1940, norma que dispunha sobre as regras a serem seguidas pelas sociedades anônimas, anterior à atual Lei das S.A.

O artigo 80 do referido decreto apresentava a mesma redação do atual artigo 110 da Lei das S.A. Desta forma, na norma de 1940 já era estabelecida a regra geral de que a cada ação ordinária corresponderia um voto³⁸, o que era uma inovação para a época, acompanhando a tendência das legislações modernas de então, assegurando aos pequenos acionistas também o direito de voto, em proporção às participações societárias por eles detidas³⁹.

Foi instituída, assim, a igualdade de direitos entre todos os detentores de ações ordinárias, sendo também admitida a emissão de ações preferenciais sem direito a voto ou

³⁶ RIBEIRO, Renato Ventura. Op. Cit., p. 215.

³⁷ Conforme exposto no capítulo 2.2 anterior.

³⁸ Assim dispunha o artigo 80 do Decreto-Lei n. 2.657/40: “Art. 80. A cada ação comum ou ordinária corresponde um voto nas deliberações da assembléia geral, podendo os estatutos, entretanto, estabelecer limitações ao número de votos de cada acionista.”

³⁹ CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas: Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações da Lei n. 9.457, de 5 de maio de 1997, e n. 10.303, de 31 de outubro de 2001*. 4ª ed. São Paulo: Saraiva, vol. 2, 2002, p. 376.

com restrições a este direito. Vale destacar que as ações preferenciais já haviam sido previstas pelo Decreto nº 21.536, de 15 de junho de 1932, cujo conceito foi incorporado pelo Decreto-Lei nº 2.627.

Por fim, importante destacar que o Decreto-Lei nº 2.627 vedou o voto plural nas sociedades anônimas, além de restringir a emissão das ações preferenciais a, no máximo, metade do capital social da sociedade anônima. O direito de voto, assim, foi garantido a, ao menos, metade das ações representativas do capital social, considerando que todas as ações da companhia, segundo a referida norma, deveriam apresentar o mesmo valor nominal⁴⁰.

Em 1976, com a elaboração da Lei 6.404, atual Lei das Sociedades Anônimas no Brasil, grande parte das disposições relativas à distribuição do poder de voto entre os acionistas foi mantida da norma anterior. Entre as alterações, importante destacar que, a partir da vigência da atual Lei das S.A., não foi mais possível afirmar que todas as ações ordinárias confeririam os mesmos direitos a seus acionistas, uma vez que a norma passou a permitir a diferenciação também desta espécie de ação em diferentes classes, ao menos no que diz respeito às companhias de capital fechado. As ações também passaram a poder ser emitidas sem valor nominal, por diferentes preços de emissão.

Adicionalmente, para permitir maior capitalização das empresas, houve a necessidade de estabelecer mecanismos de concentração de controle⁴¹, tendo em vista o perfil dos maiores investidores no Brasil. Esta pode ser apontada como a principal razão para a ampliação do número máximo permitido de ações preferenciais emitidas por uma companhia, passando de metade para 2/3 do total de ações emitidas.

Conforme disposto na exposição de motivos da Lei 6.404/76, o aumento do limite das ações preferenciais teve por fundamento: “a) 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; e c) a conveniência de evitar a distribuição, na fase inicial de abertura do

⁴⁰ Conforme artigo 1º do Decreto-Lei nº 2.627, transcrito a seguir: “Art. 1º A sociedade anônima ou companhia terá o capital dividido em ações, do mesmo valor nominal, e a responsabilidade dos sócios ou acionistas será limitada no valor das ações subscritas ou adquiridas” (grifo nosso).

⁴¹ RIBEIRO, Renato Ventura. Op. Cit., p. 150.

capital de companhias pequenas e médias, de duas espécies de ações, em volume insuficiente para que atinjam grau razoável de liquidez”.⁴²

No entanto, mais recentemente, passou a ser questionada a legitimidade dos acionistas controladores que, no limite, poderiam decidir o destino de suas companhias com apenas 16,66% mais uma ação do capital social⁴³. Grande parte dos investidores passou a não aceitar esta estrutura de controle que permitia que acionistas com um número tão reduzido de ações detivessem todo o poder político dentro da empresa, enquanto acionistas que representavam a grande maioria do capital da companhia não tinham direito de voto.

Neste sentido, a Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001, entre outras mudanças, alterou novamente o número máximo permitido de ações preferenciais, voltando o limite para o patamar já previsto pelo antigo Decreto-Lei nº 2.627, de 50% do total de ações emitidas de uma companhia.

Esta mudança pode ser encarada como um fortalecimento, ainda que tímido, da regra geral de um voto por ação, uma vez que metade das ações das companhias, no mínimo, obrigatoriamente passaria a garantir direito de voto a seus detentores, com base nesta regra. No entanto, continuou a ser permitido que metade das ações das companhias apresentasse restrições ao direito de voto, garantindo maior liberdade aos empresários na organização da estrutura de poder da companhia.

Importante destacar a preocupação do legislador em promover uma mudança gradual no perfil acionário das companhias brasileiras. Durante a tramitação do projeto de lei que deu origem à Lei nº 10.303, houve grande oposição das sociedades em alterar sua estrutura de controle, quando já haviam emitido ações preferenciais, representativas de mais da metade de suas ações⁴⁴.

⁴² Exposição de Motivos nº 196, de 24 de junho de 1976, do Ministério da Fazenda, disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/leis/anexos/EM196-Lei6404.pdf>. Acesso em 08 de janeiro de 2017.

⁴³ Considerando um acionista detentor de ações ordinárias representativas de 33% do capital social de uma companhia.

⁴⁴ COSTA E SILVA, Francisco da. Op. Cit., p. 125.

Por esta razão, a Lei nº 10.303 determinou que somente estariam obrigadas a observar o novo limite, conforme artigos 8º e 9º da referida norma: a) todas as companhias constituídas a partir da data da publicação da Lei, abertas ou fechadas; e b) as companhias fechadas existentes, no momento em que decidissem abrir o seu capital.

Assim, as companhias constituídas antes da publicação da Lei não precisariam se adaptar ao novo limite legal. Por estes motivos, é possível concluir que, apesar de ter entendido o legislador que a desproporcionalidade entre as ações emitidas e o poder de controle deveria ser restringida, continuou a possibilitar a emissão de número considerável de ações sem direito de voto, garantindo a criação de diferentes estruturas de controle dentro das companhias.

Em 2002, a regra de um voto por ação ganhou nova força quando se deu início a listagem de companhias no segmento especial da BM&FBOVEPSA, conhecido como Novo Mercado. A análise específica das consequências trazidas por este segmento de listagem será realizada no item 4.3 a seguir, destinado ao estudo detalhado da regra geral de um voto por ação.

2.4. Conclusões sobre o desenvolvimento histórico de sistemas de votação

Diante do que foi exposto neste capítulo 2, é possível perceber que o sistema de um voto por ação nem sempre foi adotado como regra padrão para as sociedades anônimas, brasileiras ou estrangeiras.

Ademais, tendo em vista que o limite de ações preferenciais emitidas pelas companhias brasileiras era de metade do total de suas ações, passou para 2/3 e, atualmente, voltou ao limite de 50%, nem ao menos é possível defender que o fortalecimento deste padrão foi contínuo no Brasil.

As regras para determinação do poder de voto de cada acionista, como foi visto, são influenciadas pelas transformações políticas ocorridas dentro do país, assim como pelas necessidades econômicas das companhias, que buscam aplicar os sistemas que melhor possibilitem a captação de investimentos de seus acionistas.

Não são, portanto, regras estáticas ou imunes a críticas e reflexões, uma vez que cada regime jurídico de votação dentro das sociedades anônimas tenderá a privilegiar um grupo, ou grupos, de acionistas, ao provocar diferentes resultados na configuração da estrutura de poder das companhias. Este dinamismo faz com que as regras de voto sejam aplicadas para diferentes propósitos, tendo em vista a realidade na qual a companhia se encontra inserida.

A regra de um voto por ação ganhou força nos EUA no final do século XIX e início do século XX para atender uma necessidade de estímulo aos grandes investidores, diferenciando-os dos pequenos acionistas. Posteriormente, a regra passou a ser considerada como uma das principais bandeiras da boa governança corporativa e de garantia de direitos, em especial com relação a acionistas minoritários. Atualmente, surgem defensores da relativização desta regra, levando em consideração a abrangência de interesses das companhias, e de seus acionistas, a serem protegidos⁴⁵.

As diferentes regras de voto, na maior parte dos casos, interferem no resultado de deliberações ao alterar o que é considerado a “maioria dos votos” de uma assembleia, uma vez que a unanimidade de votos é raramente exigida. Por este motivo, para que se possa melhor compreender a lógica das regras de voto, será objeto de estudo do próximo capítulo o chamado “princípio majoritário”, ou “regra da maioria”.

⁴⁵ Os principais argumentos favoráveis à pluralidade de regras de voto no ordenamento jurídico brasileiro serão expostos com destaque no Capítulo 6 deste estudo.

3. O PRINCÍPIO DA MAIORIA APLICADO ÀS DELIBERAÇÕES DE ACIONISTAS EM SOCIEDADES ANÔNIMAS

Neste capítulo será apresentada a origem do princípio da maioria na política democrática e sua transposição para as decisões internas das companhias. A análise deste tema é fundamental, pois apresenta a base lógica que fundamenta a transformação de um conjunto de votos de acionistas em uma decisão da companhia. Ademais, o princípio da maioria envolve o reconhecimento do direito de voto dos acionistas e sua contagem em assembleia, que pode ser profundamente alterado, de acordo com a regra de voto adotada pela companhia, conforme seu estatuto social e normas aplicáveis.

Em seguida, será realizado breve comparativo entre os princípios da maioria e a regra da proporcionalidade, aplicado às sociedades anônimas, que são muitas vezes confundidos devido à costumeira aplicação da regra geral de um voto por ação nas deliberações de acionistas.

3.1. A origem do princípio da maioria na democracia política e sua aplicação no direito societário

A comparação entre o processo decisório interno das companhias e da democracia política é inevitável devido às suas semelhanças em seu raciocínio lógico. Em ambos os casos, o traço característico é a participação individual nas decisões que afetam ao todo, ou melhor, a comunidade em que cada um dos indivíduos está submetido⁴⁶.

Tanto na política quanto no direito societário, tem-se um conjunto de agentes, com interesses dispersos e difusos que precisam ser organizados e negociados para que se possa formar uma única vontade, seja ela a vontade de uma nação ou de uma companhia. Naturalmente, interesses diversos criariam resultados não homogêneos nas deliberações, impedindo que pudesse se chegar a uma decisão única para o grupo. O princípio da maioria surge, então, como uma solução para a superação destas dissidências.

⁴⁶ MARQUES, João Batista. O princípio de maioria na doutrina de Hans Kelsen. *Revista de Informação Legislativa*, a. 42, nº 165, jan./mar., 2005, p. 52.

Pode-se dizer que o princípio da maioria andou lado a lado com o desenvolvimento da própria democracia política. Se exemplos de votações seguindo a regra da maioria eram encontrados desde a Antiguidade, como era o caso da assembleia do povo de Atenas, na qual os cidadãos do sexo masculino votavam erguendo a mão⁴⁷, foi apenas na Idade Moderna que o princípio da maioria pôde ser considerado, no contexto de formação da vontade democrática, a principal modalidade de decisão, ainda que tenha sofrido críticas e passado por períodos conturbados durante este período e ainda mesmo na Idade Contemporânea⁴⁸.

Entre as teorias para justificar o princípio da maioria na democracia, destacam-se as famosas teorias contratualistas, elaboradas por Locke e Rousseau. Segundo estas teorias, a legitimidade das decisões tomadas segundo o princípio da maioria estaria no consentimento dado por cada cidadão, por meio de normas e regras para orientar a vida coletiva, mediante a celebração de um contrato: o pacto social. Assim, a maioria estaria autorizada em tomar as decisões do coletivo⁴⁹.

Já no direito societário, o voto, a princípio⁵⁰, é um direito assegurado aos acionistas. Seria um erro defender que o direito de voto é reservado aos acionistas por serem estes os proprietários da companhia e, portanto, donos do seu destino. Conforme lembrado por Renato Ventura Ribeiro, paradoxalmente, é tão importante quanto esquecida a diferença entre sócio e proprietário. O acionista é proprietário apenas de ações e não da empresa, cuja titularidade é da sociedade⁵¹.

Assim, são os acionistas, como detentores dos direitos atribuídos às ações de sua propriedade, que devem decidir nas deliberações em assembleia e são seus interesses que devem ser convergidos para uma única decisão da companhia. Desta forma, na sociedade

⁴⁷ KRAUT, Stephan. O princípio da maioria. *Cadernos da Escola do Legislativo*, vol. 5, nº 9, jul./dez., 1999, p. 97.

⁴⁸ Exemplos não faltam de regimes políticos que desprezaram o princípio da maioria no mundo todo, como ditaduras de direita e de esquerda, nas quais o voto democrático foi (e, em alguns casos, é ainda hoje) menosprezado. Entre as teorias políticas críticas à regra da maioria, vale destacar as teorias marxistas, para as quais o princípio da maioria, como parte da superestrutura da sociedade capitalista, tinha pouca importância. (Cf. KRAUT, Stephan. Op. Cit., p. 97).

⁴⁹ ADAMEK, Marcelo Vieira Von. *Abuso de minoria em direito societário*. São Paulo: Malheiros, 2014, p. 32.

⁵⁰ Dizemos “a princípio”, tendo em vista a possibilidade de emissão de ações sem direito de voto, bem como a atribuição de direito de voto a empregados, em casos específicos (como é o caso previsto pelo artigo 140 da Lei das S.A.).

⁵¹ RIBEIRO, Renato Ventura. Op. Cit., p. 45.

unipessoal, conforme apontado por Fábio Konder Comparato⁵², não há qualquer outro interesse a ser levado em consideração, na aplicação das normas legais, além do interesse do titular único do capital social. Bastará, no entanto, que exista um só outro acionista, titular de uma única ação, ainda que sem direito de voto, para que reapareça a possibilidade de conflitos de interesse entre sócios.

Esta é a principal problemática de qualquer teoria deliberativa. Em caso de pluralidade de agentes responsáveis por tomadas de decisão, sempre haverá a possibilidade de existirem interesses divergentes. Nestas hipóteses, há apenas duas soluções: ou exige-se o completo consenso entre todos os envolvidos, e não se teria qualquer decisão do grupo, em caso de um único voto divergente⁵³, ou se determina que os interesses de alguns irão se sobrepor aos interesses de outros, formando-se, assim, uma decisão que obrigaria todo o grupo.

Tendo em vista este racional, pode-se dizer que a lógica na qual o princípio da maioria se baseia é o de que “o ordenamento social deve estar de acordo com o maior número possível de sujeitos, e em desacordo com o menor número possível”⁵⁴. Assim como na democracia política não é possível exigir que as decisões sejam tomadas por unanimidade, tendo em vista o grande número de cidadãos envolvidos, nas companhias este problema se repete, em especial se tratando de grandes sociedades, com um amplo número de acionistas.

Seria possível imaginar que, em estruturas societárias simplificadas, com apenas dois ou três sócios, a unanimidade pudesse ser exigida para um número maior de casos, considerando a maior proximidade entre os sócios e possibilidade de negociação que resultasse em uma decisão sobre a qual todos estivessem de acordo.

É claro que tanto o sistema da unanimidade quanto o da maioria apresentam suas próprias vantagens e desvantagens. Em sociedades pessoais, como são os casos de

⁵² COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. Op. Cit., p. 53.

⁵³ Mas a unanimidade é possível apenas num grupo restrito ou homogêneo, e pode ser exigida em dois casos extremos e contrapostos: ou no caso de decisões muito graves em que cada um dos participantes tem direito de veto, ou no caso de decisões de escassa importância em que se declara consciente quem não se opõe expressamente (é o caso do consenso tácito) (Cf. BOBBIO, Norberto. *O futuro da democracia: uma defesa das regras do jogo*. 6ª ed. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1997, p. 19).

⁵⁴ COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. Op. Cit., p. 61.

sociedades uniprofissionais, por exemplo, os sócios, na maior parte das vezes, são muito mais que apenas investidores. Eles são a força-motriz e organizacional da sociedade. Por esta razão, decisões não unânimes tendem a apresentar um impacto muito maior aos sócios dissidentes, nestes tipos societários.

Por este motivo, conforme apontado por Marcelo Vieira Von Adamek⁵⁵, nas sociedades de pessoas, em razão da, legalmente presumida, união personalística mais estreita entre os sócios, prepondera o princípio da unanimidade. Já nas sociedades de capitais, o princípio majoritário desponta com maior vigor, já que estas sociedades estão predispostas a apresentar um número maior de acionistas.

Em se tratando de sociedades anônimas, este modelo societário foi pensado especialmente para companhias de grande porte (ainda que seja comum a existência de sociedades anônimas com reduzido número de acionistas). Quando considerado o caso de companhias abertas, mais ainda, o problema se agrava, já que estas sociedades podem apresentar dificuldade de até mesmo reunir a maioria do capital votante em suas deliberações de acionistas, tendo em vista o problema de absenteísmo nas assembleias⁵⁶. Nestes casos, exigir a unanimidade para suas deliberações seria uma tarefa certamente inalcançável.

A opção pelo princípio da maioria revela-se, assim, como uma preferência do legislador pela garantia do funcionamento das sociedades, mesmo que isso importe na imposição da decisão da companhia aos acionistas dissidentes. Ao viabilizar a formação da vontade coletiva, o princípio da maioria assegura a capacidade da companhia de agir, superando o imobilismo decorrente da exigência da unanimidade⁵⁷.

A decisão tomada em assembleia deixa de ser uma decisão de vários acionistas e se transforma em uma deliberação da própria companhia. Conforme já exposto por Waldemar Ferreira, ao ingressar na sociedade o indivíduo concorda em abrir mão de parte de sua independência em benefício da pessoa jurídica⁵⁸. Neste sentido, pode-se entender que o

⁵⁵ ADAMEK, Marcelo Vieira Von. Op. Cit., p. 28.

⁵⁶ RIBEIRO, Renato Ventura. Op. Cit., p. 59.

⁵⁷ ADAMEK, Marcelo Vieira Von. Op. Cit., p. 29.

⁵⁸ FERREIRA, Waldemar. *O direito insurrecional do acionista* (memorial), São Paulo: Revista dos Tribunais, 1939, pp. 6-7.

acionista não poderá fazer valer sua vontade, de modo individual, e concorda que as decisões da companhia o vincularão, ainda que discorde do posicionamento da maioria. Como defendido por Marcelo Vieira Von Adamek, “os vencidos não estariam sujeitos aos votos da maioria, mas à deliberação que, por efeito destes, é formada e juridicamente imputada à sociedade”⁵⁹.

No entanto, a aplicação da maioria não significa necessariamente que os acionistas minoritários serão ignorados. Vale lembrar que a Lei das S.A. elenca em seus artigos diversos direitos que poderão ser exercidos individualmente por qualquer acionista ou por acionistas representantes de uma pequena porcentagem do capital social da companhia⁶⁰. Este equilíbrio é de fundamental importância para que os acionistas possam defender seus direitos e controlar abusos da maioria⁶¹.

3.2. O princípio da maioria e a regra da proporcionalidade nas sociedades anônimas

Como visto, o princípio da maioria, no direito societário, surgiu com a finalidade de possibilitar a tomada de decisões pelas companhias, superando as divergências entre os sócios, uma vez que a exigência da unanimidade poderia comprometer severamente as atividades destas sociedades. A maioria de votos, convertida em uma decisão única da companhia, vincula todos seus acionistas.

No entanto, há ainda a questão de como é averiguada tal maioria de votos, de acordo com as regras de voto das sociedades. A maioria de votos na democracia política, de onde se originou o princípio da maioria, corresponde à maioria dos cidadãos votantes, uma vez que cada cidadão tem direito a um voto. Já no direito societário, a maioria é comumente verificada de acordo com outro procedimento, associado à regra da proporcionalidade.

⁵⁹ ADAMEK, Marcelo Vieira Von. Op. Cit., p. 32.

⁶⁰ Como exemplos, é possível citar os seguintes artigos da referida lei: art. 123, parágrafo único, alínea b (que confere a qualquer acionista o poder de convocar assembleia geral quando os administradores retardarem-na, por mais de sessenta dias, nos casos previstos em lei ou no estatuto); art. 126, §3º (relativa à possibilidade de solicitação dos endereços dos acionistas para envio de pedido de procuração); art. 105 (que permite aos acionistas detentores de cinco por cento do capital social exigir a apresentação dos livros da companhia, sempre que sejam apontados atos violadores da lei ou do estatuto, ou haja fundada suspeita de graves irregularidades praticadas por qualquer dos órgãos da companhia); art. 159, §4º (o qual determina que acionistas detentores de cinco por cento do capital social podem promover ação de responsabilidade civil contra o administrador, pelos prejuízos causados ao patrimônio da companhia, se a assembleia deliberar não promover a ação); art. 161, §2º (possibilitando a instalação do conselho fiscal por acionistas representando cinco por cento do capital social); entre outros.

⁶¹ Sobre o tema, ver COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. Op. Cit., pp. 61-63.

A regra da proporcionalidade prevê que os direitos conferidos pelas ações devem ser proporcionais ao número de ações ou à participação que elas representam no capital social da companhia⁶². A aplicação desta regra pode ser verificada em diferentes direitos relacionados aos acionistas, como o direito dos acionistas ao recebimento de dividendos proporcionais.

No entanto, quando relacionada especificamente ao direito de voto, a regra da proporcionalidade significará que cada acionista terá direito a votos proporcionais ao número de ações por ele detidas. Por esta razão, esta regra é também conhecida no direito anglo-saxão como “*one share, one vote*”, ou “uma ação, um voto”.

Conforme exposto no Capítulo 2 deste trabalho, a regra da proporcionalidade, inicialmente, foi raramente considerada nas deliberações de acionistas. Durante o início do século XIX, os ideais democráticos políticos, que incluíam o princípio da maioria, foram trazidos, a princípio, sem qualquer adaptação ao direito societário norte-americano.

Desta forma, o princípio da igualdade democrática, que determina que todos os homens são iguais perante a lei e apresentam o mesmo poder de voto no processo decisório, foi implementado integralmente nas companhias, significando, assim, que todos os acionistas teriam o mesmo poder político, independentemente de suas participações acionárias.

No entanto, com o desenvolvimento das companhias norte-americanas e sua crescente importância para a economia, recursos mais volumosos passaram a ser cada vez mais necessários a estas sociedades, exigindo uma maior proteção aos grandes acionistas e incentivos para que estes realizassem maiores investimentos.

Por esta razão, o princípio da igualdade foi ajustado para sua aplicação no direito societário, significando não mais “igualdade entre acionistas”, mas, sim, “igualdade entre

⁶² PELA, Juliana Krueger. *As Golden Shares no Direito Societário Brasileiro*. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 126.

ações”⁶³. Com esta alteração, o princípio da maioria, aplicado às deliberações de acionistas, deixou de corresponder à maioria dos acionistas votantes e passou a ser equivalente à maioria de ações com direito a voto, em observância à regra da proporcionalidade.

Vale lembrar que a regra da proporcionalidade é aplicável apenas a uma mesma classe de ações. Em observância a esta regra, são admitidos, conforme será visto mais adiante, direitos de voto desproporcionais entre acionistas, desde que estes direitos estejam atrelados a ações de espécies ou classes diferentes. Neste sentido, encontram-se, a título de exemplo, as ações preferenciais, que podem apresentar classes de ações com vantagens políticas⁶⁴, ou mesmo com restrições ao direito de voto, sendo permitida também a emissão de ações sem voto desta espécie⁶⁵.

Apesar de muitas vezes referida como um princípio do direito societário, a proporcionalidade deve ser entendida como uma regra geral. Nas palavras de Alberto do Amaral Júnior, princípios são pautas genéricas, que permitem avaliações flexíveis, não necessariamente excludentes. Já regras são aplicáveis à maneira de “ou tudo ou nada”, ou seja, apesar de admitirem exceções, quando contraditadas provocam a exclusão do dispositivo colidente⁶⁶.

A regra da proporcionalidade, como será explorado em detalhe neste trabalho, apesar de ser o padrão como regra de voto, na forma de “uma ação, um voto”, admite uma série de exceções previstas em lei. Devido ao grande número de exemplos trazidos pela própria legislação em sentido contrário à regra da proporcionalidade, esta não deve ser entendida como um princípio.

⁶³ Para maiores informações sobre o desenvolvimento histórico das regras de voto, ver o capítulo 2 deste trabalho.

⁶⁴ Conforme disposto pelo artigo 18 da Lei das S.A., com a seguinte previsão: “Art. 18. O estatuto pode assegurar a uma ou mais classes de ações preferenciais o direito de eleger, em votação em separado, um ou mais membros dos órgãos de administração. Parágrafo único. O estatuto pode subordinar as alterações estatutárias que especificar à aprovação, em assembléia especial, dos titulares de uma ou mais classes de ações preferenciais.”

⁶⁵ As restrições ao direito de voto admitidas em ações preferenciais estão especificadas pelo artigo 111 da Lei da S.A., que será objeto de análise específica mais adiante neste trabalho.

⁶⁶ AMARAL JÚNIOR, Alberto do. *A Boa-fé e o Controle das Cláusulas Contratuais Abusivas nas Relações de Consumo*. Revista de Direito do Consumidor, Vol. 6, São Paulo: Revista dos Tribunais, 1993, p. 27.

A regra da proporcionalidade, quando deixa de ser aplicada em lugar de outra regra de voto, não é flexibilizada, mas completamente afastada. Por esta razão, não pode ser tratada como um princípio. No mesmo sentido, outros autores já manifestaram seu entendimento de que a proporcionalidade deve ser entendida como mera regra geral do direito societário⁶⁷.

Desta forma, a questão em aberto quanto à aplicação da proporcionalidade nas deliberações de acionistas não é se esta regra pode, ou não, ser derogada em favor de outras regras, mas, sim, se ela deve ser derogada e, em caso afirmativo, em que condições. Conforme exposto por Mario Casella, seria um erro considerar obrigatório o sistema adotado como regra geral⁶⁸.

Diante desta exposição, resta claro que o princípio da maioria estabelece um conceito completamente diverso da regra da proporcionalidade. De acordo com o princípio da maioria, a unanimidade deixa de ser necessária para a tomada de decisões nas companhias, sendo suficiente a maioria de votos. No entanto, a regra da maioria não define como estes votos serão apurados.

A regra da proporcionalidade, aplicada às deliberações assembleares, por sua vez, determina que cada ação garantirá ao seu detentor um voto nas assembleias da companhia. Assim, o princípio da maioria, combinado com a regra da proporcionalidade, resultará no sistema no qual as deliberações da companhia serão determinadas pela apuração dos votos de acionistas representando a maioria do capital social da referida sociedade.

Considerando que a regra padrão, de um voto por ação, é naturalmente o sistema de votação mais encontrado nas deliberações assembleares, é compreensível a confusão entre os princípios da maioria e a regra da proporcionalidade. No entanto, os resultados nas

⁶⁷ Entre os autores, podemos citar: RIBEIRO, Renato Ventura. Op. Cit., p. 189; e CASELLA, Mario. Legittimità del voto scalare nelle società per azioni. *Rivista delle società*. Milão, ano 18, 1973, p. 426.

⁶⁸ Conforme bem exposto pelo autor italiano: “Di più, è stato possibile verificare l'influenza della pigrizia mentale e della imitazione nella accettazione di certe regole o criteri: ad esempio, nella acritica preferenza che si riserva al voto proporzionale, che è sistema corrente o "típico", se si vuole, ma non è un sistema imperativamente imposto (Cf. CASELLA, Mario. Op. Cit, p. 426; em tradução livre: “Além disso, foi possível verificar a influência de preguiça mental e imitação na aceitação de certas regras ou critérios, por exemplo, na preferência acrítica que se reserva o voto proporcional, que é o sistema atual ou "típico", se quiserem, mas não um sistema imperativamente aplicado”).

assembleias somente são determináveis mediante a combinação destes dois diferentes institutos.

Ao aplicar um sistema alternativo de votação nas deliberações das companhias, a regra padrão da proporcionalidade é afastada, mas não necessariamente o princípio da maioria. As regras alternativas que modificam o conceito de “uma ação, um voto” transformam o direito de voto dos acionistas, alterando por consequência como a maioria de votos será alcançada na deliberação de acionistas.

Contudo, qualquer que seja a forma de apuração de votos, a maioria ainda será necessária para que uma decisão seja tomada pela companhia, motivo pelo qual se pode entender que o princípio da maioria ainda será observado, mesmo quando outra regra, que não o padrão proporcional, é utilizada.

Estas conclusões são relevantes, pois esclarecem o objeto do presente trabalho, que não abordará desvios do princípio da maioria. Ao contrário, serão estudadas as características particulares da norma padrão de votação, de acordo com a regra da proporcionalidade (“uma ação, um voto”), bem como os sistemas alternativos que modificam o equilíbrio de poderes dentro das companhias, ainda que o princípio da maioria continue a ser observado.

4. A DIFERENCIAÇÃO DE PODER DOS ACIONISTAS PELO NÚMERO DE AÇÕES – A REGRA DE UM VOTO POR AÇÃO

O artigo 110 da Lei das S.A., inalterado desde sua criação, estabelece em seu *caput* que a cada ação ordinária corresponde um voto nas deliberações da assembleia geral⁶⁹. Este é o artigo que reproduz, de maneira objetiva, a regra geral adotada pelas companhias brasileiras, criada após grande evolução histórica e reflexões sobre este instituto.

Este dispositivo pode ser considerado como o padrão previsto em lei, uma vez que, no silêncio do estatuto social, a regra de um voto por ação deverá ser observada em todas as votações realizadas em assembleias gerais de qualquer sociedade anônima, salvo nos casos expressamente previstos de forma diversa em lei.

Adicionalmente, esta é a regra aplicável a todas as ações ordinárias. Conforme explicação de José Edwaldo Tavares Borba, as ações ordinárias são as ações normais de uma sociedade anônima, que atribuem direitos comuns de acionista, não sendo nada a elas acrescentado ou retirado. No tocante a estas ações, desnecessárias são quaisquer previsões estatutárias para indicar suas prerrogativas, já que estas decorrem da lei⁷⁰.

Por estas razões, o sistema de um voto por ação pode ser considerado como a regra padrão aplicável às sociedades anônimas. A regra de um voto por ação, ou “*one share, one vote*”, é por vezes considerada uma das regras de ouro da boa governança corporativa, por garantir direitos iguais relacionados a todas as ações ordinárias.

No entanto, conforme exposto no capítulo 3 deste trabalho, importante lembrar que esta igualdade de direitos políticos somente é verdadeira quando considerada em proporção à participação social detida por cada acionista na companhia. Assim, em outras palavras, a regra de um voto por ação promove a diferenciação dos acionistas por meio da atribuição de maiores ou menores poderes políticos, de acordo com o número de ações detidas por cada um deles.

⁶⁹ Cf. “Art. 110. A cada ação ordinária corresponde 1 (um) voto nas deliberações da assembléia-geral.”

⁷⁰ BORBA, José Edwaldo Tavares. Op. Cit., p. 239.

Nos itens a seguir, serão apresentados inicialmente os traços característicos desta regra, de forma descritiva, para posteriormente serem expostas as principais razões que levaram o modelo de “uma ação, um voto” a se tornar o sistema padrão adotado pela legislação brasileira, no que se refere à atribuição de direitos políticos a acionistas. Adicionalmente, será realizada uma breve exposição relativa ao impacto causado pela criação do segmento especial de listagem da BM&FBOVESPA, conhecido como Novo Mercado, no fortalecimento desta regra padrão no mercado de capitais nacional.

4.1. Principais características da regra padrão de um voto por ação

Conforme visto anteriormente, o sistema de um voto por ação preceitua que cada acionista tem número de votos na proporção do número de ações por ele detidas ou à participação que elas representam no capital social da companhia⁷¹.

O sistema, desta forma, não estabelece qualquer diferenciação entre os acionistas, exceto pelo número de ações detidas por cada um. Esta regra também não comporta limitação ao número de votos, podendo um único acionista, na prática, deter a totalidade do poder político em uma companhia, desde que tenha número de ações suficientes para tanto. Desta forma, um acionista com uma ação terá direito a um único voto, 50 ações garantirão 50 votos, 100 ações, 100 votos, e assim por diante.

Como visto anteriormente, a regra da proporcionalidade não é exclusiva do direito de voto, sendo observado nos demais direitos conferidos pelas ações, como nos direitos econômicos, e está presente em diversos ordenamentos ao redor do mundo⁷². As normas brasileiras atribuem à regra da proporcionalidade o mesmo alcance que lhe é conferido pelo direito italiano⁷³. Assim, a cada ação corresponde um voto nas deliberações sociais, sendo vedada a atribuição de voto plural a qualquer classe de ações⁷⁴.

⁷¹ PELA, Juliana Krueger. Op. Cit., p. 126.

⁷² Como exemplo, a regra do voto por ação está presente, como regra padrão aplicável às sociedades anônimas, além do Brasil, nos Estados Unidos da América e na maior parte dos países Europeus, tais como Itália, Reino Unido e Alemanha. No entanto, em quase a totalidade destes ordenamentos, a regra geral admite exceções. Para mais informações sobre a aplicação desta regra na Europa, ver: DE BEAUFORT, Viviane. Op. Cit.

⁷³ PELA, Juliana Krueger. Op. Cit., p. 126.

⁷⁴ Adiante, no capítulo 5.4 deste trabalho, será analisada a questão se o direito ao voto múltiplo, conforme previsto pelo artigo 141 da Lei das S.A., pode ser considerado uma exceção à regra geral de proibição do voto plural.

Conforme exposto por Carvalhosa, o voto deve ser incluído na categoria de direitos próprios ou reservados aos titulares de determinadas espécies e classes de ações, e não a certos acionistas⁷⁵. Esta distinção é muito importante, pois é uma das bases para compreensão da regra do voto por ação. Segundo este sistema, os acionistas são tratados como iguais, diferenciados apenas em virtude das ações por eles detidas.

O direito de voto, ainda que tenha caráter pessoal, é originado pela detenção de uma participação social pelo acionista, sendo que os detalhes de seus direitos políticos serão determinados pela espécie e classe de ações de sua propriedade. A contagem de voto, assim, segundo a regra de um voto por ação, será realizada pelo número de ações votantes na assembleia, e não em função dos acionistas⁷⁶.

Waldemar Ferreira, ao comentar o direito de voto nas sociedades anônimas brasileiras⁷⁷, ainda sob a vigência do Decreto-Lei nº 2.657/40, escreveu sobre a despersonalização dos sócios, em vista das regras de voto previstas naquela norma. Considerando que o artigo 80 do antigo Decreto-Lei apresentava a mesma redação do atual artigo 110 da Lei das S.A., ambos referentes ao direito de voto, os comentários de Waldemar Ferreira continuam válidos no sistema atual.

Apesar de destacar que o elemento humano é vital para a sociedade, entende o autor que os acionistas na sociedade podem ser comparados a órgãos em um organismo, no qual os acionistas valem o mesmo que valem suas ações. Assim, mais valeria a ação do que o próprio acionista. Esta lógica, pode-se concluir, é especialmente verdadeira no sistema de um voto por ação.

A regra ora comentada distancia o direito de voto do indivíduo, acionista, e o aproxima das ações por ele detidas, estabelecendo, em princípio, uma igualdade entre

⁷⁵ CARVALHOSA, Modesto, vol. 2, Op. Cit. p. 388.

⁷⁶ BORBA, José Edwaldo Tavares. Op. Cit. p. 340.

⁷⁷ FERREIRA, Waldemar. *Tratado de direito comercial*. São Paulo: Saraiva, vol. 4, 1961, p. 306. Sobre o tema da despersonalização dos sócios, escreveu o autor: “Superpõe-se a criatura aos criadores. Alienam êstes de não poucos direitos em prol dela, mercê de não poucas abdições. Desfazem-se de bens e valores, em quantidade e importância monetária determinadas, a se transfundirem no patrimônio social, constituído em universalidade. Submetem-se à lei privada ditada pelo comum interesse, declinando do direito de deliberar isoladamente. Nisso murmura-se, os fundadores da sociedade como que se despersonalizam, convolvendo-se de pessoas em sócios, ou acionistas.”

ações⁷⁸, e não entre acionistas. Não é de se estranhar que os acionistas, quando reunidos em assembleia geral para votação, já foram comparados a “sacos de dinheiro que votam”⁷⁹.

De acordo com Juliana Krueger Pela⁸⁰, no que se refere às sociedades anônimas, a irrelevância da identidade do acionista para a caracterização deste tipo societário impede que o princípio da igualdade, trazido da democracia política, seja entendido no direito societário como igualdade entre acionistas⁸¹.

Outros sistemas de voto, alternativos à regra de “um voto por ação”, podem reservar direitos políticos especiais a uma classe de ações específica, como no caso de classes especiais de ações detidas por fundadores de uma companhia, assim como prever a majoração do poder de voto de acionistas de longo prazo da companhia. Nestes casos, seria possível admitir uma diferenciação entre os acionistas, ainda que indireta, em função da espécie ou classe de ações por eles detidas. O mesmo não pode ser dito de uma companhia que emita apenas ações ordinárias da mesma classe.

Em uma assembleia de uma companhia que adote unicamente a regra de um voto por ação, a influência de um acionista no resultado da deliberação dependerá tão somente do número de ações de sua propriedade, não importando a figura do acionista ou quais são as ações de sua propriedade (uma vez que todas conferirão os mesmos direitos políticos aos seus detentores). A princípio, de acordo com a regra padrão, qualquer pessoa poderia adquirir um número maior de ações de determinada companhia, passando a ser o acionista com maior poder político.

O regime jurídico do direito de voto, segundo esta regra padrão, possibilita que um pequeno número de acionistas, ou mesmo um único acionista, possa determinar o resultado das deliberações sociais de uma companhia. Isto será mais, ou menos, comum, de acordo com o grau de pulverização acionária verificado nas companhias do país analisado.

⁷⁸ RIPERT, George; ROBLOT, René. *Traité de Droit Commercial – Les Sociétés Commerciales*. 17^a ed., Paris, L.G.D.J., 1998. Tomo 1, p. 1125.

⁷⁹ Conforme referências apontadas por LUCENA, José Waldecy. Op. Cit., p. 1021.

⁸⁰ PELA, Juliana Krueger. Op. Cit., p. 132.

⁸¹ De acordo com George Ripert e René Roblot, o princípio da igualdade entre as ações provoca o apagamento dos indivíduos diante da lei da maioria. Do original, em francês: “D’autre part, la règle de l’égalité entre les actions a pour corollaire l’effacement des individus devant la loi de la majorité.” (Cf. RIPERT, George; ROBLOT, René. Op. Cit. p. 1125).

Em cenários de concentração acionária, típicos de companhias brasileiras, são facilmente encontrados exemplos nos quais um grupo pequeno de acionistas, votando de acordo com a regra de um voto por ação, unilateralmente determina o resultado de deliberações assembleares. Além disso, estes controladores majoritários podem assegurar com tranquilidade sua posição na companhia, tendo em vista que a transferência do poder necessariamente dependerá de sua anuência, seja por meio da alienação de suas ações, seja pela aprovação de emissão de ações novas.

Por outro lado, a aplicação da regra de um voto por ação em companhias com capital disperso, a princípio, permitirá que cada deliberação assemblear seja decidida por grupos de acionistas diferentes, já que nenhum deles conseguirá impor isoladamente sua vontade, e também possibilitará que o controle da companhia esteja disponível para ser disputado entre os acionistas.

Diante destes dois cenários opostos, fica claro que a aplicação da mesma regra de voto pode dar origem a resultados diametralmente diferentes. Por esta razão, a análise de qualquer regra não deve ser realizada de forma isolada, mas deve considerar as particularidades de cada companhia, e do mercado no qual elas estão inseridas, para que se possa definir com clareza o impacto causado por cada norma.

A norma de votação padrão, que determina que a cada ação ordinária corresponde um voto nas deliberações em assembleias gerais, não foge desta lógica, uma vez que o resultado da aplicação desta mesma regra por duas companhias diferentes poderá resultar em estruturas de poder completamente distintas.

4.2. Desproporcionalidade entre capital e voto, na regra de um voto por ação?

Conforme visto no item anterior, a regra de um voto por ação, em comparação a outros sistemas de votação, se afasta da figura do acionista para se aproximar das ações por ele detidas. Defensores da regra de um voto por ação entendem que este é um sistema de voto lógico, pois se baseia na proporcionalidade entre o poder político e a contribuição realizada pelo acionista à sociedade (e o conseqüente risco inerente a este investimento)⁸².

⁸² Para maiores informações sobre os principais argumentos favoráveis à regra padrão de votação das ações ordinárias, ver exposição contida no capítulo 4.4, a seguir.

No entanto, dada a relevância do conceito de ação para a regra padrão de votação das ações ordinárias, importante questionar o que seria considerado uma ação, nos termos da legislação pátria. A Lei das S.A. não traz propriamente uma definição do conceito de “ação”, mas determina, em seu artigo 1º, que as sociedades anônimas terão seu capital social dividido em ações⁸³.

Desta forma, é possível concluir que as ações funcionam como unidades, ou frações, do capital social, que atribuem ao seu titular a condição de acionista⁸⁴. Em alguns casos, cada ação emitida pela companhia corresponderá ao mesmo valor de contribuição ao capital social. Nestas hipóteses, a todos os acionistas que tiverem investido, por exemplo, cem reais para a formação do capital social da companhia, serão conferidas cem ações e, caso a companhia adote o modelo de um voto por ação, terão cem votos nas deliberações em assembleia, em um exemplo perfeito de proporcionalidade entre capital investido, número de ações e poder político.

No entanto, as ações de uma companhia não são necessariamente emitidas pelo mesmo valor, ainda que se trate de ações da mesma classe e espécie. Nestes casos, será um erro afirmar serem proporcionais os direitos políticos ao capital investido (e, por consequência, ao risco assumido pelo acionista), mesmo que se possa afirmar que os votos atribuídos aos acionistas estejam em proporção ao número de ações detidas por cada um deles.

A desproporcionalidade entre o capital e o poder de voto é usualmente identificada como uma característica comum a outras regras de voto, mas não à regra de *one share, one vote*. No entanto, é possível constatar que, em muitos casos, a regra de um voto por ação também não apresentará proporcionalidade entre o direito de voto e o capital investido.

Ao pensarmos na regra padrão de votação das ações ordinárias, é comum a associação de que quanto maior o capital investido, maior será o poder político conferido àquele acionista. Se considerarmos que a regra de um voto por ação, inicialmente, passou a

⁸³ Cf. “Art. 1º A companhia ou sociedade anônima terá o capital dividido em ações, e a responsabilidade dos sócios ou acionistas será limitada ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas.”

⁸⁴ BORBA, José Edwaldo Tavares. Op. Cit. p. 229.

ser empregada com maior frequência a fim de atrair maiores investimentos às companhias⁸⁵, conferindo aos grandes empresários maior poder nas companhias investidas, é lógico pensarmos que o direito de voto deveria estabelecer uma proporcionalidade sobre o capital investido, e não sobre o número de ações adquiridas.

Em companhias cujas ações ordinárias são todas emitidas pelo mesmo valor nominal, integralizadas sem ágio ou deságio, é correto afirmar que os direitos de voto dos acionistas serão compatíveis com o capital investido na sociedade. Isto porque cada ação dará direito a um voto e todas as ações serão emitidas em contrapartida a uma contribuição, de mesmo valor, feita à companhia.

Esta lógica era reforçada pelo fato de que, segundo a legislação anterior à atual Lei das S.A., não era permitida a emissão de ações sem valor nominal, devendo o valor das ações constar obrigatoriamente no estatuto social, sendo determinado o mesmo valor para todas as ações emitidas pela companhia⁸⁶.

No entanto, ao criar a atual Lei das S.A., optou o legislador pela permissão a ações sem valor nominal, conforme modelo norte-americano⁸⁷, autorizando ao estatuto social de cada companhia determinar se seu capital social seria dividido em ações com valor nominal, ações sem valor nominal, ou ambas.

As ações sem valor nominal foram uma novidade da atual Lei das S.A. De acordo com a “Exposição de Motivos”, esta opção daria maior flexibilidade aos aumentos de capital da sociedade, que não ficaria vinculada a um montante mínimo, podendo emitir ações mesmo em situações de recesso de mercado, caso a sociedade emitente gozasse da confiança dos investidores⁸⁸. Com isso, a atual Lei das S.A. possibilitou o fim do regime de fidelidade absoluta do capital social ao valor subscrito.

⁸⁵ Conforme exposto nos capítulos 2.2 e 2.3, referentes ao desenvolvimento dos sistemas de votação nos Estados Unidos e no Brasil, respectivamente, a regra de um voto por ação passou a ganhar força em ambos os países devido à necessidade de atração de investimentos em maior volume (neste sentido, ver RATNER, David L. Op. Cit., sobre os EUA e RIBEIRO, Renato Ventura. Op. Cit., p. 149-150, sobre o Brasil).

⁸⁶ Conforme artigo 1º do Decreto-Lei nº 2.627, de 26 de setembro de 1940.

⁸⁷ BORBA, José Edwaldo Tavares. Op. Cit. p. 232.

⁸⁸ VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. *Curso de Direito Comercial*. 3ª ed. São Paulo: Malheiros, vol. 3, 2014, p. 136.

As ações sem valor nominal são, atualmente, muito comuns nas sociedades anônimas brasileiras, em especial entre as companhias abertas. Isto se deve ao fato de que as ações sem valor nominal garantem maior praticidade a certas operações, por dispensarem a emissão de novas ações ou seu cancelamento, tal como em operações de redução do capital social e de capitalização de reservas, além de criar maior flexibilidade aos aumentos de capital, conforme referido acima.

Por outro lado, ao instituir as ações sem valor nominal, nossa legislação foi mais longe, possibilitando a emissão de ações que não necessariamente exprimem a contribuição do acionista na formação ou no aumento do capital social da companhia⁸⁹.

Como exemplo, considerando que o preço de emissão deverá ser fixado tendo em vista um, ou mais de um, dos critérios determinados pelo artigo 170, §1º, da Lei das S.A.⁹⁰, uma ação de uma determinada companhia poderá apresentar preço de emissão de R\$10,00 em determinado momento e, em uma operação posterior de aumento de capital, ser fixado o valor de R\$50,00 por ação da mesma espécie da referida companhia.

Neste caso, que pode ser facilmente encontrado na prática das companhias, ambas as ações conferirão aos seus detentores o direito a um voto nas deliberações da sociedade, de acordo com a regra de um voto por ação, mesmo que um dos acionistas tenha contribuído cinco vezes mais para o capital da sociedade.

Para que se pudesse defender que os direitos políticos são proporcionais ao capital investido, nos casos de emissão de ações sem valor nominal, a quantidade de votos atribuída a cada acionista deveria levar em conta o valor por ele aportado, em contribuição ao capital social, e não ao número de ações emitidas⁹¹. No entanto, não é isso que preceitua a regra geral de votação das ações ordinárias.

⁸⁹ CARVALHOSA, Modesto, vol. 2, Op. Cit. p. 392.

⁹⁰ “Art. 170. (...) §1º O preço de emissão deverá ser fixado, sem diluição injustificada da participação dos antigos acionistas, ainda que tenham direito de preferência para subscrevê-las, tendo em vista, alternativa ou conjuntamente:

I - a perspectiva de rentabilidade da companhia;

II - o valor do patrimônio líquido da ação;

III - a cotação de suas ações em Bolsa de Valores ou no mercado de balcão organizado, admitido ágio ou deságio em função das condições do mercado.”

⁹¹ Ao discutir sobre o tema de emissão de ações com diferentes valores nominais, Renato Ventura Ribeiro defende que, igualmente, a quantidade de votos de cada tipo de ação, deveria levar em conta a proporção do valor nominal no capital votante, como visto na citação a seguir: “Ações de uma mesma companhia com

Até mesmo em relação às ações com valor nominal, a atual Lei das S.A. prevê hipótese na qual o valor contribuído pelo acionista não se converterá na emissão de ações adicionais. Ao possibilitar, em seu artigo 182⁹², que o valor de ágio das ações com valor nominal⁹³, bem como uma parcela do valor de emissão das ações sem valor nominal, seja destinado à formação das reservas de capital, permitiu o legislador outra hipótese na qual o capital social (e consequentemente o número de ações emitidas) não refletirá todas as entradas de capital⁹⁴.

Na prática, estas previsões permitem às companhias emitir ações ordinárias que não obedecem ao critério lógico da regra da proporcionalidade, segundo o qual, ao garantir a proporção entre número de ações e poder político, isto garantiria também a correspondência entre risco econômico e direito de voto. Se, em se tratando de companhias abertas, a maior fiscalização poderia ser suficiente para coibir abusos, na maior parte dos casos, o mesmo não pode ser dito de sociedades anônimas fechadas, que teriam maior facilidade de utilizar os institutos referidos acima unicamente para causar distorções na distribuição do poder político entre seus acionistas.

valores nominais distintos devem ter votos diferenciados, em razão da observância do princípio da proporcionalidade. A título exemplificativo, uma ação com valor nominal de 1 teria direito a um voto, e outra, com valor nominal de 2, a dois votos”. Em outra passagem, o autor complementa: “Caso contrário, tem-se o voto plural, caracterizado pela desproporcionalidade entre a representação do capital social e a quantidade de votos” (Cf. RIBEIRO, Renato Ventura. Op. Cit., p. 244).

⁹² “Art. 182. A conta do capital social discriminará o montante subscrito e, por dedução, a parcela ainda não realizada. § 1º Serão classificadas como reservas de capital as contas que registrarem: a) a contribuição do subscritor de ações que ultrapassar o valor nominal e a parte do preço de emissão das ações sem valor nominal que ultrapassar a importância destinada à formação do capital social, inclusive nos casos de conversão em ações de debêntures ou partes beneficiárias; (...)”.

⁹³ Cumpre notar que a possibilidade de emissão das ações com ágio, destinado à reserva de capital da companhia, somente foi prevista com a atual Lei das S.A. No diploma anterior, o Decreto-lei nº 2.627/1940, entendia-se que o ágio seria de cada acionista, e não das companhias, conforme pode ser observado na citação a seguir de Trajano de Miranda Valverde, autor de seu ante-projeto: “Discutiu-se, e muito, em face do art. 111, se a sociedade, no caso de aumento de capital por subscrição em dinheiro, pode emitir as ações correspondentes com ágio ou prêmio. Segundo a opinião comum, o ágio ou prêmio tem por objetivo estabelecer a igualdade entre as antigas e as novas ações, quando aquelas, dada a prosperidade da sociedade, obtêm cotação acima do valor nominal. Mas, como já se observou, e não há argumento sério em contrário, o ágio ou prêmio não tem razão de ser quando a lei assegura aos acionistas o direito de preferência para a subscrição das novas ações. Mais ainda: a lei lhes dá a faculdade de ceder ou transferir esse direito de subscrição a terceiro, acionista ou não. O ágio ou prêmio é, portanto, do acionista que, não dispondo de recurso para subscrever a sua parte no aumento, *lucra*, transferindo a terceiro acionista ou não, o seu direito de subscrição (ênfase no original).” (Cf. VALVERDE, Trajano de Miranda. *Sociedades por ações - Comentários ao Decreto-lei nº 2.627 de 26 de setembro de 1940*, 3ª ed. Rio de Janeiro: Forense, vol. 3, 1959, pp. 249-250).

⁹⁴ CARVALHOSA, Modesto, vol. 2, Op. Cit. p. 392.

Por estas razões, é possível afirmar que as ações deixaram, na Lei das S.A. atual, de representar uma ideia rígida do valor do capital para caracterizar-se apenas como um instrumento através do qual os sócios exercitam os seus direitos assegurados na lei e no estatuto⁹⁵.

Assim, atualmente, a regra de um voto por ação se distanciou das razões que levaram inicialmente ao seu surgimento, já que não é mais possível afirmar que os direitos políticos, segundo esta regra, são proporcionais às entradas realizadas pelos acionistas para o capital. Pelas mesmas razões, também já não é possível afirmar que aqueles que apresentam maior poder de voto são necessariamente aqueles que terão mais a perder, caso as atividades da companhia não tenham sucesso.

Se esta regra padrão continua sendo de fácil aplicação pelas sociedades, já que estabelece uma relação direta, sem maiores complicações, entre o número de ações e de votos, o afastamento de sua relação com o valor do capital social pode dificultar a compreensão de seus fundamentos.

Pelos motivos acima, conclui-se que a regra de um voto por ação determina que o acionista com maior poder de voto em uma companhia será aquele com o maior número de ações, independentemente de quem seja este acionista, do número total de acionistas da companhia ou, até mesmo, da contribuição realizada para o capital social da empresa.

A regra de um voto por ação, de alguma forma, se tornou mais abstrata, já que as ações emitidas por uma companhia passaram a ser entendidas simplesmente como unidades, ou frações, do capital social, que investem seu proprietário na condição de sócio, da qual resultam direitos e deveres, mas não são obrigatoriamente representativas do valor contribuído pelo acionista à sociedade. O conceito de proporcionalidade foi, assim, relativizado pela atual redação da Lei das S.A.

⁹⁵ CARVALHOSA, Modesto, vol. 2, Op. Cit. p. 392.

4.3. O fortalecimento da regra do voto por ação com a criação do Novo Mercado

O desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, ainda na década de 1990, destacou-se pelo surgimento de investidores mais qualificados e preparados do que os tradicionais pequenos investidores de décadas anteriores, os quais muitas vezes se mostravam desorganizados e desinteressados em defender seus direitos, frente ao concentrado poder político do acionista controlador.

O moderno capitalismo de mercado é caracterizado pela forte presença de investidores institucionais com padrão de exigência mais elevado, dentre os quais se destacam as instituições financeiras e fundos de investimento, em função do fato de terem que prestar permanentemente contas às respectivas comunhões de interesse que representam⁹⁶.

Devido a esta necessidade de acompanhar o desempenho das empresas investidas, os investidores institucionais costumam investir nas companhias por meio da aquisição de ações com poder de voto, permitindo intervenções nas deliberações societárias, caso seja necessário. Na maior parte dos casos, este ativismo costuma ser uma obrigação imposta pelos próprios regulamentos destas instituições, por ser visto como um requisito necessário à defesa ampla dos direitos daqueles que são representados por estas instituições.

A fim de estimular o desenvolvimento das empresas nacionais, a atual Lei das S.A., no momento de sua criação, permitiu a emissão de um número maior de ações preferenciais sem direito a voto (2/3 do total de ações emitidas), possibilitando que os empresários brasileiros pudessem buscar os investimentos necessários para seus negócios, mas mantivessem o controle de suas empresas.

Contudo, conforme já descrito neste estudo, críticas foram realizadas a este sistema que permitia que acionistas com pouca expressão no capital social de uma companhia pudessem controlá-la. Por esta razão, em 2001, a Lei nº 10.303 realizou nova alteração na

⁹⁶ COSTA E SILVA, Francisco da. Op. Cit, p. 124. No mesmo sentido, escreveu Haroldo Duclerc Verçosa: “No entanto, abrindo aqui um parêntesis, e considerando-se que no mercado de capitais os maiores investidores são fundos de investimento, estes optam por ações ordinárias, considerando seu interesse em acompanhar de perto a gestão social e, frequentemente, a participar da administração com representantes eleitos na forma dos estatutos das sociedades que compõem a sua carteira”. (Cf VERÇOSA, Haroldo Op. Cit., p. 255.

Lei das S.A., voltando a exigir que as companhias apresentassem seu capital dividido em ações ordinárias representando, no mínimo, 50% do total de ações de sua emissão.

Apesar da mudança, continuou a ser garantida às companhias certa flexibilidade na criação de diferentes estruturas de controle, sendo ainda permitida a emissão de ações de diferentes espécies, classes, além da limitação do poder de voto por acionista. Já as exigências realizadas pela BM&FBOVESPA, com a criação de segmentos especiais de listagem de ações, foram mais radicais do que as alterações legais.

A BM&FBOVESPA, bolsa de valores que atualmente concentra toda a negociação de ações no Brasil, ao criar segmentos especiais de listagem de ações, estabeleceu no Regulamento de Listagem do Novo Mercado, segmento que, conforme anunciado pela própria bolsa⁹⁷, apresenta práticas mais elevadas de governança corporativa, que as companhias ali listadas deveriam emitir exclusivamente ações ordinárias com direito a voto, sendo vedada, portanto, a emissão de ações preferenciais, com exceção de ações preferenciais de classe especial emitidas em casos de desestatização, que tivessem por fim garantir direitos políticos diferenciados ao ente público⁹⁸.

Já em 2011, uma reforma do Regulamento de Listagem do Novo Mercado passou a também prever que as companhias listadas neste segmento não poderiam estipular em seus estatutos sociais limites ao número de votos de acionistas, ou de grupo de acionistas vinculados, em percentuais inferiores a 5% (cinco por cento) do capital social da companhia⁹⁹.

⁹⁷ Neste sentido, ver página da BM&FBOVESPA dedicada ao Novo Mercado em: http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/novo-mercado. Acesso em 08 de janeiro de 2017.

⁹⁸ Estas ações, também conhecidas como *golden shares* (que serão objeto de estudo no item 5.2 deste trabalho), somente estão autorizadas a serem emitidas por companhias no Novo Mercado após análise prévia dos direitos conferidos a estas ações pela BM&FBOVESPA. Adicionalmente, é vedada a transferência destas ações pelo ente desestatizante. Tal regramento encontra-se previsto no item 3.1 (vii) do atual Regulamento de listagem do Novo Mercado, conforme transcrito a seguir: “3.1 Autorização para Negociação de Valores Mobiliários no Novo Mercado. A BM&FBOVESPA poderá conceder autorização para negociação de valores mobiliários no Novo Mercado para a Companhia que preencher as seguintes condições mínimas: (...) (vii) tenha seu capital social dividido exclusivamente em ações ordinárias, exceto em casos de desestatização, quando se tratar de ações preferenciais de classe especial que tenham por fim garantir direitos políticos diferenciados, sejam intransferíveis e de propriedade do ente desestatizante, devendo referidos direitos ter sido objeto de análise prévia pela BM&FBOVESPA; (...)” Disponível em <http://www.bmfbovespa.com.br/lumis/portal/file/fileDownload.jsp?fileId=8AA8D09752D531A30153148FB5EBOE61>. Acesso em 08 de janeiro de 2017.

⁹⁹ Conforme item 3.1.1 do Regulamento de Listagem do Novo Mercado, a seguir transcrito: “3.1.1 Limitação de Voto. A Companhia não poderá prever, em seu estatuto social, disposições que limitem o número de votos

A BM&FBOVEPSA, ao criar os segmentos especiais de listagem, também conhecidos como Níveis Diferenciados de Governança Corporativa, buscou impulsionar o mercado de capitais brasileiros ao possibilitar que companhias interessadas em se adequar a critérios mais rigorosos de governança corporativa pudessem se diferenciar das demais, por meio da segregação em diferentes segmentos de listagem. Desta forma, a bolsa entendeu que a emissão exclusiva de ações ordinárias seria uma característica de companhias com melhor governança corporativa e, por esta razão, deveriam ser diferenciadas em um segmento exclusivo.

A iniciativa foi elogiada por parte da doutrina por estimular o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro com a criação de segmentos de listagem destinados a diferentes perfis de companhias e investidores. Adicionalmente, por alguns, é defendida a ideia de que a existência de um sistema regulatório dualista (ou seja, sistemas com normas distintas às quais as companhias podem, ou não, estar sujeitas, por sua livre escolha) é bem-vinda por propiciar a implementação de regras mais rigorosas (como seriam os casos das normas do Novo Mercado), e possibilitar, ao mesmo tempo, a coexistência com os antigos regulamentos, o que atenuaria a resistência de companhias e acionistas tradicionais, avessos a mudanças¹⁰⁰.

Adicionalmente, a proibição absoluta das ações preferenciais no Novo Mercado foi vista, por parte da doutrina, como uma resposta à decepção causada pela reforma tímida

de acionista ou Grupo de Acionistas em percentuais inferiores a 5% (cinco por cento) do capital social, exceto nos casos de desestatização ou de limites exigidos em lei ou regulamentação aplicável à atividade desenvolvida pela Companhia, que sejam devidamente fundamentados e submetidos para aprovação da BM&FBOVESPA”. Disponível em <http://www.bmfbovespa.com.br/lumis/portal/file/fileDownload.jsp?fileId=8AA8D09752D531A30153148FB5E0E61>. Acesso em 08 de janeiro de 2017.

¹⁰⁰ Neste sentido, os autores Ronald J. Gilson, Henry Hansmann e Mariana Pargendler, em texto conjunto, defenderam o seguinte: “The evolution of corporate law reflects a struggle between allocation and distribution – the conflict presented by reforms that increase production at the expense of making the existing economic and political elites worse off. Regulatory dualism in corporate governance serves to mediate that struggle, providing protection to entrenched owners and managers for the sake of reducing their opposition to the reforms needed to develop an efficient system for financing and managing at least a portion of the corporate sector. Brazil’s current experiment with a “New Market” for corporate share listings offers a textbook example of this strategy.” (Cf. GILSON, Ronald J.; HANSMANN, Henry; PARGENDLER, Mariana. *Regulatory Dualism as a Development Strategy: Corporate Reform in Brazil, the U.S., and the EU* (March 1, 2010). Stanford Law and Economics Olin Working Paper No. 390; Columbia Law and Economics Working Paper No. 368; Yale Law & Economics Research Paper No. 399; ECGI - Law Working Paper No. 149/2010; Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Working Paper No. 80. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1541226>> ou <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1541226>>. Acesso em 08 de janeiro de 2017.

promovida pela Lei 10.303/01¹⁰¹, que entendia que a extinção das ações sem direito a voto significaria maior proteção aos acionistas minoritários e fortaleceriam o mercado de capitais brasileiro.

É preciso lembrar que as sociedades anônimas, ao decidirem negociar suas ações publicamente, devem se sujeitar não somente aos dispositivos da Lei das S.A., mas também às normas expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários, bem como à regulamentação privada estabelecida pela bolsa de valores na qual seus valores serão negociados.

A listagem das ações em bolsa é condição essencial para a sua distribuição pública, pois confere liquidez às ações ofertadas, sem a qual a distribuição estaria fadada ao fracasso¹⁰². Desta forma, para que pudessem receber autorização para negociação de suas ações no Novo Mercado, as companhias ali listadas passaram a emitir apenas ações ordinárias com direito a voto.

Assim como a regra de “um homem, um voto” transmite um senso de justiça aos cidadãos, a ideia de “uma ação, um voto” pode ser uma poderosa propaganda para a governança corporativa, no âmbito do direito societário. Conforme defendido por Grant Hayden e Matthew Bodie, a frase é atraente aos investidores por transmitir a ideia de distribuição igualitária do poder, já que cada participação societária dará direito ao mesmo poder de controle sobre a companhia¹⁰³.

Pode-se dizer que o Novo Mercado, juntamente com outros segmentos especiais de listagem¹⁰⁴, foi um grande sucesso no mercado de capitais nacional. O quadro abaixo apresenta a quantidade de ofertas públicas iniciais realizadas em cada ano, desde a criação

¹⁰¹ FRAGOSO, Daniela Neves Reali; AKKERMAN, Gustavo. Ações preferenciais: Evolução ou Retrocesso?. In: ADAMEK, Marcelo Vieira Von (Coord.). *Temas de direito societário e empresarial contemporâneos*. São Paulo, Malheiros, 2011, p. 289.

¹⁰² WARDE JR., Walfrido Jorge., Op. Cit., p. 1083.

¹⁰³ HAYDEN, Grant M.; BODIE, Matthew T. Op. Cit. p. 2.

¹⁰⁴ Atualmente, a BM&FBOVESPA apresenta cinco segmentos especiais de listagem de ações, além do segmento Tradicional. São eles Bovespa Mais, Bovespa Mais Nível 2, Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1, cada qual com regras específicas a serem seguidas pelas companhias ali listadas, no que diz respeito a diversos aspectos societários, tais como: (i) possibilidade ou vedação de emissão de ações preferenciais; (ii) percentual mínimo de *free float*; (iii) composição do conselho de administração; (iv) regras para divulgação de demonstrações financeiras, entre outras importantes características de governança corporativa que diferenciam estes segmentos.

do Novo Mercado até agosto de 2016, bem como o segmento no qual cada companhia decidiu distribuir suas ações¹⁰⁵. A análise dos números demonstra o quão presente esteve o Novo Mercado nos IPOs (sigla em inglês para *Initial Public Offering*, muito utilizada para designar as ofertas públicas iniciais no Brasil) dos últimos anos.

Ofertas Públicas Iniciais no Brasil (por ano/por segmento)								
Segmento	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Novo Mercado	1	0	5	7	20	43	3	5
Nível 2	0	0	2	2	4	7	0	1
Nível 1	0	0	0	0	0	8	0	0
Bovespa Mais	-	-	-	0	0	0	1	0
Bovespa Mais Nível 2	-	-	-	-	-	-	-	-
Tradicional	0	0	0	0	0	0	0	0
BDRs	0	0	0	0	2	6	0	0
Total	1	0	7	9	26	64	4	6

Ofertas Públicas Iniciais no Brasil (por ano/por segmento)								
Segmento	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Total
Novo Mercado	10	10	2	8	1	1	0	116
Nível 2	1	1	0	1	0	0	0	19
Nível 1	0	0	0	0	0	0	0	8
Bovespa Mais	0	0	0	1	0	0	0	2
Bovespa Mais Nível 2	-	-	-	-	0	0	0	0
Tradicional	0	0	1	0	0	0	0	1
BDRs	0	0	0	0	0	0	0	8
Total	11	11	3	10	1	1	0	154

Fonte: BM&FBOVESPA. *Até agosto de 2016

A listagem de companhias no Novo Mercado representou uma mudança significativa no perfil das companhias abertas, se considerarmos que grande parte das sociedades anônimas que decidiu abrir seu capital, após a criação do Novo Mercado, optou por fazê-lo mediante distribuição de suas ações neste segmento de listagem da BM&FBOVESPA, passando a emitir, portanto, apenas ações ordinárias com direito a voto. Como pode ser observado acima, das 154 ofertas públicas iniciais ocorridas no período, 116 foram

¹⁰⁵ As informações foram produzidas a partir dos dados disponibilizados no endereço eletrônico da BM&FBOVESPA: http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/servicos/ofertas-publicas/estatisticas/. Acesso em 16 de agosto de 2016.

realizadas no Novo Mercado, e apenas uma única no mercado Tradicional (que exige apenas o cumprimento da legislação, sem imposição de regras adicionais).

Atualmente, conforme informações coletadas do *website* da BM&FBOVESPA, das 359 empresas com ações negociadas na BM&FBOVESPA, ao final de 2015, 181 integravam segmentos especiais de listagem (ou seja, aproximadamente 50,41% do total), sendo 128 delas pertencentes ao Novo Mercado (aproximadamente 35,65% de todas as companhias listadas)¹⁰⁶.

O crescimento do Novo Mercado ocorreu durante um período de prosperidade para a economia e o mercado de capitais brasileiro. É de se destacar que, apenas em 2006 e 2007, 90 companhias realizaram a abertura de seu capital e passaram a negociar suas ações na BM&FBOVESPA. Considerando que, durante o período de mais de catorze anos, entre 2002 e agosto de 2016, foram realizadas 154 ofertas públicas iniciais, é possível concluir que as ofertas realizadas em 2006 e 2007 representaram mais de 58% do total de IPOs realizados durante todo este período.

Durante os anos de maior crescimento do mercado de capitais brasileiro, seria natural atribuir parte do seu sucesso à criação dos segmentos especiais de listagem da bolsa, com suas regras diferenciadas de governança corporativa. É inegável o papel do Novo Mercado, e dos demais segmentos, no amadurecimento do mercado nacional, ao reconhecer que as companhias brasileiras, bem como seus investidores, não são iguais e que sua diferenciação fortaleceria o mercado conferindo maior clareza e transparência às regras às quais cada companhia estaria submetida.

No entanto, é claro que o grande crescimento do mercado de capitais experimentado nesta época se deveu também a uma série de outros fatores, em especial as boas expectativas e índices econômicos que eram verificados no Brasil, e em boa parte do mundo, durante este período. Com a chegada da crise econômica mundial de 2008, os números de novas companhias abertas no Brasil começaram a cair.

¹⁰⁶ Conforme Balanço de Operações de 2015, divulgado pela BM&FBOVESPA, as 181 empresas integrantes dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA, representavam 66,47% do valor de mercado, 77,56% do volume financeiro e 83,44% dos negócios realizados no mercado a vista. (conforme Balanço de Operações disponível em http://ri.bmfbovespa.com.br/ptb/2585/2016%2001%2006_Comunicado%20ao%20Mercado%20-%20Balano%20Operacional%20-%202015.pdf. Acesso em 16 de agosto de 2016).

O Novo Mercado, em comparação com os segmentos especiais de listagem Nível 1 e Nível 2 da BM&FBOVESPA, se diferencia por ser o único a não admitir a existência de ações preferenciais nas companhias ali listadas. Como referido anteriormente, a própria bolsa destaca o Novo Mercado como seu segmento de padrão mais elevado de governança corporativa, o que se mostrou um poderoso “selo de qualidade” para atração de novos investidores às companhias durante os anos de sua existência. No entanto, nos últimos anos, algumas evidências apontam que começou a ganhar espaço a discussão se este seria o caminho mais adequado para todas as companhias.

O Bovespa Mais é um dos segmentos de listagem da BM&FBOVESPA que foi criado, em 2005, com o objetivo de facilitar o acesso de pequenas e médias empresas ao mercado de capitais, possibilitando que a realização de captações menores, se comparadas aos demais segmentos de listagem. Entre as características particulares deste segmento, encontra-se a possibilidade de efetuar a listagem da companhia sem a realização de uma oferta, uma vez que a companhia tem até sete anos para realizar seu IPO¹⁰⁷.

Contudo, este segmento não obteve o sucesso esperado, tendo sido realizadas apenas duas ofertas públicas desde sua criação. Parte do problema foi atribuído ao fato de que este segmento não permitia a emissão de ações preferenciais (apesar de, inicialmente, permitir a existência de ações desta espécie que já tivessem sido emitidas anteriormente), o que poderia afastar o interesse de algumas empresas. Por esta razão, em 2014, foi criado o Bovespa Mais Nível 2, que se diferencia do Bovespa Mais por permitir a emissão de ações preferenciais, com restrições ao direito de voto.

Adicionalmente, nos últimos anos, ganharam destaque companhias que realizaram ofertas com a emissão de ações preferenciais. Em 2013, a oferta pública inicial com maior valor daquele ano foi realizada pelo Banco BTG Pactual S.A., a qual foi estruturada de forma a manter seu acionista controlador no poder. Com este objetivo, a oferta foi organizada para emissão de certificados de depósitos de ações (também chamados de *units*), compostas por ações ordinárias, preferenciais, além de recibos de ações (conhecidos

¹⁰⁷ Conforme item 3.6.1 do Regulamento de Listagem do Bovespa Mais, transcrito a seguir: “3.6.1. No prazo máximo de 7 (sete) anos, contado da data do início de vigência do Contrato de Participação no BOVESPA MAIS, a Companhia deverá alcançar o Percentual Mínimo de Ações em Circulação”.

como BDRs - *Brazilian Depositary Receipts*) de outra empresa do grupo com sede em Bermudas¹⁰⁸.

Ainda em 2013, a Alupar Investimento S.A. também realizou seu IPO mediante emissão de certificados de depósitos de ações, representativos de uma ação ordinária e duas ações preferenciais de sua emissão. A mesma estrutura seria utilizada pela Votorantim Cimentos, se sua oferta pública inicial não tivesse sido cancelada, em agosto do mesmo ano de 2013, devido a condições ruins do mercado¹⁰⁹.

Já no que se refere às ofertas subsequentes (também chamadas de *follow-ons*), promovidas por companhias que já apresentam ações negociadas em bolsa, cabe destacar que, das onze ofertas públicas subsequentes realizadas entre 2013 e agosto de 2016, seis foram efetuadas por companhias que se encontram listadas em outros segmentos, que não o Novo Mercado, sendo que, em cinco delas, ações preferenciais, com restrições ao direito de voto, fizeram parte da emissão¹¹⁰.

A partir da análise dos dados apresentados, fica evidente a relevância alcançada pelo Novo Mercado desde sua criação. No entanto, ao mesmo tempo em que este foi o segmento mais movimentado do mercado de capitais na última década, ofertas continuaram a ser realizadas em outros segmentos, incluindo emissões de ações preferenciais com restrições de voto. Por esta razão, é possível perceber que, mesmo com relação a companhias abertas, estruturas alternativas à regra do *one share, one vote* continuaram a ser buscadas por estas empresas e, no que se pode perceber com as emissões bem-

¹⁰⁸ As informações sobre a oferta podem ser verificadas no Prospecto Definitivo de Distribuição Pública da referida oferta pública inicial de ações do Banco BTG Pactual S.A., disponíveis no *website* da CVM: www.cvm.gov.br.

¹⁰⁹ Conforme declaração da companhia à imprensa, à época do cancelamento da oferta: "as condições atuais dos mercados reforçam a baixa probabilidade de uma janela oportuna para a retomada da oferta no curto prazo". (conforme publicação do jornal O Estado de São Paulo, em edição de 12 de agosto de 2013. Disponível em: <http://economia.estadao.com.br/noticias/negocios,votorantim-cimentos-desiste-de-ipo-e-poe-em-xeque-novas-ofertas-em-2013,161666e>. Acesso em 08 de janeiro de 2017).

¹¹⁰ As seguintes companhias realizaram ofertas públicas subsequentes de ações no período mencionado (com a indicação dos respectivos segmentos de listagem): Telefônica Brasil S.A. e Banco Mercantil de Investimento S.A. (Tradicional); Oi S.A., Metalúrgica Gerdau S.A. e Fras-Le S.A. (Nível 1); Energisa S.A. (Nível 2); e Valid Soluções e Serviços de Segurança em Meios de Pagamento e Identificação S.A., General Shopping Brasil S.A., Brasil Pharma S.A., Rumo Logística Operadora Multimodal S.A., CVC Brasil Operadora e Agência de Viagens S.A. (Novo Mercado). Todas as informações foram retiradas do endereço eletrônico da BM&FBOVESPA: http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/servicos/ofertas-publicas/estatisticas/. Acesso em 16 de agosto de 2016.

sucedidas das ações preferenciais ofertadas, ao menos parte dos investidores permanece disposta a adquirir estes valores.

4.4. Argumentos favoráveis à aplicação da regra padrão nas assembleias gerais de acionistas

A regra do voto por ação teve um papel decisivo na evolução do direito societário, como pode ser notado pelo já exposto neste trabalho. No entanto, uma vez já tendo sido descritas as principais características desta regra de voto, resta ainda a questão de se esta norma é, de fato, mais adequada para atender os interesses das companhias, seus acionistas, e também do mercado, como um todo.

Por entender que a regra de um voto por ação seria a mais adequada para a determinação do equilíbrio de poder dentro das companhias, e para o desenvolvimento do mercado de ações, parte da doutrina entende que os desvios a esta regra deveriam ser excluídos dos ordenamentos jurídicos¹¹¹.

Em favor da existência de uma única regra de voto, os defensores da regra padrão de um voto por ação acreditam que, caso o *one share, one vote* se tornasse o único sistema aceito em um determinado ordenamento jurídico nacional, isto estimularia a captação de investimentos naquele país, em especial de investimentos estrangeiros, pois facilitaria a compreensão das regras de voto ao simplificar o sistema, criando maior segurança aos seus investidores¹¹².

Segundo os defensores desta teoria, a pluralidade de sistemas de voto e a complexidade de suas regras poderiam dificultar a plena compreensão de um investidor

¹¹¹ Tendo em vista estes possíveis prejuízos trazidos por regras alternativas ao sistema de um voto por ação, Érica Gorga defendeu que o limite de emissão de ações preferenciais, por permitirem a restrição ao direito de voto, deveria ser reduzido de forma gradativa e progressiva até que esta espécie acionária fosse banida do nosso ordenamento jurídico, em benefício da regra de um voto por ação. Nas palavras da autora: “Tendo em vista esse cenário sociocultural, pode-se argumentar, por um lado, que o banimento das preferenciais sem voto não seria desejável, de uma hora para outra, apesar de ser a solução apropriada, em se querendo diminuir os incentivos para expropriação do investimento de acionistas minoritários e fortalecer o mercado. Mas, uma vez que a Lei n. 10.303/2001 determinou mudanças muito tímidas a este respeito, em nossa visão, o legislador deverá programar, quando da próxima reforma, uma redução *progressiva e gradual* do limite máximo, para que a emissão de preferenciais seja banida no decurso de alguns anos. (destaque da autora) (Cf. GORGA, Érica. Op. Cit., p. 528).

¹¹² Beaufort, Viviane. Op. Cit. p. 13.

sobre seus direitos, em especial, investidores estrangeiros. Além disso, em ordenamentos jurídicos nos quais cada companhia é livre para optar pelo sistema de votação aplicável a suas deliberações, o investidor que tiver compreendido seus poderes de voto antes de adquirir ações de uma determinada companhia, se veria obrigado a novamente examinar as regras de voto, caso decidisse adquirir ações de outra empresa.

No entanto, o tema das regras de voto é complexo por envolver e afetar uma série de outros direitos e interesses de acionistas, além de aspectos econômicos relevantes às companhias, uma vez diferentes regras de voto podem determinar diferentes resultados nas deliberações assembleares o que, em última instância, definirá o próprio destino destas sociedades.

Com o objetivo de aprofundar o debate desta questão, serão apresentados, a seguir, os principais argumentos encontrados na doutrina, de caráter jurídico e econômico, favoráveis à regra do *one share, one vote* e que poderiam levar à conclusão de que talvez este devesse ser o único sistema de voto admitido em nossa legislação. Nos capítulos seguintes, serão individualmente apresentadas e analisadas as principais alternativas à regra de voto de um voto por ação, previstas em nosso ordenamento jurídico. Ao compreender as alternativas, será necessário verificar se os argumentos ora apresentados, favoráveis à regra padrão, continuam a se sustentar ou se, em alguma medida, podem ser relativizados, ou até completamente afastados, em favor das regras alternativas de votação.

4.4.1. Igualdade relativa entre acionistas

O princípio da igualdade pode ser considerado como um dos alicerces do Estado Democrático de Direito¹¹³. Sob um ponto de vista ideológico – e utópico – o princípio da igualdade asseguraria a equiparação absoluta de todos os homens no que diz respeito ao gozo e fruição de direitos, assim como à sujeição a deveres¹¹⁴. No entanto, este princípio deve ser interpretado de forma a também considerar as diferenças dos indivíduos e particularidades de cada situação que possam afetar a interpretação e aplicação do direito.

¹¹³ Conforme disposto no preâmbulo da Constituição da República Federativa do Brasil: “Nós, representantes do povo brasileiro, reunidos em Assembléia Nacional Constituinte para instituir um Estado Democrático, destinado a assegurar o exercício dos direitos sociais e individuais, a liberdade, a segurança, o bem-estar, o desenvolvimento, a igualdade e a justiça como valores supremos de uma sociedade fraterna, pluralista e sem preconceitos (...)” (grifos nossos).

¹¹⁴ CELSO RIBEIRO BASTOS, *Curso de Direito Constitucional*. 21ª ed. São Paulo: Saraiva, 2000, p.179.

Por esta razão, de acordo com o princípio da igualdade, pressupõe-se que se deve "tratar igualmente os iguais e desigualmente os desiguais na medida em que eles se desigualam"¹¹⁵.

No âmbito constitucional, o princípio da igualdade encontra-se abarcado pelo art. 5º, *caput*, dentre outros. Segundo o referido dispositivo, "todos são iguais perante a lei, sem distinção de qualquer natureza"¹¹⁶. Já no direito societário, este mesmo princípio ganha contornos distintos, não devendo ser confundido com a isonomia presente no direito constitucional¹¹⁷. Nas normas societárias, o princípio da igualdade tem como propósito fundamental proibir tratamentos discriminatórios, sem clara e objetiva justificação¹¹⁸.

E de que forma o princípio da igualdade estaria presente na regra padrão, de "um voto por ação"? De acordo com a Lei das S.A., acionistas detentores de ações ordinárias, de mesma classe, devem ser tratados igualmente, na proporção do número de ações detidas por cada um deles. Assim, o princípio da igualdade não aparece, na referida lei societária, de forma absoluta, mas relativa, por admitir distinções entre espécies e classes diferentes de ações.¹¹⁹ Diz-se que a igualdade é verdadeira apenas entre ações da mesma categoria¹²⁰.

¹¹⁵ *Idem*, p.225. A mesma frase é notoriamente conhecida entre os juristas, comumente atribuída à Aristóteles, e chegou a ser mencionada por Rui Barbosa na "Oração aos Moços", discurso escrito por Rui Barbosa para parabenizar os formandos da turma de 1920 da Faculdade de Direito do Largo de São Francisco, em São Paulo, conforme trecho transcrito a seguir: "A regra da igualdade não consiste senão em quinhão desigualmente aos desiguais, na medida em que se desigualam. Nesta desigualdade social, proporcionada à desigualdade natural, é que se acha a verdadeira lei da igualdade. O mais são desvarios da inveja, do orgulho, ou da loucura. Tratar com desigualdade a iguais, ou a desiguais com igualdade, seria desigualdade flagrante, e não igualdade real." (grifo nosso) (Cf. BARBOSA, Rui. *Oração aos moços; edição popular anotada por Adriano da Gama Kury*. Rio de Janeiro: Fundação Casa de Rui Barbosa, 5ª ed., 1997, p. 26.

¹¹⁶ Para fácil referência, segue transcrição do referido dispositivo: "Art. 5º Todos são iguais perante a lei, sem distinção de qualquer natureza, garantindo-se aos brasileiros e aos estrangeiros residentes no País a inviolabilidade do direito à vida, à liberdade, à igualdade, à segurança e à propriedade, nos termos seguintes: (...)" (grifos nossos).

¹¹⁷ ADAMEK, Marcelo Vieira Von. Op. Cit., p. 87.

¹¹⁸ Neste sentido, escreveu Marcelo Vieira Von Adamek: "O que o princípio exige, em sua formulação mais elementar, é que, verificados os mesmos pressupostos, todo sócio seja tratado exatamente como os demais; em sentido negativo, porém, adquire o princípio maior concreção, pois expressa a ideia de proibição de tratamento discriminatório – segundo a qual não é lícito tratar o sócio de forma arbitrária; sujeitá-lo a medidas discriminatórias que não tenham uma clara e objetiva justificação." (Cf. ADAMEK, Marcelo Vieira Von. Op. Cit., p. 88).

¹¹⁹ PELA, Juliana Krueger. Op. Cit., p.132.

¹²⁰ Conforme exposto por José Waldecy Lucena: "Na verdade e aqueles autores o observaram, o princípio da igualdade entre ações não é de ordem pública, tanto que o estatuto o pode descartar, para a criação de ações de prioridade, sendo, assim, igualdade apreciada no seio de uma mesma categoria de ações." (Cf. LUCENA, José Waldecy. Op. Cit., p. 1021).

Vale mencionar que, quanto às ações ordinárias, originalmente, de acordo com o Decreto-Lei nº 2.627, de 1940 (normativo anterior que regulava as sociedades anônimas no Brasil), o direito de voto estava inserido no regime de absoluta igualdade de direitos, por não se admitir a existência de diferentes classes de ações. Assim, no antigo diploma, cada ação ordinária concedia a todos os seus titulares as mesmas vantagens, sem qualquer distinção¹²¹. Isso foi alterado com a atual Lei das S.A., que passou a admitir a emissão de classes diversas de ações ordinárias, nas companhias fechadas¹²².

Ainda que fosse superada a questão da diferenciação entre ações de espécies e classes diferentes, a regra padrão de votação continuaria a conferir direitos de votos distintos a cada acionista, em proporção ao número de ações por eles detidas. Conforme esta norma, os direitos são diferenciados devido a uma questão econômica, o que certamente não está de acordo com o conceito de igualdade social¹²³. Desta forma, este argumento reforça a ideia de que, mesmo com relação à norma do *one share, one vote*, o princípio da igualdade aparece de forma relativa.

Ainda assim, é possível argumentar que a ideia de igualdade no direito de voto seja mais evidente nas companhias que emitem exclusivamente ações ordinárias com direito a voto, do que em outras, que admitem exceções a esta regra. Isto porque, no primeiro caso, ao menos a igualdade é garantida a todas às ações e, com relação aos acionistas, estes são diferenciados por um critério único, aplicável a todos (qual seja, o número de ações de sua propriedade).

Em comparação, regras alternativas podem ser repudiadas por muitas vezes utilizar critérios diversos para diferenciar os acionistas, aplicáveis à apenas uma única classe ou espécie de ações. Estes diferentes critérios se afastariam ainda mais do princípio da igualdade ao assegurar influência política a determinados acionistas – que frequentemente

¹²¹ CARVALHOSA, Modesto. Vol. 2, Op. Cit., p. 376-377.

¹²² Conforme artigo 16 do referido diploma legal.

¹²³ Sobre o tema, Bruno Robert escreveu: “Fica claro, portanto, que a força econômica, atrelado ao objetivo econômico das organizações empresariais, prepondera sobre a força do indivíduo e sua pretensa igualdade social.” (Cf. ROBERT, Bruno. Direito de Voto do Acionista. In: COELHO, Fábio Ulhoa (coord.). *Tratado de direito comercial*. São Paulo: Saraiva, vol. 3, 2015, p. 228).

são os fundadores da companhia – independentemente de sua contribuição para a formação do capital social¹²⁴.

Apesar destas ressalvas relativas à regra padrão de voto das ações ordinárias, é inegável que, ao menos, a regra do *one share, one vote* apresenta uma “certa dose” de igualdade entre os acionistas¹²⁵. Isto porque, segundo este sistema, são garantidos a todos os acionistas seus direitos políticos, independentemente de quem forem ou do tamanho do investimento realizado na companhia. Esta é, sem dúvida, uma importante defesa em favor da regra padrão, pois garante um poder de voz que, em oposição aos antigos sistemas censitários encontrados nas companhias brasileiras do século XIX, era negado à parte dos acionistas¹²⁶, o que sem dúvida foi fundamental para o sucesso desta regra e sua consolidação como o padrão utilizado por grande parte dos ordenamentos jurídicos.

Além disso, o conceito de igualdade, ainda que relativa, está ligado à ideia de justiça. No caso da regra do *one share, one vote*, pode ser defendido que esta regra seja justa não apenas no sentido jurídico, mas também econômico, uma vez que aquele que tiver o maior número de ações, em princípio¹²⁷, teria realizado maiores investimentos e, portanto, teria mais a perder, sendo justo que sua decisão tenha maior peso nas deliberações assembleares¹²⁸.

Tendo em vista o acima disposto, é seguro afirmar que o princípio da igualdade, além de figurar como uma das bases do Estado Democrático, é também atraente a investidores, o que pode explicar, ao menos em parte, o sucesso da regra do *one share, one vote* e sua difusão no mercado nacional e estrangeiro.

¹²⁴ Assim Nelson Eizirik expôs o assunto, ao tratar do voto plural: “O voto plural tem como objetivo assegurar a determinadas categorias de acionistas, usualmente os fundadores, uma influência preponderante na direção da companhia, desproporcional ao capital que representam e é repudiado, face ao seu caráter antidemocrático, por quase todas as legislações societárias”. (Cf. EIZIRIK, Nelson. Op. Cit., vol. 1, p. 620).

¹²⁵ RIPERT, George; ROBLOT, René. Op. Cit. p. 1125.

¹²⁶ Como foi exposto no capítulo 2.3 deste trabalho.

¹²⁷ Dizemos “a princípio”, neste caso, pois a regra da proporcionalidade, atualmente, está atrelada ao número de ações detidas por acionista, e não ao investimento realizado à sociedade. Conforme referido no capítulo 4.2 deste trabalho, há casos nos quais os direitos de voto se revelarão desproporcionais ao capital contribuído à companhia.

¹²⁸ Como defendido por Bruno Robert: “Se, de um lado, essa ideia parece corromper o bastião democrático da igualdade, pelo ponto de vista econômico, soa equivalentemente justa, na medida em que aquele que contribui para o capital da sociedade está proporcionalmente mais exposto ao risco da atividade empresarial a ser desenvolvida.” (Cf. ROBERT, Bruno. Op. Cit. p.228-229).

4.4.2. Capacidade na atração de investidores

Conceitos como propriedade privada, e o conseqüente controle desta propriedade, acúmulo de riquezas e competição de mercado, são ideais notoriamente relacionados à economia capitalista¹²⁹. A regra padrão de voto das ações ordinárias obedece a tais ideais do capitalismo. Isto porque a propriedade de uma ação conferirá controle sobre os direitos econômicos (sendo o exemplo mais comum o recebimento de dividendos) e direitos políticos (tais como o direito de voto) a ela correspondentes. Além disso, como será exposto a seguir, a regra pode também contribuir para o acúmulo de capital nas sociedades investidas, o que certamente é uma vantagem na competição de mercado.

O mecanismo imposto pela regra do *one share, one vote* naturalmente tende a favorecer a atração de novos capitais na companhia, em especial daqueles que apresentam interesse pelo controle da sociedade. Por determinar que a aquisição de qualquer ação será acompanhada de um acréscimo automático no poder político do acionista, investidores preocupados em aumentar sua influência na sociedade tenderão a adquirir um número maior de ações, contribuindo para o sucesso da empresa investida.

Isto é especialmente verdade em relação a distribuições primárias de ações. Nestes casos, a emissão de novas ações trará um retorno direto à companhia, com o aumento de seus recursos. Já no caso de ofertas secundárias, realizadas por acionistas da companhia, mesmo que não seja verificado um benefício econômico direto ao caixa da sociedade, uma vez que o valor da venda é recebido pelo acionista vendedor, o aumento do interesse pelas ações da companhia será sempre bem-vindo na economia de mercado.

Ainda que não seja possível afirmar que todos os investidores apresentam interesse pelo controle da companhia da qual são acionistas, é seguro dizer que ao menos parte estarão inclinados a aumentar seu poder político, caso isto seja possível. Por contribuir com o acúmulo de recursos da companhia, ao oferecer maior controle sobre o investimento

¹²⁹ “O capitalismo é definido como uma economia que é continuamente mantida pela livre iniciativa de um grande número de empresários competindo em um mercado livre. É, desse modo, identificado com uma fase de seu desenvolvimento, o capitalismo competitivo.” (Cf. NEUMANN, Franz. *Behemoth: The Structure and Practice of National Socialism, 1933-1944*. Chicago, Ivan R. Dee Publisher, 2ª ed., 2009, p. 255).

realizado pelo acionista, a regra de um voto por ação já foi apontada como a mais adequada à lógica capitalista¹³⁰.

De acordo com o procedimento ditado por esta norma, a aquisição de novas ações será necessária não apenas para aqueles que desejam aumentar seu poder, mas também para os controladores que não querem perder sua influência política na sociedade. Considerando que a regra da proporcionalidade determina que o poder de voto será verificado pelo número de ações detidas por um acionista, em proporção ao número total de ações votantes, na hipótese de aumento do número total de ações ordinárias emitidas pela companhia, caso qualquer acionista permaneça com o mesmo número de ações por ele detidas antes do aumento, tal investidor perderá parte de seu poder político na empresa, já que a representatividade de suas ações, em proporção ao total, será reduzida¹³¹.

Assim, em cenários de aumento de capital com a emissão de novas ações, caso os acionistas desejem manter seu poder político na sociedade, estarão obrigados a realizar novos aportes, em proporção à participação por eles detida. Conforme este sistema, a estabilidade do poder de controle dependerá da constante manutenção da posição do acionista controlador como o maior investidor da companhia¹³².

Quando comparada a sistemas que não relacionam o voto com a participação societária do acionista, ou que o fazem de forma desproporcional, a regra de um voto por ação normalmente criará maiores incentivos a novos investimentos na companhia. Regras que limitam o número de votos por acionista não criarão qualquer incentivo político para aqueles que já atingiram o número máximo de votos, uma vez que novos aportes de capital não alterarão o poder de voto deste acionista nas deliberações da companhia.

¹³⁰ RIBEIRO, Renato Ventura. Op. Cit., p. 191.

¹³¹ Esta questão é uma preocupação relevante dentro do direito societário. Para endereçar esta questão, foi criado o direito de preferência, a qual os acionistas fazem jus nos aumentos de capital da companhia investida, conforme artigo 171 da Lei das S.A. Este direito pode ser definido como: “A preferência é um dos direitos essenciais do acionista, resumindo-se na prerrogativa de subscrever, em cada aumento de capital, uma quantidade de ações proporcional à sua participação na sociedade.” (Cf. BORBA, José Edwaldo Tavares. Op. Cit., p. 439). Desta forma, antes que terceiros possam adquirir novas ações emitidas pela companhia, é garantido aos antigos acionistas o direito de, se assim desejarem, subscreverem novas ações, em proporção à sua participação social, de modo que não haja diluição de sua porcentagem no capital social e, conseqüentemente, não ocorra a diminuição de seu poder político.

¹³² Ainda que não seja possível afirmar que, em todos os casos, o acionista com maior poder de voto é, de fato, o maior investidor da companhia (uma vez que, conforme exposto no capítulo 4.2 acima, a regra da proporcionalidade faz referência ao número de ações detidas por cada acionista, e não ao capital contribuído à companhia), esta é a realidade, na maior parte dos casos, já que maiores investimentos tendem a garantir um número maior de ações e, por conseqüência, mais votos nas assembleias.

O mesmo pode ser dito com relação a regras de voto que garantem benefícios políticos exclusivos a determinada categoria de acionistas, ou que restringem (total ou parcialmente) o poder de voto de algumas ações. Nestas hipóteses, caso os acionistas desejem aumentar sua influência na companhia, estes não terão os incentivos necessários para realizar novos ingressos de recursos.

Como observado por Renato Ventura Ribeiro, prevalecendo o voto por cabeça nas deliberações em assembleia, acionistas com, por exemplo, dez por cento do capital social teriam os mesmos direitos que outros com vinte por cento. Assim, seria mais vantajoso para estes acionistas ter dez por cento em duas sociedades, podendo votar em ambas, do que vinte por cento em uma¹³³. Por esta razão também, é adequada a regra padrão de votação aos ideais capitalistas, incentivando o acúmulo de riquezas pelas companhias.

É claro que tudo acima exposto dependerá do interesse dos acionistas investidores de participar do controle da companhia. Caso contrário, a vantagem de crescer seu poder de voto trará pouco (ou mesmo nenhum) incentivo ao acionista para a realização de aportes adicionais. Considerando que ao menos parte dos acionistas apresentam interesses políticos nas companhias, o fato da regra do *one share, one vote* garantir maiores direitos de voto aos sócios investidores certamente é uma característica favorável à utilização desta norma pelas companhias.

4.4.3. Redução de custos de agência – extração de benefícios privados de controle, conflitos de interesse e custos de monitoramento

Nas sociedades anônimas, o controle da companhia não é atribuído individualmente a todos os sócios, levando em consideração o processo deliberativo ordenado pelo já mencionado princípio da maioria. No caso das sociedades brasileiras, nas quais o controle concentrado é predominante – inclusive nas companhias abertas¹³⁴ – o acionista, ou grupo

¹³³ RIBEIRO, Renato Ventura. Op. Cit., p. 191.

¹³⁴ Diversos estudos já foram realizados no Brasil apontando o baixo grau de dispersão das ações emitidas por companhias abertas no país. Entre eles, é possível citar: CARVALHAL, Andre; LEAL, Ricardo P. C. *Corporate Governance, Market Valuation and Dividend Policy in Brazil*. Coppead Working Paper Series No. 390, Novembro, 2003. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=477302>. Acesso em 08 de janeiro de 2017; e GORGA, Érica. *Changing the paradigm of stock ownership from concentrated towards dispersed ownership? Evidence from Brazil and consequences for emerging countries*. Northwestern journal of

de acionistas, que controla a companhia determina o destino dos negócios sociais, devendo fazê-lo em benefício da companhia¹³⁵ e, por consequência, de todos os demais sócios.

O papel de administradores e acionistas controladores ao tomar decisões que afetam patrimônio alheio (da companhia e dos demais acionistas) é um típico caso do que se pode chamar de “relação de agência”, termo conhecido em estudos econômicos. A relação de agência pode ser definida como qualquer situação na qual os interesses de alguns (principal) são confiados à administração de terceiros (agentes), que deverão tomar decisões em favor do principal, mas de forma autônoma¹³⁶.

Nestes casos, a principal questão será garantir que os agentes, de fato, tomem as decisões mais favoráveis ao principal, e não de acordo com seu próprio interesse. Conforme apontado pela teoria clássica, no centro do problema encontra-se a diferença de informações entre o agente e o principal. O agente comumente terá maior acesso a informações do que o principal e, por esta razão, terá incentivos para tomar decisões em benefício próprio, uma vez que será custoso para o principal averiguar se o agente está agindo da forma acordada¹³⁷.

Por este motivo, naturalmente desta relação podem surgir perdas e despesas, conhecidos como “custos de agência”. Na definição de Michael C. Jensen e William H. Meckling, custos de agência podem ser definidos como a soma dos seguintes valores: (i) custos de monitoramento do agente pelo principal (aqui, os autores esclarecem que, incluídos nos “custos de monitoramento” encontram-se tanto as despesas incorridas para a criação de políticas que regulem a relação do agente/principal, como os custos de observar e acompanhar as ações do agente); (ii) gastos incorridos para que o agente não aja em

international law & business, v. 29, 2009, pp. 439-554. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1121037>. Acesso em 08 de janeiro de 2017. Para mais informações sobre a evolução da dispersão acionária no Brasil, ver também: TONUSSI, Érico Lopes; JOST, Mariana Silveira Martins. Evolução e tendências da propriedade acionária das companhias abertas no Brasil. In: PENTEADO, Mauro Rodrigues (coord.). *Mercado de capitais brasileiro II: doutrina, cases e materials*. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

¹³⁵ Nos termos do *caput* do artigo 115 da Lei das S.A., o legislador brasileiro determinou expressamente que o exercício do direito de voto deverá ser sempre exercido no interesse da companhia, sendo considerado abusivo o voto com o fim de causar dano à companhia ou a outros acionistas.

¹³⁶ HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier, Agency Problems and Legal Strategies. In: KRAAKMAN, Reinier; DAVIES, Paul; HANSMANN, Henry; HERTIG, Gerard; HOPT, Klaus J.; KANDA, Hamburg Hideki; e ROCK, Edward (coords.). *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*. Oxford University Press, 2ª ed., 2009, p. 22. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=616003>. Acesso em 08 de janeiro de 2017.

¹³⁷ HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. Op. Cit. p.22.

desacordo com os interesses do principal e, caso isto ocorra, que o principal seja devidamente compensado; e (iii) perdas decorrentes da divergência de interesses entre o agente e principal, que não sejam evitadas por meio das ações mencionadas nos itens anteriores¹³⁸.

Nos EUA, país onde esta teoria foi formada, os custos de agência nas companhias são normalmente associados à relação entre administradores e sócios das empresas. Isto ocorre principalmente porque, naquele país, grande parte das companhias apresenta suas ações dispersas no mercado, criando maior dificuldade aos diversos pequenos acionistas para acompanhar o trabalho dos administradores e, conseqüentemente, maior liberdade aos administradores para tomar as decisões sobre o destino da companhia. Esta não é a mesma realidade encontrada no Brasil.

A maior parte das companhias brasileiras apresenta um controlador, ou grupo de controladores, definido e que, na maior parte das vezes, exerce grande influência sobre a empresa e seus administradores (em muitos casos, cargos da administração são preenchidos por acionistas controladores). Por esta razão, se a relação de agência, nos EUA, se dá entre os administradores e os sócios da companhia, no Brasil, a relação de agência (e os conflitos que dele derivam) é usualmente verificada entre os acionistas controladores e minoritários¹³⁹.

Os controladores tomam decisões que afetam o patrimônio de todos os sócios e podem se sentir incentivados a tomar decisões que lhes sejam particularmente benéficas, ainda que em prejuízo da sociedade, devido à dificuldade de monitoramento e de acesso a informações dos demais acionistas. De modo a enfrentar este problema, o artigo 115 da Lei das S.A.¹⁴⁰ considera abusivo o voto exercido com o intuito de prejudicar a companhia ou com o objetivo de obter vantagem ilícita que possa prejudicar a sociedade. Além disso, o mesmo diploma legal prevê que qualquer acionista ficará impedido de votar em matérias

¹³⁸ JENSEN, Michael; MECKLING, William. Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure. In: JENSEN, Michael. *A theory of the firm: governance, residual claims, and organizational forms*. Cambridge: Harvard University Press, 2000, p. 6.

¹³⁹ GORGA, Érica. Op. Cit. pp. 522.

¹⁴⁰ “Art. 115. O acionista deve exercer o direito a voto no interesse da companhia; considerar-se-á abusivo o voto exercido com o fim de causar dano à companhia ou a outros acionistas, ou de obter, para si ou para outrem, vantagem a que não faz jus e de que resulte, ou possa resultar, prejuízo para a companhia ou para outros acionistas.”

que possam beneficiá-lo de modo particular ou que tiver interesse conflitante com a sociedade¹⁴¹.

Vale aqui um breve esclarecimento sobre estes dois institutos. A extração de benefícios particulares de controle e conflitos de interesses referem-se a dois cenários distintos. No primeiro caso, o acionista busca uma vantagem lícita, mas é impedido de votar, pois representa um favor ou algo aleatório. Já no segundo caso, do conflito de interesses, as vantagens perseguidas pelo acionista são ilícitas, abusivas, e trazem – ou poderiam trazer – prejuízo à companhia¹⁴².

O benefício particular, previsto em nossa legislação, se caracteriza pelo rompimento da igualdade entre os acionistas em vista da concessão de uma liberalidade a um ou alguns deles¹⁴³, que não é estendida aos demais¹⁴⁴. Não há, neste instituto, necessidade de verificação do prejuízo à companhia para que o acionista beneficiado seja impedido de votar¹⁴⁵. A análise, neste caso, é objetiva, bastando que a vantagem seja particular para

¹⁴¹ Esta previsão se encontra no §1º do art. 115 da Lei das S.A., que determina também outros casos específicos de impedimento de voto, conforme transcrito a seguir: “§ 1º o acionista não poderá votar nas deliberações da assembléia-geral relativas ao laudo de avaliação de bens com que concorrer para a formação do capital social e à aprovação de suas contas como administrador, nem em quaisquer outras que puderem beneficiá-lo de modo particular, ou em que tiver interesse conflitante com o da companhia”.

¹⁴² FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. Conflito de interesses e benefício particular: uma distinção que se impõe definitivamente dirimir. *Revista de Direito Mercantil*, nº 161/162. São Paulo: Malheiros, 2012, p. 45.

¹⁴³ Como exemplos clássicos destas liberalidades, é possível citar a emissão de partes beneficiárias a alguns acionistas por serviços prestados à sociedade, assim como o pagamento de pensões (Cf. ARAGÃO, Paulo César. Apontamentos sobre desvios no exercício do direito de voto. In: WARDE JR., Walfrido Jorge; CASTRO, Rodrigo Monteiro de; GUERREIRO, Carolina Dias Tavares (coords.). *Direito Empresarial e outros Estudos de Direito em Homenagem ao Professor Alexandre Tavares Guerreiro*. São Paulo: Quartier Latin, 2013, p. 192).

¹⁴⁴ Nas palavras de Carvalho de Mendonça, ao tratar do tema da “vantagem particular”, se refere ao conceito como “tudo que rompe a igualdade que, em princípio, deve reinar entre os sócios”. (Cf. CARVALHO DE MENDONÇA, José Xavier. *Tratado de direito comercial brasileiro*. São Paulo: Freitas Bastos, vol. 3, 1959, p. 312.

¹⁴⁵ A questão já foi debatida, inclusive pelo colegiado da CVM, havendo aqueles que entendem ser necessário o prejuízo (ainda que potencial) à companhia para que o acionista seja impedido de votar, conforme transcrição a seguir, retirada do voto da diretora Ana Novaes, no caso da união das atividades da Oi S.A. e Portugal Telecom SGPS S.A.: “Aqui tenho uma primeira discordância quanto à afirmação da Diretora Relatora Luciana Dias quando afirma que: ‘Sob o aspecto legal, é importante notar que o §1º do art. 115 da Lei nº 6.404, de 1976, não exige um impacto ou um prejuízo para o acionista ou para a companhia. Não há nada na letra do dispositivo que permita essa inferência.’ No meu entender, a essência da interdição de voto é justamente o potencial impacto negativo na Companhia ou sobre os acionistas minoritários.” (grifo nosso) (Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0010/9012-2.pdf>. Acesso em 08 de janeiro de 2017). No entanto, tal entendimento não deve prosperar, uma vez que o §1º do art. 115 da Lei das S.A. claramente distingue os dois institutos do benefício particular e conflito de interesses, essencialmente por haver prejuízo à companhia no último, mas não necessariamente no primeiro (com o mesmo entendimento, ARAGÃO, Paulo César, Op. Cit. e FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes, Op. Cit).

justificar o impedimento. Por outro lado, caso o benefício almejado seja contrário aos interesses da companhia, estará configurado o conflito de interesses¹⁴⁶.

Quando os interesses do acionista controlador não estão bem alinhados com os da sociedade, naturalmente serão incorridos maiores custos e maiores perdas serão geradas com esta relação. Em cenários nos quais acionistas desfrutam do poder de controlar a sociedade, mas não estão inteiramente sujeitos aos resultados econômicos de suas decisões, haverá maiores incentivos para que os controladores busquem extrair benefícios particulares ilícitos, em conflito com os interesses da companhia¹⁴⁷.

Isto ocorre porque, em toda situação em que há grandes diferenças entre poder de voto e investimento, o acionista controlador terá baixo risco, em caso de fracasso financeiro da companhia, mas tampouco lucrará com seu sucesso. Por esta razão, este acionista tenderá a buscar outras formas de se beneficiar com a sua participação na sociedade, na forma de benefícios particulares obtidos de forma ilícita¹⁴⁸.

Esta dissociação entre direitos políticos e econômicos pode, em teoria, ocorrer com a adoção de regras de voto que se afastam do sistema padrão de um voto por ação. Como exemplo hipotético, caso uma companhia emitisse ações sem direito de voto, representando 80% do seu capital social, o controle da sociedade estaria garantido ao acionista que detivesse a maioria do capital votante, o que, neste exemplo, seria pouco mais de 10% do capital votante¹⁴⁹. Nesta hipótese, este acionista teria que se sujeitar à responsabilidade pelo controle da companhia, mas pouco ganharia com isso, considerando seus direitos econômicos como sócio.

¹⁴⁶ ARAGÃO, Paulo César, Op. Cit., p. 202.

¹⁴⁷ No mesmo sentido: “Indeed, Brazil had both the world’s largest number of dual-class firms, and the largest average gap between cash-flow and voting rights. In economic terms, this ownership pattern produced two classical types of corporate agency problems – those resulting from the absence of any external check on the controlling shareholder’s performance in managing the firm, and those resulting from controlling shareholders’ incentives to engage in theft and tunnelling.” (Cf. GILSON, Ronald J.; HANSMANN, Henry; PARGENDLER, Mariana. Op. Cit. p. 17).

¹⁴⁸ JENSEN, Michael; MECKLING, William. Op. Cit. p. 12.

¹⁴⁹ O exemplo criado apresenta uma situação propositadamente drástica e é meramente ilustrativo. No Brasil, a fim de evitar grandes diferenças entre o capital votante e o capital social total, a Lei das S.A. atualmente proíbe a emissão de ações preferenciais, com restrições ao direito de voto, que ultrapasse 50% do total de ações emitidas.

Por esta razão, há aqueles que entendem que a regra do *one share, one vote* contribui para diminuir os incentivos à extração ilícita de benefícios particulares de controle ao alinhar os interesses econômicos do sócio controlador com os da sociedade. Segundo o sistema padrão de votação, aqueles com maior poder de decisão são os mais afetados pelo sucesso da sociedade, assim como são os que mais sofrem com seus prejuízos, o que reduziria os incentivos ao controlador para buscar vantagens particulares, em detrimento dos interesses da sociedade, já que, em última instância, o próprio controlador seria o mais afetado pelos revezes da empresa¹⁵⁰.

Além disso, em cenários nos quais são verificadas grandes diferenças entre direitos políticos e econômicos, seria possível argumentar que haveria necessidade de tornar mais rigoroso o monitoramento aos controladores, trazendo maiores custos aos minoritários¹⁵¹. Neste sentido, parte da doutrina defende que a regra de um voto por ação, ao possibilitar o monitoramento direto dos controladores pelos demais acionistas, garantindo direitos políticos a todos, possibilita um melhor acompanhamento das ações dos controladores, o que contribuiria para a diminuição dos custos de agência¹⁵².

Em consideração a estas alegadas vantagens do sistema instituído pelo *one share, one vote*, alguns chegam a defender que todas as regras alternativas de votação que permitem o afastamento da regra de um voto por ação contribuem para aumentar os custos de agência, deixando os investidores sujeitos ao poder discricionário do controlador da companhia¹⁵³.

No entanto, são necessárias algumas considerações sobre estas afirmações. É claro que a dificuldade de monitoramento e a diferença informacional entre acionistas minoritários e controladores podem variar de uma companhia para outra e, em especial, entre companhias abertas e fechadas. No caso de sociedades anônimas fechadas, é comum que estas apresentem um número reduzido de sócios e um maior envolvimento de todos

¹⁵⁰ GORGA, Érica. Op. Cit. p. 526.

¹⁵¹ Conforme exposto por Jensen e Meckling: “As the owner-manager’s fraction of the equity falls, his fractional claim on the outcomes falls and this will tend to encourage him to appropriate larger amounts of the corporate resources in the form of perquisites. This also makes it desirable for the minority shareholders to expend more resources in monitoring his behaviour.” (Cf. JENSEN, Michael; MECKLING, William. Op. Cit. p. 12).

¹⁵² Neste sentido, GORGA, Érica. Op. Cit. p. 526; e GILSON, Ronald J.; HANSMANN, Henry; PARGENDLER, Mariana. Op. Cit. p. 17.

¹⁵³ GORGA, Érica. Op. Cit. p. 525 e 528.

com a administração da companhia, reduzindo a disparidade informacional ente os sócios controladores e minoritários.

Já com relação a companhias abertas, é natural uma maior distância entre os dois grupos, tendo em vista a maior quantidade de acionistas e a institucionalização da companhia, sendo ainda mais relevante, nestes casos, a garantia de transparência na administração da empresa, além de maiores esforços dos minoritários para acompanhar as decisões dos controlares. A análise sobre os efeitos de qualquer regra deverá, assim, sempre considerar o perfil das sociedades examinadas.

Em ambos os casos, importante ressaltar que um monitoramento eficiente por parte dos acionistas vem naturalmente acompanhado de custos que deverão ser incorridos por estes acionistas, em especial no que diz respeito às companhias abertas. Assim, mesmo no caso de companhias que emitam exclusivamente ações com direitos de voto idênticos, os acionistas devem estar dispostos a gastar parte de seu tempo e recursos com o monitoramento dos controladores para que este possa ser realizado de forma eficiente. Ademais, como será visto mais adiante, mesmo ações sem direito de voto não são desprovidas de direitos de fiscalização, o que permite o questionamento sobre quais seriam os reais benefícios da regra do *one share, one vote* para o monitoramento dos controladores de uma sociedade.

Conforme apontado por estudos, a extração ilícita de benefícios privados de controle será mais evidente quando a proteção dos direitos dos acionistas minoritários for mais fraca¹⁵⁴. É preciso ressaltar que a proteção aos minoritários pode ocorrer de diversas formas, como garantia de acesso a informação, garantia de direitos de voz e fiscalização, além da existência de instituições reguladoras e sancionadoras eficientes. Por esta razão, é evidente que a regra padrão de votação não é a única alternativa para diminuição de custos de agência.

No entanto, é necessário reconhecer que esta regra, de fato, provoca um natural alinhamento de interesses entre os controladores e a sociedade, ao menos em termos econômicos. Além disso, em teoria, a regra do *one share, one vote* pode ser útil para

¹⁵⁴ GORGA, Érica. Op. Cit. p. 522.

diminuir os incentivos à extração ilícita de benefícios particulares de controle, ao alinhar os interesses econômicos de acionistas controladores e minoritários. Por estes motivos, esta é uma qualidade comumente apontada pela doutrina, em favor da regra padrão de votação.

4.4.4. Incentivos econômicos para decisões favoráveis à companhia

Como visto no item anterior, a regra do voto por ação pode, conforme defendido por parte da doutrina, criar incentivos naturais para a redução de custos de agência, em especial ao desestimular acionistas na busca por benefícios particulares que sejam desfavoráveis à companhia. Neste caso, maior poder político corresponde, a princípio, a uma maior exposição ao risco econômico provocado pelas decisões tomadas dentro das assembleias gerais, o que alinharia os interesses econômicos dos acionistas e da companhia.

Seguindo este raciocínio lógico, da mesma forma que se pode admitir que esta regra de voto cria estímulos econômicos para que os acionistas não tomem decisões prejudiciais à companhia, defende-se também que, em companhias que adotam exclusivamente a regra *do one share, one vote*, haverá maior tendência dos acionistas votarem de forma a buscar o maior lucro possível para sua empresa.

Esta conclusão pode ser explicada, ainda que parcialmente, pelo motivo de serem os acionistas – e não outros agentes envolvidos com a empresa, como empregados, administradores, fornecedores ou clientes – os detentores do poder de voto da companhia, conforme exposto abaixo.

De acordo com uma das teorias sobre o tema, os acionistas fariam jus aos direitos políticos na sociedade porque são eles os detentores das pretensões residuais (*residual claimants*)¹⁵⁵ da empresa e assumiriam os riscos inerentes à sua atividade econômica. Outros agentes envolvidos com a companhia, tais como os empregados, os fornecedores ou

¹⁵⁵ O termo “*residual claim*” é esclarecido da seguinte forma por Frank Easterbrook e Daniel Fischel: “Equity investors are paid last, after debt investors, employees, and other investors with (relatively) “fixed” claims. These equity investors have the “residual” claim in the sense that they get only what is left over – but they get all of what is left over.” (Cf. EASTERBROOK, Frank H.; FISCHEL, Daniel R. *The economic structure of corporate law*. Cambridge: Harvard University Press, 1996, p. 11).

mesmo os clientes da sociedade, têm direito ao seu crédito contra a sociedade, conforme contratualmente previsto, antes mesmo da distribuição de qualquer lucro aos sócios¹⁵⁶.

Aqueles que apresentam receitas fixas provenientes da empresa não terão os incentivos necessários para buscar novos empreendimentos para a companhia ou realizar novos investimentos, que podem ser vitais para o desenvolvimento da sociedade, por não serem beneficiados com os lucros gerados pelo empreendimento, caso estes investimentos tenham sucesso¹⁵⁷.

Por serem os principais beneficiados pelo sucesso da companhia, bem como os mais afetados por seus prejuízos, entende-se que os acionistas são os mais indicados para deter o poder definitivo de decisão sobre o destino da empresa, bem como para monitorar o desempenho dos administradores, uma vez que os acionistas serão os maiores interessados em maximizar a atividade lucrativa da companhia¹⁵⁸.

Os acionistas arcam com as perdas ou recebem os lucros da empresa, de acordo com seu resultado, sendo, por este motivo, eficiente que detenham o direito de voto. Assim, os acionistas têm os incentivos apropriados para buscarem os melhores resultados econômicos, pois se votarem “certo” receberão lucros e se votarem “errado”, arcarão com as perdas, na proporção de sua participação na sociedade¹⁵⁹.

Quanto maior a participação na companhia, maiores serão, em teoria, os incentivos ao respectivo acionista de buscar decisões mais favoráveis ao sucesso econômico da empresa e, por esta razão, maiores também deverão ser seus direitos de voto. Em comparação a outros sistemas de voto, a regra de um voto por ação cria um freio natural à

¹⁵⁶ HAYDEN, Grant M.; BODIE, Matthew T. Op. Cit. p. 3.

¹⁵⁷ No mesmo sentido, Easterbrook e Fischel defendem que: “As the residual claimants, shareholders have the appropriate incentives (collective choice problems notwithstanding) to make discretionary decisions. The firm should invest in new products, plants and so forth, until the gains and costs are identical at the margin. Yet all of the actors, except the shareholders, lack the appropriate incentives. Those with fixed claims on the income stream may receive only a tiny benefit (in increased security) from the undertaking of a new project. The shareholders receive most of the marginal gains and incur most of the marginal costs. They therefore have the right incentives to exercise discretion.” (Cf. EASTERBROOK, Frank H.; FISCHER, Daniel R. Op. Cit. p. 68).

¹⁵⁸ EIZIRIK, Nelson. Op. Cit., vol. 1, p. 620. Da mesma forma, Black e Kraakman argumentam que a regra de um voto por ação pode ser defendida por sua habilidade de equiparar os incentivos econômicos com o poder de voto, preservando o mercado como um todo ao conferir aos acionistas a responsabilidade de proteger a companhia de uma administração ineficiente. (Cf. BLACK, Bernard; KRAAKMAN, Ranier. A Self Reinforcing Model of Corporate Law. *Harvard Law Review*, vol. 109, Abril, 1996, p. 31).

¹⁵⁹ GORGA, Érica. Op. Cit., p. 524.

aprovação de empreendimentos de alto risco e confere um juízo de responsabilidade instintivo aos acionistas.

Isto porque, em sistemas de votação que permitem grande disparidade entre voto e capital investido, a decisão sobre determinado empreendimento da companhia pode ser tomada por acionistas que tem pouco a perder, caso o projeto venha a fracassar. Desta forma, regras de voto que não consideram a proporção entre voto e ação poderiam facilitar a aprovação de empreendimentos muito arriscados, uma vez que quem arcaria com os maiores prejuízos seriam os acionistas com maior participação na sociedade¹⁶⁰.

No entanto, apesar de convincente por sua lógica, algumas ressalvas devem ser realizadas sobre o raciocínio exposto no presente capítulo. A conclusão apresentada acima, de que “acionistas com mais ações devem fazer jus a maiores poderes políticos, pois apresentam maior interesse econômico na sociedade”, se baseia na premissa de que os acionistas teriam o mesmo interesse nas companhias, qual seja, aumentar os lucros residuais a que cada um têm direito.

Ainda que esta premissa seja verdadeira em muitos casos, é justo questionar se esta não seria uma simplificação das relações mantidas entre os acionistas e a sociedade, na prática. É claro que se pode assumir que sócios tenham interesses econômicos na sociedade investida. Contudo, outros interesses podem legitimamente ser somados a estes. Além disso, mesmo que, por hipótese, fosse admitido que acionistas apresentam unicamente interesses econômicos nas sociedades, nem assim estes necessariamente seriam homogêneos.

A regra do *one share, one vote*, de fato, incentiva votos economicamente favoráveis à companhia, o que, sem dúvida, é uma característica atraente ao desenvolvimento de qualquer sociedade. No entanto, o que se procura propor aqui é uma reflexão sobre esta afirmação, considerando a complexidade das relações mantidas pelos acionistas com a companhia, as quais, em tese, poderiam ser melhor adequadas por outras regras de voto

¹⁶⁰ Sobre esta matéria Easterbrook e Fischel escreveram que: “Those with disproportionate voting power will not receive shares of the residual gains or losses from new endeavours and arrangements commensurate with their control; as a result, they will not make optimal decisions” (Cf. EASTERBROOK, Frank H.; FISCHEL, Daniel R. Op. Cit. p. 73).

previstas em nossa legislação, como será aprofundado nos capítulos seguintes deste trabalho.

5. ALTERNATIVAS AO SISTEMA DE UM VOTO POR AÇÃO

As regras de voto, conforme referidas no presente trabalho, podem ser definidas como as normas que determinam o número de votos que serão garantidos a cada acionista nas deliberações em assembleia geral. Tais regras regulam a distribuição do poder político da companhia entre os acionistas, ao atribuir (ou restringir) direitos de voto a cada um deles, apresentando uma lógica própria.

A própria regra do *one share, one vote* apresenta uma lógica muito específica, se afastando do padrão da democracia política (um voto por pessoa) para se aproximar de um raciocínio econômico, determinando que a cada ação seja assegurado um voto. Esta regra, conforme visto, promove a diferenciação dos acionistas por meio da atribuição de maiores ou menores poderes políticos a cada um deles, de acordo com o número de ações por eles detidas na companhia.

Os direitos políticos das ações ordinárias não precisam estar previstos nos estatutos sociais das companhias, por decorrerem diretamente da lei. No entanto, a regra do voto por ação, apesar de ser a norma padrão para atribuição de votos dentro das assembleias gerais, não é a única prevista em nossa legislação, no que se refere a sociedades anônimas. As demais regras de voto, que apresentam lógica e raciocínio próprios, diferentes da regra do *one share, one vote*, serão aqui referidas como “regras alternativas de voto”.

As regras alternativas de voto, de acordo com a Lei das S.A., para que sejam aplicadas em votações de acionistas de determinada companhia, devem estar devidamente previstas no estatuto social da respectiva sociedade. Além disso, em alguns casos, regras alternativas também deverão ser obrigatoriamente aplicadas, caso assim exigido por acionistas, em virtude de expressa exigência legal (como é o caso, por exemplo, da eleição de membros do conselho de administração por voto múltiplo).

A importância de tais regras é evidente, uma vez que determinam o resultado de deliberações em assembleia geral, decidindo, em última instância, o próprio destino das companhias. As regras alternativas de votação modificam o equilíbrio do poder dentro das sociedades anônimas. Desta forma, um acionista somente poderá ser considerado o

controlador de uma companhia, se assim possibilitado pela regra de voto adotada nas assembleias gerais da sociedade.

Neste capítulo, serão apresentadas tais regras alternativas, as quais atribuem e regulam o direito de voto de acionistas em assembleias gerais. Serão consideradas para este estudo exclusivamente as alternativas previstas em nossa legislação que, ao propor uma distribuição de votos diferente do sistema padrão, acrescentam ou diminuem o poder político de alguns (ou mesmo de todos) acionistas nas companhias.

Desta forma, este capítulo não tem por objetivo detalhar todos os instrumentos e estruturas que são utilizados pelas companhias e seus acionistas para influenciar no resultado de deliberações assembleares. Na prática do mercado, são encontrados instrumentos diversos – além das regras de voto – que impactam na distribuição do poder político das sociedades¹⁶¹. Como principais exemplos, encontram-se os arranjos de voto presentes em acordos de acionistas, além de estruturas piramidais que podem ser utilizadas para diluir o risco assumido pelo acionista em cada companhia investida¹⁶².

No entanto, considerando o escopo do presente trabalho – que é o de comparar as diferentes características de cada regra de voto, tendo como base o modelo padrão do *one share, one vote* – serão apresentadas neste capítulo unicamente as normas que promovem tal diferenciação na distribuição do poder político por meio da aplicação de outra regra de voto, que não a de “um voto por ação”, nas deliberações de acionistas.

Não apenas no Brasil, mas também na maior parte dos ordenamentos jurídicos estrangeiros, há uma pluralidade de regras de voto que coexistem com a regra padrão, e que também podem ser consideradas pelas companhias para regular as votações em assembleia. Em legislações de diferentes países, a realidade comum é que sejam encontradas diferentes regras de atribuição de votos aos acionistas – tais como ações preferenciais sem voto, ações com votos múltiplos, limitação ao número de votos por

¹⁶¹ Entre os mais relevantes, e também mais comuns, é possível citar as convenções de voto presentes em acordos de acionistas, além de estruturas piramidais criadas pelos acionistas, que lhes garantem maior poder político na companhia, ao mesmo passo que diluem seu risco.

¹⁶² Em resumo, as estruturas piramidais consistem em formas de controle indireto, nas quais são utilizadas sociedades intermediárias entre a companhia investida e o acionista controlador final. Nestas estruturas, há uma cadeia de relações de controle, ou seja, o controlador final controla diretamente uma sociedade, que, por sua vez, controla a sociedade seguinte na cadeia, e assim sucessivamente, até atingir a última companhia controlada.

acionista, classes com direitos de voto preferenciais, entre outras – mesmo que a regra padrão prevista pela legislação aplicável seja o modelo de uma ação, um voto¹⁶³.

Considerando que a pluralidade de regras de voto é a realidade em grande parte do mundo, é possível questionar qual seria a razão da existência destas regras alternativas e se estas, de fato, poderiam ser mais adequadas para atender o interesse das companhias e seus acionistas, ou se, de outro modo, seriam prejudiciais ao desenvolvimento das sociedades anônimas.

Este questionamento é ainda mais relevante em relação a companhias abertas. Em se tratando de sociedades anônimas fechadas, a confiança entre sócios tem, em muitos casos, cunho pessoal, sendo necessário dar mais espaço aos particulares para o exercício da autonomia privada. No que se refere a este subtipo de companhia, são mais adequadas normas supletivas, que facilitem o ajuste de interesse dos acionistas. Contudo, no tocante a companhias abertas, a estrutura deve ser menos flexível, uma vez que estas fazem apelo à poupança popular, que merece especial proteção e necessita de maior estabilidade das normas¹⁶⁴.

Por outro lado, mesmo com relação a companhias abertas, certa flexibilidade é essencial para adequação das normas legais às particularidades de cada sociedade, bem como ao dinamismo do mercado. Os desvios da regra “uma ação, um voto” devem, assim, ser avaliados com maior rigor, no que se refere a companhias abertas.

Com isto em mente, além da apresentação das principais características de cada regra de voto, neste capítulo também serão expostos os argumentos econômicos e jurídicos que poderiam justificar a existência destas regras alternativas na legislação nacional. Ao conhecer cada regra, com base nestas características e argumentos, será verificado, em

¹⁶³ Em interessante estudo sobre o tema, Viviane de Beaufort apresentou o resultado de pesquisas que demonstram que, em quase todas as nações europeias, a regra do *one share, one vote* não é a única adotada pelas companhias. De acordo com as pesquisas realizadas, a popularidade de regras alternativas varia muito de país para país. Contudo, em algumas nações, como Suécia e Holanda, apenas 25% e 14%, respectivamente, das companhias analisadas no referido estudo adotavam a regra de um voto por ação, sendo muito comum a utilização de votos múltiplos nas deliberações de acionistas destes países (Cf. DE BEAUFORT, Viviane. Op Cit.).

¹⁶⁴ SZTAJN, Rachel. Há futuro para as ações preferenciais sem direito de voto?. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de (coord.). *Sociedade Anônima – 30 anos da Lei 6.404/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2007, p. 383.

seguida, se haveria hipóteses nas quais uma regra alternativa poderia se mostrar mais adequada a atender os interesses de uma companhia, e de seus acionistas, em comparação à regra padrão de voto.

5.1. As ações preferenciais

De todos os desvios à regra de voto padrão, a emissão de ações preferenciais sem direito a voto é, sem dúvida, a alternativa mais utilizada pelas companhias no Brasil¹⁶⁵. As preferenciais se destacam por ser uma espécie distinta de ações, prevista pela Lei das S.A., que apresentam vantagens ou preferências em relação a outras classes da mesma espécie ou entre elas e as ordinárias¹⁶⁶.

A legislação brasileira permite às companhias emitir ações de diferentes classes e espécies. As ações ordinárias são, como o próprio nome indica, as ações comuns, ou “padrão”, de emissão de qualquer sociedade anônima brasileira. Já as ações preferenciais devem obrigatoriamente apresentar alguma vantagem – econômica ou política – que as diferenciem das demais espécies. A ideia de preferência indica a possibilidade legal de prioridade, de “passar na frente dos outros”¹⁶⁷.

Ironicamente, as ações preferenciais são frequentemente associadas a ações com menos direitos, inferiores. Isto ocorre devido à possibilidade prevista em lei de restrição ao direito de voto das ações preferenciais¹⁶⁸. Caso assim previsto pelo estatuto social da companhia em questão, as ações preferenciais assegurarão direitos políticos restritos aos seus detentores. Na prática societária, os estatutos costumam prever a restrição total ao direito de voto, a não ser nos casos expressamente previstos de forma contrária em lei.

¹⁶⁵ De acordo com estudos, o Brasil é o país com o maior número de companhias com duas espécies de ações, além de apresentar a maior diferença média entre direitos de voto e direitos econômicos (Cf. GILSON, Ronald J.; HANSMANN, Henry; PARGENDLER, Mariana. Op. Cit. p. 17).

¹⁶⁶ VERÇOSA, Haroldo Op. Cit., p. 138.

¹⁶⁷ SZTAJN, Rachel. Op. Cit., p. 386. No mesmo sentido, assim expôs Waldemar Ferreira: “Ora, em primeiro lugar, as ações serão preferenciais relativamente às ações ordinárias. Preferência é o ato de preferir, e preferir é antepor, dar a primazia, o primeiro lugar, estimular mais, avantajar uma coisa de outra.” (Cf. FERREIRA, Waldemar. Op. Cit., p. 239).

¹⁶⁸ Conforme *caput* do artigo 111 da Lei das S.A., transcrito a seguir: “Art. 111. O estatuto poderá deixar de conferir às ações preferenciais algum ou alguns dos direitos reconhecidos às ações ordinárias, inclusive o de voto, ou conferi-lo com restrições, observado o disposto no artigo 109”.

No entanto, o que caracteriza as ações preferenciais são suas vantagens, prioridades, e não a restrição de voto. As preferenciais, originalmente, garantem o direito de voto. Caso nada disponha o estatuto social das companhias, os preferencialistas irão compor o quórum de votação juntamente com as ações ordinárias. Apenas no caso de expressa disposição no estatuto, o direito de voto desta espécie de ações poderá ser restringido (e, ainda assim, sujeito a algumas condições, como será visto a seguir)¹⁶⁹.

Desta forma, caso assim previsto no estatuto social da companhia, as ações preferenciais garantirão uma alternativa à regra do *one share, one vote*, ao permitir que uma parte dos acionistas da companhia não participe do quórum deliberativo das assembleias gerais. Assim, considerando a relevância das ações preferenciais sem voto no direito societário brasileiro, o principal objetivo deste capítulo será o estudo desta modalidade de ação preferencial, que oferece vantagens econômicas em contrapartida das restrições políticas.

No entanto, esta não é a única estrutura possível para as ações preferenciais. Além das prioridades econômicas, importante destacar que as vantagens atribuídas às preferenciais poderão também ser de caráter político. A Lei das S.A. prevê que o estatuto das sociedades anônimas poderá subordinar as alterações estatutárias que especificar à aprovação, em assembleia especial, dos titulares de uma ou mais classes de ações preferenciais¹⁷⁰. Esta possibilidade será analisada com maior detalhe no capítulo 5.2 deste trabalho, destinado ao estudo dos direitos políticos diferenciados relacionados a determinadas classes de ações ordinárias e preferenciais.

Com relação a ações preferenciais sem voto, o raciocínio lógico no qual classicamente é fundamentada a emissão destas ações é a de que as vantagens econômicas garantidas a estes valores funcionariam como uma espécie de compensação pela restrição

¹⁶⁹ Nas palavras de José Eunápio Borges: “na prática, entre nós, a ação preferencial costuma evocar a ideia de ação privilegiada, mas, inversa e paradoxalmente, de ação de categoria inferior, geralmente indesejável. É que a lei permite seja negado às ações preferenciais o direito de voto. Normalmente os estatutos sociais negam-lhe este direito, e daí a arraigada e errada convicção de que é da natureza, da essência, não ter o direito de voto. Mas que 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 confirmem expressamente a elas este direito. No silêncio do estatuto, elas o terão.” (Cf. BORGES, José Eunápio. *Curso de Direito Comercial Terrestre*, 6ª ed., Rio de Janeiro, Forense, 2001, p. 294).

¹⁷⁰ Nos termos do parágrafo único do art. 18 da Lei das S.A.

do direito de voto. Assim, haveria uma troca: redução de direitos políticos por direitos econômicos mais vantajosos.

Por esta razão, as ações preferenciais já foram referidas como títulos híbridos, ou seja, uma combinação entre títulos de renda e de risco. Apresentam características de títulos de risco, pois representam uma parcela do capital da companhia, naturalmente sujeita aos revezes da sua atividade empresarial. Contudo, seriam também próximas de títulos de renda, por terem direito econômicos prioritários, o que fica ainda mais evidente quando são garantidos a estas ações dividendos fixos¹⁷¹.

Esta visão tem clara influência na definição das ações preferenciais pela área de Finanças, em especial no direito norte-americano (que faz referência a estas como *preferred shares*)¹⁷². Este entendimento deve, no entanto, ser entendido de forma meramente ilustrativa, uma vez que as ações preferenciais não são, de fato, títulos de renda, mas ações que, assim como as ordinárias, possibilitam a participação do acionista na vida social da companhia¹⁷³.

As ações preferenciais apresentam longa tradição no direito empresarial brasileiro, bem como em outros ordenamentos jurídicos¹⁷⁴. Estas foram previstas pela primeira vez no

¹⁷¹ SZTAJN, Rachel. Op. Cit., p. 377.

¹⁷² Sobre o tema, ver: KLEIN, William A.; COFFEE, John C. *Business Organization and Finance: Legal and Economic Principles*. 9ª ed. Nova York: Foundation Press, 2004, pp. 302-306.

¹⁷³ CARVALHOSA, Modesto. Vol. 1, Op. Cit. p. 218.

¹⁷⁴ De acordo com cada ordenamento jurídico estrangeiro, as ações preferenciais sem voto apresentam características distintas. Ademais, o sucesso destas ações verificado no mercado varia dependendo do país analisado. Como exemplos, na Itália, a expressão *azioni di risparmio*, correspondente às ações preferenciais neste país, foi utilizada pela primeira vez no Projeto De Gregorio, em 1966 (Cf. BALZARINI, Paola, *Le Azioni senza Diritto di Voto*. Milano: EGEA e Giuffrè, 1992, p. 3). Conforme o ordenamento jurídico italiano, tais ações não podem ultrapassar a metade do capital social da companhia, nos termos do artigo 2351 do *Codice Civile Italiano*. De acordo com estudo realizado na Europa, 36% das companhias listadas na Itália apresentam ações preferenciais sem direito a voto (Cf. DE BEAUFORT, Viviane. Op. Cit. p. 6). Já na França, as ações preferenciais sem direito de voto tiveram menor sucesso, devido à forte defesa do direito de voto neste país. Assim, as ações preferenciais foram introduzidas visando empresas de pequeno e médio porte, já que havia temor da utilização desta espécie de ações por companhias abertas, colocando em risco à poupança popular e o poder de controle destas companhias (Cf. RIPERT, George; ROBLOT, René. Op. Cit. p. 1132). Por sua vez, nos EUA, a emissão de ações preferenciais com restrições ao direito a voto já foi objeto de grandes discussões durante sua história. Sem dúvida, um dos momentos mais emblemáticos foi a mudança na regulamentação da bolsa de Nova York (New York Stock Exchange – NYSE), em 1986, que passou a admitir a emissão de ações que não seguiam o modelo do “*one share, one vote*”. A modificação foi realizada principalmente com o objetivo de impedir a deslistagem de companhias na NYSE, uma vez que outras bolsas de valores, como a NASDAQ, já possibilitavam emissões de ações com restrições ao voto (sobre esta discussão, ver: CHOPER, Jesse H.; COFFEE JR., John C.; GILSON, Ronald J. *Cases and Materials on Corporations*. 7ª ed., Nova York, Aspen Publishers, 2008, pp. 566-577). Recentemente, o volume de ações preferenciais emitidas em IPOs superou o número de ações ordinárias, ganhando especial

Brasil pelo Decreto nº 21.536, de 15 de junho de 1932. No entanto, a doutrina já admitia a emissão de ações preferenciais antes mesmo deste marco legal, conforme pareceres conferidos pelo Visconde de Ouro Preto e Rui Barbosa em, respectivamente, 15 de dezembro de 1898 e 7 de janeiro de 1899¹⁷⁵. Além disso, a própria redação do referido Decreto nº 21.536/32 fazia menção a ações preferenciais “emitidas antes do presente decreto”, admitindo sua existência anterior¹⁷⁶.

Historicamente, a principal preocupação acerca das ações preferenciais sem direito a voto é a possibilidade do controle da companhia restar nas mãos de acionistas detentores de uma parcela muito pequena do seu capital social. Durante a vigência do referido Decreto nº 21.536/32, nenhuma limitação foi imposta quanto à emissão de ações preferenciais, propiciando a constituição de sociedades cujo capital era constituído quase que totalmente por ações desta espécie¹⁷⁷. Já em todas as normas legais seguintes que sucederam o Decreto nº 21.536/32 na regulação das ações preferenciais, limites máximos de emissão passaram a ser previstos.

No Brasil, quando da criação da Lei 6.404/76, um dos seus maiores objetivos foi estimular o desenvolvimento do mercado de ações brasileiro¹⁷⁸. Contudo, já nesta época, a maior parte das sociedades anônimas fechadas era controlada por famílias ou por pessoas ligadas por fortes laços de amizade¹⁷⁹. Assim, o principal dilema para incentivar novas aberturas de capital das companhias brasileiras era o de garantir a manutenção do poder dos acionistas controladores e, ao mesmo tempo, possibilitar a arrecadação de um grande volume de recursos por meio das bolsas de valores.

destaque em alguns setores, como o financeiro (Cf. BRATTON, William W.; WACHTER, Michael L. *A Theory of Preferred Stock*. University of Pennsylvania Law Review, Vol. 161, junho de 2013, p. 1818).

¹⁷⁵ LEME, Ernesto. *Das ações preferenciaes nas Sociedades Anonymas*. São Paulo: Saraiva & Cia., 1933, pp. 90-91.

¹⁷⁶ Assim dispunha o art. 14 do referido decreto: “Art. 14. As ações preferenciais emitidas antes do presente decreto deverão conformar-se aos seus dispositivos, sem que estes, porem, as invalidem, nem as deliberações e os atos praticados na conformidade das leis que os regulavam” (grifo nosso).

¹⁷⁷ RETTO, Marcel Gomes Bragança. *As reformas da Lei das Sociedades por Ações – Análise Comparativa de Aspectos Relevantes das Reformas de 1997 e 2001*. Rio de Janeiro: Forense, 2006, p. 41.

¹⁷⁸ Como os autores do Anteprojeto da Lei 6.404/76 assim esclareceram: “a alternativa é simples, clara, óbvia: ou conseguimos criar no País um mercado primário de ações, ou o processo de estatização da economia continuará a se acelerar de modo exponencial” (Cf. LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A lei das S.A.: (pressupostos, elaboração, aplicação)*. 3ª Ed., Rio de Janeiro: Renovar, vol. 1, 1997, p. 143). E continuaram: “a existência de um mercado primário de ações constitui, todavia, requisito necessário da grande empresa privada nacional, e por isso o objetivo maior do Anteprojeto é a criação deste mercado.” (*Idem*, p.148).

¹⁷⁹ SZTAJN, Rachel. Op. Cit., p. 374.

Estas famílias não admitiriam que o controle de suas sociedades fosse perdido, ainda que as ações emitidas por estas companhias passassem a ser negociadas no mercado de valores mobiliários. A solução encontrada pelos autores da Lei 6.404/76 foi uma ampliação do limite máximo de emissão de ações preferenciais, que passou para 2/3 do total de ações da companhia¹⁸⁰ (até então o limite era de metade do capital da companhia, conforme disposto pelo Decreto-Lei nº 2.627/40)¹⁸¹.

Este limite foi revisto novamente em 2001, pela Lei nº 10.303/2001, retornando ao limite de 50% do total de ações emitidas, atual patamar previsto pela Lei das S.A.¹⁸². O limite tem por principal objetivo impedir uma dissociação exagerada entre o poder político e os direitos econômicos dos acionistas que, em tese, poderia provocar um desalinhamento de interesses dos acionistas controladores e da sociedade, além de um consequente aumento dos custos de agência (com a extração de benefícios privados de controle), entre outros problemas, como já exposto no item 4.4 deste trabalho.

A possibilidade de emitir ações preferenciais com restrições ao voto confere maior flexibilidade às companhias para buscar a melhor estrutura de capital, mais adequada à sua forma de controle e necessidade de investimentos. Esta flexibilidade é o principal trunfo das ações preferenciais, que podem ser utilizadas para atender interesses específicos de acionistas, além de disponibilizar diferentes alternativas à companhia no desenho do seu regime político. É esta característica que promoveu as ações preferenciais como a principal alternativa ao modelo do *one share, one vote* no Brasil.

A emissão de ações preferenciais por sociedades anônimas brasileiras, conforme previsto pela Lei das S.A., é uma opção das companhias. Desta forma, conclui-se que a

¹⁸⁰ Nas palavras de Rachel Sztajn: “O ponto nevrálgico que dificultaria a abertura das sociedades era o que fazer para carrear recursos novos sem perder o controle. Solução de compromisso do legislador, depois da abertura pelos controladores: para incentivar a “abertura de capital”, alterou a relação entre ações com e sem voto que passa de igual para 1/3 de ações ordinárias e até 2/3 de preferenciais sem direito de voto”. (Cf. SZTAJN, Rachel. Op. Cit., p. 374)

¹⁸¹ O limite foi ampliado, mas não sem que críticas fossem realizadas ao instituto das ações preferenciais sem voto. Como interessante exemplo, a Bolsa de Valores do Rio de Janeiro, durante os debates que acompanharam a elaboração do projeto da lei 6.404/76, publicou, com destaque na imprensa nacional, um longo manifesto em que denunciava os inconvenientes das ações preferenciais, requerendo sua exclusão do projeto e do próprio direito brasileiro. As ações preferenciais sem voto eram acusadas de levar à desnacionalização da empresa brasileira, de dificultar a democratização do capital, de reduzir a capacidade de investimento empresarial e de afastar o empresário do mercado (Cf. relatado por REQUIÃO, Rubens. *Curso de Direito Comercial*. 29ª ed. São Paulo: Saraiva, vol. 2, 2012, p. 122).

¹⁸² Vale notar que o limite previsto pelo Decreto-Lei nº 2.627/40 era a metade do capital social da companhia, tendo a Lei 10.303/2001 adotado conceito diferente, relacionado ao número de ações emitidas.

intenção dos legisladores não foi impor uma determinada estrutura de organização política às empresas, mas, sim, disponibilizar uma gama ampla e variada de instrumentos para que as companhias se valham dos mais convenientes e os investidores possam escolher as opções que mais acharem atrativas¹⁸³.

Por ser uma espécie acionária com características particulares, as preferenciais apresentam suas próprias vantagens e desvantagens, tanto para os investidores, quanto para a companhia emissora. Com relação aos acionistas, como já dito, o raciocínio é que a privação de direitos políticos viria acompanhada de uma compensação econômica. Quanto à companhia, ainda que as ações preferenciais possam exigir, na maior parte dos casos, maior remuneração do capital do que aquela exigida nos títulos de dívida, a possibilidade de captar recursos sem aumentar o endividamento e sem diluir o controle societário podem compensar o aumento do custo do capital¹⁸⁴.

Qualquer investimento no mercado de ações envolve risco. A remuneração destes valores depende, a princípio, de um bom desempenho da empresa, subordinado a uma sólida e transparente política empresarial, e da geração de lucros a distribuir. As preferências e prioridades das ações preferenciais auxiliam na atração de investidores que buscam rendimentos mais vantajosos do que os oferecidos por aplicações em renda fixa¹⁸⁵, ainda que o investimento em ações naturalmente apresente maior risco.

No entanto, um dos principais problemas relacionados à emissão de ações preferenciais com restrição de voto no Brasil refere-se justamente às vantagens econômicas oferecidas pelas companhias em troca da supressão do voto. Em teoria, as preferências patrimoniais deveriam ser “proporcionais” às restrições impostas aos direitos políticos dos preferencialistas. Desta forma, o tratamento a todos os acionistas da companhia seria realizado com a equidade esperada pelo direito brasileiro.

Na prática, ocorre que, devido a uma regulamentação legal fraca, as preferências oferecidas não são tão vantajosas assim, o que contribui para o aumento de críticas contra

¹⁸³ FRAGOSO, Daniela Neves Reali; AKKERMAN, Gustavo. Op. Cit. p. 295.

¹⁸⁴ *Idem.* p. 291.

¹⁸⁵ PENTEADO, Mauro Rodrigues. Ações Preferenciais. In: Lobo, Jorge (coord.). *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas*. 2ª ed. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2002, p. 196.

as ações preferenciais¹⁸⁶. Contudo, é preciso destacar que, embora as vantagens oferecidas por estas ações necessitem de aprimoramento, estas críticas não desconstroem a lógica na qual se baseia a emissão de preferenciais com restrições ao voto – que é o de disponibilizar uma forma de investimento diferenciada que se adeque a investidores com interesses específicos (se afastando da regra “uma ação, um voto”).

Com o objetivo de aprofundar o estudo desta matéria, nos próximos itens serão analisados com maior detalhe os seguintes tópicos, relativos à emissão de ações preferenciais sem voto: (i) a lógica que fundamenta a restrição do direito de voto destas ações (como principal alternativa ao *one share, one vote*) – e quais direitos políticos continuam a ser garantidos, ainda com a limitação estatutária do voto; (ii) os direitos econômicos prioritários que, segundo a Lei das S.A., podem ser garantidos aos preferencialistas de companhias abertas e fechadas brasileiras; e (iii) um breve resumo de recentes casos práticos que sugerem a relevância destes títulos no mercado de ações nacional e estrangeiros.

5.1.1. A restrição ao direito de voto das ações preferenciais e suas limitações

Conforme disposto no artigo 111 da Lei das S.A., as companhias abertas ou fechadas podem prever em seu estatuto social a limitação dos acionistas preferencialistas ao direito de voto. Esta restrição poderá ser parcial, caso a limitação de voto seja referente a apenas algumas matérias especificadas no estatuto social, ou total, retirando o direito de voto dos acionistas em todas as deliberações assembleares, exceto nos casos em que a lei expressamente determine de forma diversa.

Desta forma, a lei brasileira foi mais radical do que outros ordenamentos jurídicos. Como exemplo, a lei argentina não permite a restrição total do direito de voto, uma vez que é assegurada aos acionistas preferencialistas a participação nas assembleias gerais extraordinárias, nos termos do art. 217 da *Ley de Sociedades Comerciales* argentina¹⁸⁷. Ao contrário, a Lei das S.A. permitiu que o direito de voto fosse suprimido das ações preferenciais, dispensando que o estatuto social indicasse expressamente as matérias em relação às quais o voto seria restringido.

¹⁸⁶ COSTA E SILVA, Francisco da. Op. Cit., p. 122.

¹⁸⁷ CARVALHOSA, Modesto. Vol. 2, Op. Cit., p. 414.

A limitação do direito de voto das ações preferenciais, como alternativa à regra “uma ação, um voto”, possibilita às companhias ofertar ações a investidores que não possuem interesse em participar das deliberações assembleares, e que podem ser incentivados a realizar maiores investimentos na companhia, em contrapartida de vantagens patrimoniais. Conforme apontado por alguns autores, a origem das ações preferenciais pode ser relacionada ao absentismo de acionistas em assembleias gerais¹⁸⁸.

A realidade é que grande parte dos acionistas, mesmo quando fazem jus ao direito de voto, não exercitam este direito¹⁸⁹. Os investimentos realizados por estes acionistas, indiferentes à participação nas deliberações da companhia, são usualmente baseados em uma relação de confiança que eles mantêm com o controlador e administradores da sociedade e nos mecanismos de governança corporativa¹⁹⁰, objetivando retornos dos seus investimentos com os lucros e valorização da companhia.

É inegável que o moderno capitalismo de mercado é marcado pela forte presença de grandes investidores institucionais, cujo acompanhamento do desempenho das empresas em que investiram é da essência das suas atividades¹⁹¹, participando, desta forma, das deliberações em assembleia. No entanto, o mercado é composto por diferentes tipos de investidores, sendo possível afirmar que ao menos parte dos investidores não participaria das decisões da companhia investida, ainda que tivessem direito a votar nas deliberações.

Os motivos para este desinteresse são os mais variados. Um dos principais aspectos relacionados ao exercício do direito de voto são os custos envolvidos neste processo, principalmente no que se refere a companhias abertas. Em especial no caso de acionistas com pouca expressividade no capital votante, os custos financeiros para deslocamento à

¹⁸⁸ Assim defendeu Paola Banzarini: “L’istituzione delle azioni di risparmio prive del diritto di voto e di intervento in assemblea è stata preceduta da vivace dibattito sull’opportunità della loro introduzione in una realtà societaria (propria soprattutto delle società di maggiori dimensioni) caratterizzata da un crescente assenteismo assembleare e dalla formazione di due distinti gruppi di azionisti: da un lato, gli azionisti cosiddetti imprenditori, direttamente coinvolti nella gestione e nell’amministrazione della società; dall’altro, gli azionisti cosiddetti risparmiatori, desiderosi di conseguire il massimo rendimento possibile dagli investimenti effettuati.” (Cf. BALZARINI, Paola, Op. Cit., pp. 3- 4). No mesmo sentido, argumenta Modesto Carvalhosa: “A justificativa encontrada para a criação de preferenciais sem voto repousa no fenômeno do progressivo absentismo dos acionistas nas assembleias gerais.” (Cf. CARVALHOSA, Modesto. Vol. 2, Op. Cit., p. 408).

¹⁸⁹ FRAGOSO, Daniela Neves Reali; AKKERMAN, Gustavo. Op. Cit. p. 279.

¹⁹⁰ VERÇOSA, Haroldo Op. Cit., p. 139

¹⁹¹ COSTA E SILVA, Francisco da. Op. Cit., p. 124.

assembleia, nomeação de procuradores ou apenas para manter-se informados sobre o desenvolvimento da companhia muitas vezes não compensam a participação nas deliberações societárias¹⁹². Isto sem falar no custo do tempo despendido com este processo.

Além disso, mesmo em hipóteses nas quais a participação do acionista é facilitada com a redução de custos¹⁹³, sócios minoritários podem facilmente se sentir desincentivados a comparecer às assembleias, caso acreditem que seu voto pouco influenciará no resultado das decisões, o que é ainda mais claro ao se constatar que grande parte das companhias brasileiras (abertas e fechadas) apresentam seu controle concentrado nas mãos de poucos acionistas¹⁹⁴. Ademais, acionistas de companhias abertas podem simplesmente preferir vender suas ações no mercado, caso verifiquem que as decisões tomadas pela companhia os desagradam (ao invés de se organizarem para alterar o posicionamento em assembleia).

A emissão de diferentes tipos de ações tem como função atender as preferências e idiossincrasias dos investidores¹⁹⁵. As ações ordinárias e preferenciais suprem as expectativas tanto de investidores preocupados em interferir na gestão da companhia, quanto daqueles que buscam tão somente o recebimento de dividendos e a valorização do capital aplicado, contando, todavia, com instrumentos adequados de participação e fiscalização¹⁹⁶.

As ações preferenciais sem direito a voto, como referido anteriormente, não são completamente destituídas de direitos políticos. Pelo contrário, os preferencialistas podem comparecer à assembleia, informar-se, participar das discussões e até mesmo impugnar deliberações sociais, já que tais direitos não são decorrentes do direito de voto, mas da condição de acionista¹⁹⁷. Desta forma, estes acionistas podem plenamente acompanhar e fiscalizar as decisões e a gestão da companhia investida.

¹⁹² WARDE JR., Walfrido Jorge., Op. Cit., p. 1080.

¹⁹³ Como é o caso da Instrução CVM 570, de 18 de novembro de 2015, que faculta a participação à distância de acionistas em determinadas assembleias gerais de companhias abertas.

¹⁹⁴ Sobre este ponto, assim escreveu Rachel Sztajn: “Há lógica nesse argumento que explica a existência de ações sem direito de voto. Se todas as pessoas pensassem da mesma forma, se desejassem a mesma coisa, apenas ações ordinárias seriam emitidas pelas sociedades e, quando a dispersão da base acionária fosse pequena, estas ações cumpririam o papel das preferenciais sem voto. Comparecer à assembleia para ser derrotado nas deliberações por quê?” (Cf. SZTAJN, Rachel. Op. Cit., p. 378).

¹⁹⁵ SZTAJN, Rachel. Op. Cit., p. 387.

¹⁹⁶ COSTA E SILVA, Francisco da. Op. Cit., p. 123.

¹⁹⁷ Conforme disposto por Renato Ventura, se até terceiros podem impugnar deliberações sociais, seria uma incoerência lógica privar o acionista de tal direito (Cf. RIBEIRO, Renato Ventura. Op. Cit., p. 95).

Ademais, em diversas oportunidades, expressamente previstas pela Lei das S.A., os preferencialistas poderão votar, ainda que o respectivo estatuto social tenha previsto a restrição deste direito. Neste sentido, estes acionistas votarão em assembleia especial para ratificar a alteração de suas preferências, ou criação de nova classe de ações preferenciais mais favorecidas (Lei das S.A., art. 136, § 1º), eleger um membro titular, e seu respectivo suplente, para o conselho de administração da companhia aberta, desde que representem, no mínimo, 10% (dez por cento) do seu capital social (Lei das S.A., art. 141, §§ 4º, II), ou mesmo eleger um membro do conselho fiscal, e seu suplente, de companhias abertas ou fechadas (Lei das S.A., art. 161, § 4º, b).

Por fim, e talvez mais relevante, a restrição do direito de voto estará sempre sujeita ao pagamento periódico dos dividendos fixos ou mínimos a que façam jus os seus titulares¹⁹⁸. Caso esta obrigação de pagar não seja cumprida por 3 (três) exercícios sociais consecutivos, os preferencialistas sem voto adquirirão este direito até o pagamento, se tais dividendos não forem cumulativos, ou até que sejam pagos os cumulativos em atraso. Por estas razões, é possível concluir que o que existe no direito brasileiro é a suspensão condicional do direito de voto¹⁹⁹, e não sua absoluta restrição.

Este inteligente mecanismo previsto pela Lei das S.A. pode ser considerado uma salvaguarda dos direitos dos preferencialistas e é, sem dúvida, um aspecto favorável a esta alternativa do *one share, one vote*. As ações preferenciais podem ter seu direito de voto limitado em contrapartida ao recebimento de vantagens patrimoniais. No entanto, caso tais vantagens não se concretizem devido ao insucesso financeiro da companhia, os preferencialistas poderão procurar reverter tal situação, substituindo a administração da sociedade e alterando o curso do desenvolvimento da companhia.

Como pontuado anteriormente, a essência das ações preferenciais são as vantagens econômicas por elas oferecidas. Assim, caso não haja vantagem patrimonial (como na hipótese da falta de distribuição de lucros por três exercícios sociais), as preferenciais perdem seu principal atributo, não podendo mais ser compreendidas como verdadeiras

¹⁹⁸ Conforme art. 111, § 1º da Lei das S.A.

¹⁹⁹ ADAMEK, Marcelo Vieira Von. Op. Cit., p. 30.

ações preferenciais e, por esta razão, devem adquirir o direito de voto, tal como as ordinárias²⁰⁰.

Desnecessário dizer que, em casos de sociedades anônimas que tenham emitido ações preferenciais em quantidade considerável, a aquisição do direito de voto por estas ações poderá ocasionar uma verdadeira alteração no controle da companhia (ao menos até que a situação econômica desfavorável seja revertida). Os preferencialistas, desta forma, não ficam inteiramente sujeitos às decisões dos acionistas votantes.

Tendo em vista o acima exposto, é possível concluir que o mecanismo para restrição do direito de voto das ações preferenciais, previsto pela Lei das S.A., apresenta lógica própria, sendo uma interessante alternativa à regra de votação padrão. É claro que, assim como qualquer dispositivo legal, a regra pode apresentar falhas, sendo possível que algumas companhias tentem burlar a norma para que as ações preferenciais continuem a não apresentar direito de voto, ainda que não sejam distribuídos os dividendos a elas devidos. No entanto, este é um problema de governança e de observância às regras²⁰¹, mas não da lógica na qual se baseia a emissão de preferenciais sem direito a voto – qual seja, oferecer alternativas para atender diferentes interesses, por meio da restrição de direitos políticos de alguns acionistas, em troca de prioridades econômicas.

Por outro lado, problema mais sério é o das vantagens patrimoniais, relacionadas às ações preferenciais, previstas pela Lei das S.A. Isto porque algumas destas prioridades econômicas dificilmente podem ser consideradas como verdadeiras vantagens, e outras nem mesmo se relacionam com a distribuição de dividendos da companhia, o que retira, ao menos em parte, a lógica da penalidade legal (se a vantagem garantida às preferenciais pode não se referir à distribuição de dividendos, qual o sentido da aquisição do direito de

²⁰⁰ Assim pontuaram Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira: “se não existe vantagem patrimonial não há como caracterizar a ação como preferencial; terá que ser considerada ordinária e terá direito de voto.” (Cf. LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. Op.Cit. p. 148).

²⁰¹ Rachel Sztajn comenta um destes casos, no qual a regra legal foi desrespeitada: “O caso protagonizado pela Companhia Cataguazes Leopoldina é emblemático do que está por trás de muitas reclamações. Deixando de produzir lucros e, portanto, não pagando dividendo mínimo, por dois exercícios e, ainda uma vez sem lucros naquele corrente, a assembleia geral aprovou duas medidas visando a tolher a aquisição do direito de voto por acionista titular de ações preferenciais. O esquema foi primeiro reduzir o capital social para absorver prejuízos e depois declarar dividendos usando para isso a reserva legal. Duas violações da lei: primeiro a reserva legal, que tem mesma natureza do capital social, deveria ter sido utilizada para absorver as perdas; segundo a distribuição da reserva legal, exatamente pela mesma razão, equivale a distribuir dividendos em prejuízo do capital, o que é proibido (Cf. SZTAJN, Rachel. Op. Cit., p. 379).

voto, em caso de faltas consecutivas na distribuição de lucros?). Por estas razões, no item a seguir, serão analisadas as vantagens econômicas discriminadas pela Lei das S.A. que poderão ser oferecidas tanto a preferencialistas de sociedades anônimas abertas, quanto de companhias fechadas.

5.1.2. As vantagens econômicas das ações preferenciais

Antes de iniciar a descrição das vantagens econômicas oferecidas às ações preferenciais, importante destacar que a redação atual da Lei das S.A. prevê vantagens diferenciadas para ações negociadas no mercado de valores mobiliário. Tal diferenciação é positiva para o desenvolvimento das companhias, uma vez que deve ser oferecida maior liberdade às companhias fechadas, tendo em vista o já aludido caráter contratual destas sociedades²⁰².

Desta forma, conforme disposto pelo *caput* (e seus incisos) do artigo 17 da Lei das S.A., as vantagens patrimoniais asseguradas aos preferencialistas de companhias fechadas podem consistir em: (i) prioridade na distribuição de dividendos, fixos ou mínimos; (ii) prioridade no reembolso de capital, com prêmio ou sem ele, em caso de liquidação da companhia; ou (iii) na acumulação das preferências anteriores.

Passamos à análise destas vantagens. Conforme referido no item “(i)” do parágrafo anterior, a lei prevê “prioridade na distribuição de dividendos” para os preferencialistas. Em princípio, a prioridade assegurada pela norma significa apenas o direito de receber primeiro o valor a elas devido, mas não necessariamente direito a dividendos cumulativos. No entanto, poderá o estatuto social prever que, não sendo pagos os dividendos prioritários garantidos aos preferencialistas em um exercício, estes serão acumulados para pagamento no exercício social seguinte (caso sejam verificados lucros)²⁰³.

²⁰² No mesmo sentido, escreveu Francisco da Costa e Silva: “Considero adequada essa solução, uma vez que não faz sentido a lei estender aos acionistas de companhias fechadas, em sua esmagadora maioria sociedades de origem contratual e não institucional, uma complexa estrutura de vantagens e preferências que têm por objetivo a proteção dos investidores do mercado de capitais. Os acionistas das companhias fechadas devem ter a maior liberdade possível para a definição das regras que vão regular o empreendimento em torno do qual se associam, não sendo adequado que lhes sejam impostos direitos e deveres incompatíveis com as suas características.” (Cf. COSTA E SILVA, Francisco da. Op. Cit., pp. 129-130).

²⁰³ REQUIÃO, Rubens. Op. Cit., p. 123.

Cabe também esclarecer a diferença entre dividendos fixos ou mínimos. Uma ação preferencial com direito a dividendos fixos, receberá tão somente a importância prevista no estatuto social da companhia, não participando da distribuição dos lucros restantes (ainda que estes comportem dividendos superiores). Já os dividendos mínimos são aqueles que, caso a distribuição de lucros resulte em dividendos superiores ao mínimo, será garantido aos preferencialistas o mesmo que os demais acionistas. Assim, dividendo fixo é uma prioridade e, ao mesmo tempo, uma limitação, sendo o dividendo mínimo apenas uma prioridade²⁰⁴.

Os dividendos fixos ou mínimos prioritários podem ser fixados livremente pela companhia, por meio de expressa previsão em seu estatuto social²⁰⁵. É claro que, diante desta liberdade, pode haver abusos das companhias na fixação destes dividendos, por meio da previsão de dividendos irrisórios, a fim de burlar a norma legal. No entanto, deve-se entender que a discricionariedade da companhia encontra limites na lisura e na boa-fé, do contrário, tal previsão não passaria de “ilegítimo ardid para afastar das deliberações sobre os negócios sociais de determinados acionistas, sem a correspondente compensação”²⁰⁶.

O principal problema quanto às vantagens previstas na Lei das S.A. para companhias fechadas, no entanto, se encontra no inciso II do *caput* do art. 17 da Lei das S.A., que permite às sociedades anônimas fixar em seus estatutos sociais tão somente a “prioridade no reembolso do capital, com prêmio ou sem ele” como vantagem assegurada às preferenciais. Isto porque, embora seja essencial a garantia de liberdade de contratação nas companhias fechadas, a Lei das S.A., por meio do referido dispositivo, possibilita que o “reembolso do capital” seja, sozinho, uma vantagem suficiente para a restrição do direito de voto das preferenciais.

A grande maioria das sociedades anônimas apresenta prazo de duração indeterminado. Por esta razão, os acionistas que investem nestas companhias, salvo em raras exceções, não estão em busca do retorno do capital investido em uma eventual liquidação do empreendimento. Em casos como os de sociedades com propósitos

²⁰⁴ BORBA, José Edwaldo Tavares. Op. Cit., p. 244.

²⁰⁵ A Lei nº 9.457, de 1997, havia alterado a redação do art. 17 da Lei das S.A., de forma a prever que os dividendos fixos ou mínimos garantidos às ações preferenciais seriam, no mínimo, “dez por cento maiores do que os atribuídos às ações ordinárias”. No entanto, esta previsão foi excluída pela Lei nº 10.303, de 2001, que garantiu plena liberdade às companhias fechadas para fixação do dividendo assegurado aos preferencialistas.

²⁰⁶ CARVALHOSA, Modesto. Vol. 1, Op. Cit. p. 219.

específicos, com prazo determinado, é possível que esta prioridade represente, de fato, uma vantagem, mas esta não é a realidade da maior parte das companhias²⁰⁷. Desta forma, difícil imaginar a prioridade no reembolso do capital como uma contrapartida justa pela limitação de direitos políticos. Infelizmente, devido a esta previsão legal, as companhias fechadas podem facilmente restringir o direito de voto de preferencialistas sem oferecer uma compensação efetiva, o que é contrário ao espírito deste instrumento legal.

Já com relação às companhias que negociam suas ações no mercado de valores mobiliários, independentemente de prever, ou não, em seu estatuto social o reembolso do capital investido de forma prioritária, estas companhias devem garantir às ações preferenciais ao menos uma das seguintes vantagens, nos termos do §1º do art. 17 da Lei das S.A.: (i) direito de participar do dividendo a ser distribuído, correspondente a, pelo menos, 25% (vinte e cinco por cento) do lucro líquido do exercício, calculado na forma do art. 202, e no mínimo, 3% (três por cento) do valor do patrimônio líquido da ação e participação nos lucros em igualdade de condições com as ações ordinárias, depois de pagas a estas dividendo igual ao mínimo prioritário, ou seja, 3% do valor patrimonial das ações; (ii) direito ao recebimento de dividendo, por ação preferencial, pelo menos 10% (dez por cento) maior do que o atribuído a cada ação ordinária; ou (iii) inclusão na oferta pública de alienação de controle, nas condições previstas no art. 254-A, além de recebimento de dividendos ao menos igual ao das ações ordinárias.

O item “(i)” referido no parágrafo acima, apesar de sua linguagem confusa, assegura às ações preferenciais o direito de receber dividendos de forma prioritária, fixados em uma taxa mínima de 3% (três por cento) do valor do patrimônio líquido da ação (respeitada a regra geral de distribuição de dividendos obrigatórios de, no mínimo, 25% do lucro do exercício). É possível imaginar que a fixação de um limite mínimo (três por cento) tenha sido realizada pela lei para evitar, de antemão, abusos das companhias com a fixação de taxas irrisórias, que retirariam da norma sua eficácia.

Contudo, a previsão de uma taxa mínima a ser observada por todas as companhias não leva em conta as diferentes estruturas de capital existentes entre elas. Assim, no caso de sociedades que praticam atividades que naturalmente tendem a apresentar baixo

²⁰⁷ COSTA E SILVA, Francisco da. Op. Cit., p. 128.

patrimônio líquido (como é o caso, por exemplo, de empresas de tecnologia), esta vantagem econômica dificilmente representará uma vantagem significativa²⁰⁸. Por outro lado, nada impede, é claro, que as companhias estipulem taxas superiores ao mínimo legal de 3%.

Já a vantagem oferecida pelo inciso II do §1º do art. 17 da Lei das S.A. garante a cada ação preferencial, negociada em mercado, o direito de receber dividendos, pelo menos, 10% (dez por cento) maiores do que aqueles atribuídos a cada ação ordinária. Há aqueles que questionam se tal vantagem não feriria o equilíbrio entre risco-retorno das ações emitidas pela companhia, em desfavor das ações ordinárias, uma vez que tais ações, responsáveis pelas decisões da sociedade, sempre receberiam dividendos menores do que as ações preferenciais²⁰⁹. Não obstante a crítica, este é um benefício que pode ser garantido às ações preferenciais que, sem dúvida, representa uma vantagem econômica efetiva para estas ações.

Por fim, nos termos do inciso III do §1º do art. 17 da Lei das S.A., poderá ser concedido às preferenciais o direito de sua inclusão em oferta pública de alienação de controle, conforme disciplinada pelo art. 254-A da Lei das S.A. O referido artigo trata do conhecido direito de *tag along*, normalmente garantido às ações ordinárias, que determina que, no caso de alienação de controle, será assegurado a estas ações o preço no mínimo igual a 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação com direito a voto, integrante do bloco de controle.

Assim, com a reforma promovida pela Lei nº 10.303/2001, a Lei das S.A. passou a reconhecer o direito de *tag along*, regularmente concedido às ações ordinárias, como uma “vantagem” a ser atribuída às ações preferenciais. Como referido no início deste capítulo, ações preferenciais, por definição, significam ações que apresentam preferência, prioridade. Qual seria a vantagem das preferenciais, neste caso? As ações preferenciais teriam seu direito de voto restringido, mas não fariam jus a qualquer vantagem na distribuição de dividendos. Ao contrário, teriam tão somente a possibilidade de receber parte do prêmio de controle, idêntico às ações ordinárias, se e quando houver oferta pública. Conforme apontado por Rachel Sztajn, “a criatura assemelha-se a uma ação

²⁰⁸ FRAGOSO, Daniela Neves Reali; AKKERMAN, Gustavo. Op. Cit. p. 285.

²⁰⁹ SZTAJN, Rachel. Op. Cit., pp. 382-383.

ordinária sem direito de voto mais do que a uma ação preferencial!”²¹⁰. Por estes motivos, esta previsão legal distorce aquilo que seria esperado de uma preferencial, sendo prejudicial à compreensão da função destas ações no mercado de capitais brasileiro.

De acordo com o que foi acima apresentado, mesmo que algumas críticas possam ser realizadas às vantagens previstas em lei para as ações preferenciais, são o inciso II do *caput* do art. 17 (relativo à prioridade de reembolso de capital, para ações não negociadas no mercado de valores mobiliário) e o inciso III do §1º do art. 17 (que trata do direito de *tag along*, referente a preferenciais negociadas no mercado) aqueles que representam os mais graves problemas, por não oferecerem real vantagem aos detentores de ações preferenciais.

A inclusão destas supostas “vantagens” no nosso ordenamento jurídico prejudica as ações preferenciais como boas alternativas à regra padrão do *one share, one vote* e, por este motivo, deveriam ser removidas da Lei das S.A. As preferenciais cumprem um importante propósito ao oferecer uma opção a investidores que não estejam interessados em participar das decisões da companhia. No entanto, ao restringir o direito de voto, sem oferecer vantagens econômicas eficientes a estes investidores, as ações preferenciais se tornam, na prática, títulos inferiores às ordinárias, e mais sujeitas a críticas.

Felizmente, as vantagens indicadas pela Lei das S.A. são privilégios estatutários mínimos, já que a lei permite a atribuição de vantagens adicionais, desde que claramente especificadas no estatuto²¹¹. É claro que a lei deveria ter dado melhor exemplo, listando exclusivamente possibilidades que garantissem vantagens econômicas reais às preferenciais. Contudo, esta falha não impede que as companhias ofereçam benefícios interessantes a seus preferencialistas, desconsiderando as previsões realizadas no inciso II do *caput* do art. 17 e inciso III do §1º do mesmo artigo da Lei das S.A.

Ao optar por uma das outras vantagens previstas em lei, ou mesmo oferecer preferências adicionais em seu estatuto social, as companhias poderão utilizar as ações preferenciais para formar estruturas de controle distintas da regra padrão “uma ação, um voto” e, ao mesmo tempo, atrair acionistas com diferentes perfis para investirem em seu

²¹⁰ *Idem*, p. 385.

²¹¹ CARVALHOSA, Modesto. Vol. 1, Op. Cit. p. 195.

capital, o que pode se revelar fundamental para o desenvolvimento de suas atividades e seu crescimento econômico.

5.1.3. A presença de ações preferenciais no mercado de capitais brasileiro

A emissão de ações preferenciais com restrições ao direito de voto é comum no mercado de capitais brasileiro. Conforme já referido neste trabalho, no capítulo 4.3 anterior, apesar do alto número de ofertas públicas iniciais realizadas na última década por meio do Novo Mercado da BOVESPA (que admite apenas a emissão de ações ordinárias), durante este período outras companhias continuaram a emitir, com sucesso, ações preferenciais para seus investidores.

Além disso, a maior parte das companhias que já havia aberto seu capital, anteriormente à criação dos segmentos especiais de listagem, não aderiu ao Novo Mercado²¹², sendo que muitas delas apresentam em sua estrutura de controle ações preferenciais sem direito de voto. A análise de alguns casos práticos é interessante, pois demonstra como as ações preferenciais, mesmo com a restrição de direitos políticos, podem ser preferidas por parte dos investidores, em detrimento das ações ordinárias.

Como exemplo destes casos, em 02 de dezembro de 2011, a Companhia de Gás de São Paulo – COMGÁS, sociedade anônima de capital aberto desde 1996, publicou um Fato Relevante anunciando ter finalizado estudos que apontavam que a migração desta companhia para o Novo Mercado seria “significativamente benéfica para a Companhia e seus acionistas”²¹³. A conversão das ações preferenciais, obrigatória para a listagem neste segmento especial, seria realizada na proporção de uma ação ordinária para cada preferencial.

²¹² Conforme informações produzidas a partir dos dados disponibilizados no endereço eletrônico da BM&FBOVESPA: http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/servicos/ofertas-publicas/estatisticas/. Acesso em 08 de janeiro de 2017.

²¹³ De acordo com o Fato Relevante disponível em: <http://ri.comgas.com.br/ptb/1013/FR%2002%2012%202011.pdf>. Acesso em 08 de janeiro de 2017.

No entanto, conforme amplamente divulgado pela mídia²¹⁴, as negociações teriam sido paralisadas porque o fundo Poland, controlado pelo investidor Luis Alves e detentor de 40,3% das ações preferenciais da companhia, não teria recebido bem esta proposta da sociedade. A principal razão alegada seria o pagamento de dividendos às preferenciais 10% maiores do que o devido às ações ordinárias. Assim, o investidor preferiria continuar com seu investimento na forma de ações preferenciais a adquirir direito de voto nas assembleias da companhia.

Outro exemplo que ilustra o apreço pelas ações preferenciais por parte dos investidores do mercado de capitais foi o caso da tentativa frustrada da Companhia de Tecidos Norte de Minas – COTEMINAS de converter suas ações preferenciais em ordinárias, em 30 de abril de 2013, para posterior adesão ao Novo Mercado. Nos termos da ata da assembleia especial de preferencialistas da companhia, realizada na referida data, a proposta da companhia foi rejeitada pela maioria dos preferencialistas presentes, com apenas 12,24% de votos favoráveis à conversão. Preferiram os acionistas, assim, permanecer com suas ações preferenciais e privilégios econômicos.

Naturalmente, como evidenciado pelo sucesso do Novo Mercado, grande parte dos acionistas mantêm interesse em investir em companhias que emitem exclusivamente ações ordinárias. No entanto, este sucesso não pode ser entendido como prova de que as ações preferenciais representam instrumento incompatível com um mercado de valores mobiliário forte e institucionalizado²¹⁵. Conforme os exemplos indicados anteriormente, é inegável a existência de acionistas que preferem o investimento em ações preferenciais. De acordo com dados da própria bolsa, há companhias listadas na BOVESPA cujas preferenciais apresentam alta liquidez²¹⁶, superando as ordinárias.

Como exemplo, no mês de setembro de 2016, conforme dados divulgados pela Revista Exame, com base na análise de dados fornecidos pela BOVESPA²¹⁷, das 10 (dez) ações com o maior volume negociado naquele mês, 8 (oito) se tratavam de ações preferenciais. Em relação a algumas destas companhias, há considerável diferença entre o

²¹⁴ Sobre o caso, ver a edição 119 da Capital Aberto, de Julho de 2013 e do Valor Econômico, de 02 de janeiro de 2012.

²¹⁵ FRAGOSO, Daniela Neves Reali; AKKERMAN, Gustavo. Op. Cit. p. 289.

²¹⁶ SZTAJN, Rachel. Op. Cit., p. 378.

²¹⁷ Disponível em: <http://exame.abril.com.br/mercados/cotacoes-bovespa/indices/BVSP/maiores-volumes?page=1>. Acesso em 08 de janeiro de 2017.

volume negociado de suas ações ordinárias, em comparação com o volume das preferenciais.

Este é o caso das ações emitidas por algumas instituições financeiras. Enquanto as ações preferenciais emitidas pelos bancos Bradesco e Itaú Unibanco apresentaram volume médio no mês de setembro de 2016 de, aproximadamente, R\$11 milhões e R\$13 milhões, respectivamente, o volume negociado de suas ações ordinárias foi muito menor, de apenas R\$1,511 milhões e R\$117 mil, respectivamente. A análise destes valores sugere que, considerando o alto volume de negociação das preferenciais, tais ações apresentam maior liquidez do que as ordinárias emitidas pelas mesmas companhias. Como consequência, a considerável liquidez destas ações preferenciais pode, certamente, estimular investidores a adquirir tais títulos, em detrimento das ações ordinárias.

Outros casos ganharam destaque no mercado de capitais brasileiro por assegurar às suas ações preferenciais “super vantagens econômicas”. Entre eles, encontra-se a tentativa de abertura de capital realizada pela Azul S.A., em 2013. De acordo com o artigo 5º do estatuto social da companhia, apresentado à CVM junto com seu pedido de registro de companhia aberta e de oferta pública, as ações preferenciais desta sociedade garantiriam aos seus detentores o direito de receber vantagens econômicas 75 (setenta e cinco vezes) superiores aos valores destinados às ações ordinárias²¹⁸. A proposta da companhia gerou intenso debate sobre a regra de “uma ação, um voto”, além da relação de proporcionalidade entre direitos econômicos e políticos.

A estrutura apresentada pela Azul possibilitava a captação de maiores recursos com a emissão de um número menor de ações preferenciais – já que cada preferencial ofertada asseguraria vantagens econômicas muito superiores às ações ordinárias da companhia. Isso era fundamental para a companhia, uma vez que esta não poderia ultrapassar o limite legal

²¹⁸ Conforme disposto pelo art. 5º, Parágrafo Décimo, transcrito a seguir, do estatuto social da companhia, a majoração dos direitos econômicos dos preferencialistas ocorreria no reembolso do capital, em caso de liquidação, na distribuição de dividendos e na hipótese de oferta pública de aquisição de ações: “Artigo 5º (...) 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 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.”

ações sem direito a voto, de 50% (cinquenta por cento) do total de ações emitidas, mesmo após a emissão de ações preferenciais com alto valor. Além disso, devido a uma restrição específica do Código Brasileiro de Aeronáutica²¹⁹, a emissão de ações com plenos direitos políticos poderia representar um problema para a companhia, uma vez que grande parte de seus investidores era estrangeira²²⁰ e o referido diploma legal determina que concessionárias de serviços aéreos devem apresentar, ao menos, 4/5 (quatro quintos) do seu capital com direito a voto nas mãos de acionistas brasileiros.

Ao analisar o estatuto social da companhia, a Superintendência de Relações com Empresas – SEP da CVM indeferiu o pedido de registro da companhia, alegando sobre esta questão, em resumo, que “o § 2º do art. 15 da lei nº 6.404/1976, não trata somente de uma proporção em termos de quantidade de ações, mas também de uma proporção em termos de aporte econômico, devendo o poder político guardar relação com o volume de recursos aplicado no negócio”²²¹. Por esta razão, apesar do estatuto social da Azul estar de acordo com a letra da lei, que exige que as ações sem direito a voto não ultrapassem metade das ações emitidas pela companhia, a oferta da Azul, na opinião da SEP, não poderia ser realizada por ser contra a “essência” da lei, já que haveria grande desproporção entre o capital investido na companhia e direitos de voto.

Além disso, a referida superintendência defendeu também que “uma diferença de 7.400% no dividendo a ser pago a cada uma das espécies de ações (preferenciais e ordinárias) ofenderia os princípios da razoabilidade e da proporcionalidade, basilares em nosso ordenamento jurídico”²²². A companhia, então, apresentou recurso contra o indeferimento proposto pela SEP para análise do colegiado da CVM.

²¹⁹ Cf. “Art. 181. A concessão somente será dada à pessoa jurídica brasileira que tiver: I - sede no Brasil; II - pelo menos 4/5 (quatro quintos) do capital com direito a voto, pertencente a brasileiros, prevalecendo essa limitação nos eventuais aumentos do capital social; III - direção confiada exclusivamente a brasileiros.” (grifos nossos).

²²⁰ HAIDAR, Daniel. *Abertura de capital da Azul propõe 'superpreferencial'*. O Globo, 11 de julho de 2013. Disponível em <http://oglobo.globo.com/economia/abertura-de-capital-da-azul-propoe-superpreferencial-9006699>. Acesso em 08 de janeiro de 2017.

²²¹ Conforme resumo do relatório da SEP, realizado no voto proferido pela diretora da CVM, Ana Novaes, em 28 de janeiro de 2014, ao julgar o recurso apresentado pela companhia ao Colegiado da CVM (o inteiro teor do voto encontra-se disponível em <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0010/8923-2.pdf>). Acesso em 08 de janeiro de 2017).

²²² *Idem*.

Após discussão da matéria, o colegiado de diretores, por unanimidade, deliberou pela legalidade do art. 5º do estatuto social da Azul, rebatendo os argumentos da SEP e dando provimento ao recurso da companhia²²³. Alguns dos argumentos utilizados pelo colegiado são muito relevantes para a discussão proposta neste trabalho.

Em primeiro lugar, a diretora Luciana Dias entendeu que a existência somente de ações ordinárias, regidas pela regra de “uma ação, um voto”, não garante o alinhamento de interesses entre controladores e minoritários, defendendo que a dissociação entre direitos políticos e econômicos apresenta múltiplas funções, “sendo o desalinhamento de interesses apenas uma das externalidades, não necessariamente desejada pelas partes”²²⁴.

No caso da Azul, a diretora argumentou que a companhia teria mecanismos de governança e de alinhamento de interesses que mitigariam o potencial desalinhamento causado pela desproporção entre poderes políticos e contribuição econômica. Neste sentido, destacou o fato do estatuto social da companhia prever vantagens econômicas relacionadas não apenas ao fluxo de caixa da sociedade, mas também a eventual prêmio de controle, o que contribuiria para o alinhamento de interesses entre ordinaristas e preferencialistas. Adicionalmente, foi ressaltado que seria assegurado aos preferencialistas representação significativa no conselho de administração da companhia, além destes acionistas poderem votar em decisões mais relevantes da companhia, como a remuneração dos administradores – caso esta viesse a ultrapassar um limite pré-determinado.

Sobre este ponto, a diretora Luciana Dias aprofundou a questão ao afirmar que, embora grande parte das companhias tenha escolhido o Novo Mercado como o segmento para realizar suas ofertas públicas iniciais, parte das sociedades optou por outros segmentos que permitissem a emissão de ações preferenciais sem voto, seja por particularidades do setor de atuação da companhia (como no caso da Azul), seja por outras características peculiares de sua estrutura de controle. Nestes casos, as companhias tendem a oferecer outros direitos a seus acionistas de forma a provar que a emissão de ações

²²³ Conforme ata da reunião do colegiado de 31 de janeiro de 2014 (disponível em http://www.cvm.gov.br/decisoes/2014/20140131_R1.html. Acesso em 08 de janeiro de 2017). Vale destacar que outros temas também foram tratados na mesma decisão. No entanto, tendo em vista o escopo deste trabalho, a análise aqui se restringirá à questão da proporcionalidade dos direitos econômicos, em contraposição aos direitos políticos oferecidos pelas ações preferenciais da companhia.

²²⁴ O voto proferido pela diretora Luciana Dias, em 31 de janeiro de 2014, está disponível em <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0010/8923-3.pdf>. Acesso em 08 de janeiro de 2017.

preferenciais não as impede de apresentar boa governança corporativa. Para comprovar seu argumento, a diretora apontou um estudo realizado pela KPMG sobre governança corporativa no mercado brasileiro, relativo aos anos 2013 e 2014, indicando que “comitês de auditoria, comitês de remuneração, áreas de gestão de risco e auditorias internas são mais frequentes entre as companhias listadas no Nível 2 do que entre as companhias do Novo Mercado”²²⁵.

Outros argumentos utilizados pela CVM também reforçaram o posicionamento da autarquia de forma defensiva a estruturas de controle alternativas, desde que realizadas de forma clara ao investidor e desde que presentes outras medidas de governança corporativa e transparência aos acionistas. A diretora Ana Novaes, relatora do processo, defendeu em seu voto que, do ponto de vista econômico, a flexibilidade estatutária faz todo o sentido para as companhias nas quais a figura do fundador é fundamental para o seu sucesso²²⁶. Em seguida, arrematou: “há companhias com estruturas que fogem ao lema ‘uma ação, um voto’ e que são percebidas pelo mercado como companhias detentoras de boa governança.”²²⁷

Esta decisão foi muito relevante para o mercado de capitais brasileiro, uma vez que sinalizou a posição da CVM sobre o controverso tema do *one share, one vote*. Em resumo, a autarquia reconheceu a importância da criação de segmentos diferenciados de governança corporativa, assim como o papel do Novo Mercado no fortalecimento do mercado de capitais. No entanto, deixou claro que a separação entre direitos econômicos e políticos não só é permitida por lei, como também pode ser fundamental para o desenvolvimento de algumas companhias. Desde que realizadas de forma clara e justificada ao investidor, regras alternativas ao padrão do “uma ação, um voto” podem ser bem-vindas no mercado de capitais brasileiro.

²²⁵ O estudo completo encontra-se disponível em: http://www.kpmg.com/BR/PT/Estudos_Analises/artigosepublicacoes/Documents/Risk-Consulting/A-Governanca-Corporativa-e-o-Mercado-de-Capitais-13-14.pdf. Acesso em 08 de janeiro de 2017.

²²⁶ Nas palavras da Diretora, conforme página 15 do voto proferido neste processo: “O fundador, sendo um administrador ou inovador diferenciado, mas sem o capital necessário, pode desejar abrir mão dos dividendos em favor dos sócios que aportem capital à sociedade. Estes, por outro lado, estão satisfeitos de entregar a administração do negócio a este administrador diferenciado.”

²²⁷ Conforme página 16 do voto da Diretora Ana Novaes (o inteiro teor do voto encontra-se disponível em <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0010/8923-2.pdf>. Acesso em 08 de janeiro de 2017).

Apesar da grande repercussão gerada por este debate, a Azul, afinal, desistiu da abertura de seu capital, devido a “condições macroeconômicas desfavoráveis”²²⁸. Por outro lado, a decisão abriu espaço para que outras companhias pudessem adotar estruturas semelhantes em suas ofertas públicas de ações. Este foi o caso da Gol Linhas Aéreas Inteligentes S.A., companhia do mesmo setor de atuação da Azul.

De acordo com proposta da administração da companhia²²⁹, de 03 de fevereiro de 2015, foi proposta aos acionistas da Gol o aumento dos direitos patrimoniais dos preferencialistas, na proporção de 35 para 1, além do simultâneo desdobramento das ações ordinárias, na mesma proporção. Ademais, foi também oferecido aos preferencialistas melhorias na governança corporativa, por meio do aumento da representação destes acionistas no conselho de administração e inclusão do direito de voto para ações preferenciais em assembleias especiais.

Assim como o caso da Azul, a proposta de alteração do estatuto social da Gol foi realizada para facilitar a captação de recursos estrangeiros, já que deveria obedecer ao disposto no Código Brasileiro de Aeronáutica e, ao mesmo tempo, não poderia emitir ações preferenciais adicionais por estar próxima, na época, de atingir o limite legal de 50% do total de ações emitidas. Em 23 de março de 2015, a proposta foi aprovada por mais de 98% dos preferencialistas presentes, reunidos em assembleia geral extraordinária, e o estatuto social teve, então, sua redação modificada conforme proposto pela administração da companhia²³⁰, passando a ser a primeira companhia aberta no Brasil a efetivamente apresentar as chamadas “superpreferenciais”.

Os casos de ambas as companhias, Azul e Gol, demonstram como regras alternativas ao padrão de “um voto por ação” podem ser fundamentais para a capitalização e desenvolvimento de algumas sociedades, em especial quando regras específicas do setor de atuação das empresas impõem restrições a suas estruturas de controle. No entanto, embora ambas as companhias tenham suas atividades ligadas ao setor de aviação, os argumentos

²²⁸ Conforme nota divulgada pela companhia à imprensa (Revista Exame, 19 de agosto de 2013, disponível em <http://exame.abril.com.br/mercados/azul-desiste-de-fazer-oferta-publica-inicial-de-acoes-2/>. Acesso em 08 de janeiro de 2017).

²²⁹ Disponível em: <http://siteempresas.bovespa.com.br/consbov/ArquivoComCabecalho.asp?motivo=&protocolo=456507&funcao=visualizar&Site=C>. Acesso em 08 de janeiro de 2017.

²³⁰ Conforme ata da Assembleia Geral Extraordinária da Gol, realizada em 23/03/2015 (disponível em <http://siteempresas.bovespa.com.br/consbov/ArquivoComCabecalho.asp?motivo=&protocolo=460478&funcao=visualizar&Site=C>. Acesso em 08 de janeiro de 2017).

utilizados pelo colegiado da CVM, no caso da Azul, deixam claro que seu posicionamento não é restrito apenas a empresas deste setor, permitindo, a princípio, a criação de “superpreferenciais” por outras sociedades.

O colegiado da CVM, ao julgar o referido caso da Azul, foi feliz ao apresentar posicionamentos modernos e favoráveis à flexibilização da estrutura de controle das companhias, indicando que boas práticas de governança corporativa podem coexistir com alternativas à regra do *one share, one vote*. No entanto, é inegável que seu posicionamento coloca em xeque a função do §2º do art. 15 da Lei das S.A., que determina que o número de ações preferenciais sem direito a voto não pode ultrapassar a metade do total de ações emitidas por uma companhia.

É claro que, analisando a lei de forma literal, as ofertas pretendidas tanto pela Azul quanto pela Gol não apresentam qualquer infração ao mencionado dispositivo legal. Por outro lado, permitir emissões de ações preferenciais que criem uma diferença tão expressiva entre o capital aportado e os direitos políticos, possibilitando que acionistas possam controlar a companhia com uma pequena fração do capital aportado, fragiliza muito a razão de existir desta norma.

Conforme defendido no voto da diretora Ana Novaes, no caso da Azul, o percentual de 50% imposto pela Lei das S.A., durante a alteração de sua redação, em 2001, foi “mais o resultado de uma negociação política do que uma preocupação exclusiva com a proporcionalidade entre o poder político e poder econômico”²³¹, tanto que a lei admite a separação entre poder político e econômico em diversas situações. Neste caso, não seria então mais prudente a revisão ou, talvez, a eliminação de tal limite da Lei das S.A.? Este ponto será retomado mais a frente neste trabalho, quando forem abordados os argumentos favoráveis à pluralidade de regras de voto na legislação brasileira.

De todo o exposto até o momento, é possível constatar que, embora a emissão exclusiva de ações ordinárias, regidas pela regra de “um voto por ação”, tenha sido muito relevante para o mercado de capitais brasileiro, em especial com a criação do Novo

²³¹ Conforme página 11 do voto da Diretora Ana Novaes, ao julgar o caso da Azul (o inteiro teor do voto encontra-se disponível em <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0010/8923-2.pdf>. Acesso em 08 de janeiro de 2017).

Mercado, ofertas de ações preferenciais, com restrições ao direito de voto, estão longe de se tornar obsoletas no Brasil. Pelo contrário, nos últimos anos parece ter sido fortalecido o interesse das companhias e investidores por esta forma de ações no mercado nacional. Conforme pode ser depreendido do posicionamento da CVM, assim como de parte da doutrina brasileira, mais importante do que restringir, ou mesmo eliminar, esta espécie acionária do ordenamento jurídico brasileiro, é a criação de normas que fortaleçam a segurança necessária a investidores destas companhias, fomentando a transparência nas companhias, bem como punindo desvios de controladores, administradores e demais agentes do mercado²³².

5.2. Classes de ações com direitos políticos diferenciados

Nos últimos capítulos deste trabalho foram apresentadas as duas principais regras de voto presentes na prática das sociedades anônimas brasileiras: a regra padrão de “uma ação, um voto” e a restrição do direito de voto de preferencialistas. Conforme exposto, a regra padrão é comumente relacionada a ações ordinárias, enquanto a segunda somente poderá ser instituída no que diz respeito a ações preferenciais. Contudo, a Lei das S.A., além de prever espécies distintas de ações (ordinárias, preferenciais e de fruição – sendo esta última espécie irrelevante para o escopo do presente trabalho), também possibilita que estas sejam subdivididas em diferentes classes, com características particulares a cada uma delas.

A divisão entre classes pode, ou não, existir entre ações da mesma espécie. Caso haja tal diferenciação, ações de uma mesma espécie sempre apresentarão os mesmos direitos e obrigações, com exceção unicamente das distinções previstas para cada classe. Assim, ações preferenciais da “classe A” ou da “classe B” ainda serão ações preferenciais e estarão sujeitas às regras correspondentes a esta espécie – e o mesmo vale para ações ordinárias. Vale notar que a criação de classes que diferenciam os acionistas de uma companhia pode ser considerada uma forma de introduzir elementos *intuitu personae* em

²³² Nas palavras de Raquel Sztajn: “A legislação – societária e do mercado – precisa oferecer aos investidores segurança, o que implica não apenas fomentar a transparência, como punir desvios da administração das companhias abertas e demais agentes do mercado. E o suporte legal voltado para investidores que participem do mercado de valores mobiliários deve ser claro, as normas eficientes. Quanto às ações preferenciais, os direitos a elas conferidos, bem assim as restrições impostas, permitindo a comparação com os similares previstos para as ordinárias, no que seja o diferencial entre as espécies de ações, devem ser a prioridade em outra reforma da lei.” (Cf. SZTAJN, Rachel. Op. Cit., p. 387).

sociedades anônimas. No entanto, conforme já esclarecido por Juliana Krueger Pela, não é possível atribuir direitos e obrigações diferenciados diretamente a um acionista. Estes direitos e obrigações são, na realidade, inerentes a uma classe de ações, cuja titularidade recai sobre detentor da ação²³³.

Por outro lado, a Lei das S.A. possibilita que sejam assegurados direitos políticos diferenciados a determinadas classes de ações, como alternativas ao padrão do *one share, one vote*, inclusive no que diz respeito a ações ordinárias (pelo menos no que diz respeito a companhias fechadas). Estas particularidades, como será visto a seguir, permitem que sejam instituídas estruturas de poder diversificadas dentro das companhias, de modo a atender diferentes interesses dos acionistas e da própria sociedade.

5.2.1. Classes de ações ordinárias – direito de eleição em separado de membros da administração

De acordo com o Decreto-Lei nº 2.627, de 1940, não era admitida a criação de classes diversificadas para ações ordinárias. Assim, o diploma legal anterior à atual Lei das S.A. primava pela rígida observância do princípio da igualdade para todas as ações ordinárias²³⁴. Este conceito vai de encontro com a visão das ordinárias como as ações “comuns” das sociedades anônimas, assegurando a seus detentores os direitos e obrigações “padrões” de acionistas, não admitindo subdivisões que pudessem violar este princípio.

Com o início da vigência da Lei 6.404/76, este conceito foi modificado. De acordo com o art. 16²³⁵ da atual Lei das S.A., as ações ordinárias de companhias fechadas podem ser divididas em classes diversas, em função de: (i) conversibilidade em ações preferenciais; (ii) exigência de nacionalidade brasileira do acionista; ou (iii) direito de voto em separado para o preenchimento de determinados cargos de órgãos administrativos. As hipóteses previstas em lei são taxativas²³⁶, não podendo, assim, serem criadas classes de ações ordinárias com base em outros parâmetros, que não aqueles previstos no referido

²³³ PELA, Juliana Krueger. Op. Cit., p. 134.

²³⁴ CARVALHOSA, Modesto. Vol. 1, Op. Cit. p. 185.

²³⁵ Conforme transcrição do artigo 16 da Lei 6.404/76, a seguir transcrito: “Art. 16. As ações ordinárias de companhia fechada poderão ser de classes diversas, em função de: I - conversibilidade em ações preferenciais; II - exigência de nacionalidade brasileira do acionista; ou III - direito de voto em separado para o preenchimento de determinados cargos de órgãos administrativos.”.

²³⁶ EIZIRIK, Nelson. Op. Cit., vol. 1, p. 151.

artigo. Ademais, caso nada conste no estatuto social, as ações ordinárias serão consideradas de classe única.

A divisão permitida em lei só é possível com relação a sociedades anônimas de capital fechado, prevalecendo o conceito de igualdade entre ações ordinárias de companhias abertas. Este é mais um exemplo da diferenciação de tratamento conferido pela Lei das S.A. a estas duas formas de sociedade, sendo garantida maior liberdade e autonomia a acionistas de companhias fechadas, para que estes possam acordar sobre a estrutura organizacional e política que melhor atenda seus interesses.

Neste sentido, a flexibilidade de direitos garantida pelas diferentes classes de ações ordinárias permite à sociedade atingir objetivos peculiares a seus interesses²³⁷. De fato, a garantia de maior “flexibilidade” às companhias fechadas é apresentada pela própria Exposição de Motivos da Lei das S.A.²³⁸ como justificativa para a criação de diferentes classes de ordinárias, em especial no que se refere a associações de diferentes empresas em um mesmo empreendimento (*joint ventures*), nos quais é usual a contratação de diferentes mecanismos para regulação do controle da empresa em comum.

Ainda que a lei tenha previsto três hipóteses diferentes para divisão das ordinárias em classes, o presente trabalho centrará seu estudo na possibilidade prevista pelo inciso III do art. 16, transcrito anteriormente, uma vez que este dispositivo permite que vantagens políticas sejam criadas para determinadas classes desta espécie acionária. Conforme disposto pelo referido inciso, poderão ser criadas classes de ações ordinárias que assegurem direito de voto em separado para o preenchimento de determinados cargos de órgãos administrativos.

Esta é, portanto, uma regra de voto que disponibiliza uma alternativa ao padrão de “um voto por ação”, mesmo no que se refere a ações ordinárias. Isto porque, de acordo com a regra padrão, a influência de cada acionista na eleição dos membros da administração estaria relacionada exclusivamente com o número de ações detidas por cada

²³⁷ VERÇOSA, Haroldo Op. Cit., p. 138.

²³⁸ Conforme disposto em trecho da Exposição de Motivos (Seção III), a seguir transcrito: “O artigo 16 admite, nas companhias fechadas, mais de uma classe de ações ordinárias, em função dos elementos que enumera. Essa flexibilidade será útil na associação de diversas sociedades em empreendimento comum (*joint venture*), permitindo a composição ou conciliação de interesses e a proteção eficaz de condições contratuais acordadas.”.

um deles²³⁹. No entanto, por meio de classes de ações diferenciadas, a lei permitiu que ações de uma única classe tivessem a prerrogativa de eleger a maior parte dos membros dos órgãos administrativos, ainda que o número de ações desta classe seja pouco representativo, se comparado ao total de ações votantes.

Desta maneira, ainda que não seja possível a criação de ordinárias com votos múltiplos ou direitos de veto, o referido dispositivo legal possibilita a diferenciação entre ordinaristas, no que diz respeito às regras de voto, conferindo maiores poderes políticos a determinados acionistas. Além disso, vale notar que estas vantagens políticas, de acordo com o parágrafo único do mesmo art. 16²⁴⁰, somente poderão ser modificadas caso todos os ordinaristas atingidos assim desejarem²⁴¹ – a menos que previsto de forma diversa pelo estatuto social da companhia em questão. Este dispositivo garante maior segurança jurídica a estas vantagens políticas, uma vez que, de outro modo, estas poderiam ser facilmente revogadas pela maioria das ações votantes, o que comprometeria a eficácia da norma.

Com base nesta prerrogativa prevista pela Lei das S.A., é permitido às companhias fechadas garantir a determinados acionistas uma participação perene em seus órgãos administrativos. Na prática das sociedades anônimas, é comum que investimentos realizados na empresa sejam condicionados a um maior envolvimento no destino da companhia investida. Como exemplo, instituições financeiras, em virtude de vínculos contratuais com a empresa, poderão garantir para si o direito definitivo e inderrogável de eleição em separado de membros do Conselho de Administração e da diretoria da sociedade²⁴².

²³⁹ Sobre este ponto, é importante destacar que a atual Lei das S.A., no que diz respeito à eleição de membros do conselho de administração, também permite que estes sejam escolhidos de acordo com procedimento específico conhecido como voto múltiplo. Este ponto será abordado com maior profundidade no capítulo 5.4.2 deste trabalho.

²⁴⁰ Conforme transcrição a seguir do parágrafo único do art. 16: “Parágrafo único. A alteração do estatuto na parte em que regula a diversidade de classes, se não for expressamente prevista, e regulada, requererá a concordância de todos os titulares das ações atingidas.”

²⁴¹ Este mecanismo não é exclusivo do direito societário brasileiro. Como exemplo, no direito norteamericano, alterações que afetem adversamente determinada classe acionária comumente dependem da aprovação em separado pela classe de ações atingida, conforme transcrito a seguir: “American corporate law provides a variety of remedies to protect shareholders against such an adverse alteration of corporate contract, including an appraisal remedy and judicial review for fairness. (...) One of the most important of these remedies is class voting, which requires that the class of shareholders adversely affected by the change approve it by a majority vote.” (Cf. CHOPER, Jesse H.; COFFEE JR., John C.; GILSON, Ronald J. *Cases and Materials on Corporations*. 7ª ed., Nova York: Aspen Publishers, 2008, p. 602).

²⁴² CARVALHOSA, Modesto. Vol. 1, Op. Cit. p. 191.

Assim, ainda que o investimento realizado diretamente na companhia seja baixo, a participação destes acionistas na administração poderá ser considerável. De forma inversa, esta mesma regra pode garantir a acionistas fundadores o direito de eleger a maioria dos membros da administração, mesmo após vultosos investimentos realizados por novos acionistas da companhia – o que é muito comum em estruturas de *private equity*, nas quais a figura do acionista fundador é muito relevante, não tendo os novos investidores a pretensão de assumir a administração da empresa.

Estas estruturas não seriam possíveis caso fosse seguida fielmente a regra do *one share, one vote*. Da mesma forma, a emissão de ações preferenciais com restrições de voto seria incapaz de produzir os mesmos resultados. É que, no caso das ações preferenciais, o desequilíbrio entre direitos econômicos e políticos é alcançado por meio da supressão de direitos de alguns acionistas. No caso ora analisado das ações ordinárias, contudo, todos os acionistas mantêm seus direitos de voto intactos e fazem jus a direitos econômicos proporcionais ao número de ações detidas por cada um. O distanciamento da regra do *one share, one vote*, neste caso, é feito de forma positiva, ou seja, são garantidos direitos políticos mais vantajosos à determinada classe de ações, em comparação com as demais.

Esta alternativa pode ser muito interessante em estruturas nas quais todos os acionistas desejam votar, mas, ao mesmo tempo, necessitam de alguma flexibilidade para acordar sobre a nomeação dos administradores da companhia. Neste sentido, a Lei das S.A. não fixou qualquer limite para o número de administradores cuja nomeação possa ficar a cargo dessa classe de ação ordinária²⁴³. Por esta razão, nada impede que a maioria dos membros dos órgãos administrativos sejam eleitos por uma única classe de ações, representando um número ínfimo do total de ações emitidas pela companhia²⁴⁴. Assim, a norma ora analisada permite que sociedades anônimas se afastem da rigidez intrínseca à regra do *one share, one vote*, emitindo exclusivamente ações ordinárias a seus acionistas.

²⁴³ PELA, Juliana Krueger. Op. Cit., p. 146.

²⁴⁴ CARVALHOSA, Modesto. Vol. 1, Op. Cit. p. 191.

5.2.2. Classes de ações preferenciais com vantagens políticas

Assim como as classes de ações ordinárias, as classes de ações preferenciais com vantagens políticas foram introduzidas pela Lei 6.404/76. De acordo com o artigo 18 da Lei das S.A., é autorizado às sociedades anônimas, tanto fechadas quanto abertas, criarem classes de ações preferenciais com as seguintes vantagens políticas: (i) o direito de eleger, em votação em separado, um ou mais membros dos órgãos de administração; e/ou (ii) subordinação de alterações estatutárias, previamente especificadas pelo estatuto social da companhia, à aprovação, em assembleia especial, dos titulares de uma ou mais classes de ações preferenciais²⁴⁵.

Conforme disposto na Exposição de Motivos da Lei das S.A., esta norma foi incluída na lei societária com o objetivo de sancionar “práticas usuais, inclusive nas participações do BNDE”²⁴⁶. Devido à ausência de regulamentação expressa sobre o tema, a maior parte da doutrina, durante a vigência do Decreto-Lei nº 2.627/40, entendia que não era permitido às companhias emitir preferenciais com vantagens políticas²⁴⁷. Segundo Luiz Gastão Paes de Barros Leães, este entendimento estaria relacionado a uma confusão na época entre os conceitos de “voto plural”, que garantiria múltiplos votos por ação nas assembleias gerais, e “voto privilegiado”, que asseguraria aos acionistas direitos semelhantes aos previstos pelo art. 18 da atual Lei das S.A. Enquanto o primeiro era expressamente proibido pelo referido decreto-lei, a norma nada previa sobre o segundo conceito. Por esta razão, era comum o entendimento de que o voto privilegiado era proibido, uma vez que era vedada a emissão de ações com voto plural²⁴⁸.

²⁴⁵ Segue, para referência, transcrição do artigo 18 da Lei das S.A.: “Art. 18. O estatuto pode assegurar a uma ou mais classes de ações preferenciais o direito de eleger, em votação em separado, um ou mais membros dos órgãos de administração. Parágrafo único. O estatuto pode subordinar as alterações estatutárias que especificar à aprovação, em assembleia especial, dos titulares de uma ou mais classes de ações preferenciais.”

²⁴⁶ Conforme disposto no item “e” da Seção III da Exposição de Motivos da Lei das S.A., a seguir transcrito: “e) o artigo 18, sancionando práticas usuais, inclusive nas participações do BNDE, autoriza a atribuição, a determinada classe de ações preferenciais, do direito de eleger representante nos órgãos de administração e do poder de veto em modificações estatutárias”.

²⁴⁷ PELA, Juliana Krueger. Op. Cit., p. 148.

²⁴⁸ Conforme esclarece Luiz Gastão Paes de Barros Leães: “Dada porém a confusão, reinante na época, entre o *voto plural*, expressão utilizada para designar as ações que têm diversos sufrágios, e o *voto privilegiado*, expressão utilizada para designar as ações a que se atribui o direito de eleger, em votação em separado, um ou mais membros dos órgãos da administração, ou o direito de veto a determinadas alterações estatutárias, dada porém a confusão, repetimos, entre esses conceitos, o Decreto n. 21.536 vedou expressamente o voto plural, deixando, por outro lado, de cogitar do sufrágio privilegiado, previsto no projeto.” (grifos do autor) (Cf. LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Ações preferenciais exclusivamente com vantagens políticas*. *Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro*, nº 109, jan-mar, 1998, p. 226).

Esta discussão foi encerrada com a Lei 6.404/76 que passou a expressamente prever a possibilidade de ações preferenciais com vantagens políticas. Vale notar que, a princípio, as ações preferenciais seriam caracterizadas por assegurarem vantagens patrimoniais, e não políticas as acionistas. Como visto anteriormente, esta é a origem da criação das ações preferenciais em nosso sistema jurídico. No entanto, de acordo com o art. 18 da Lei das S.A., é plenamente possível a emissão de ações que apresentem privilégio duplo, ou seja, tanto privilégios econômicos – conforme disposto pelo art. 17 da mesma lei – quanto vantagens políticas²⁴⁹.

Mais do que isso, a lei autoriza que tais vantagens políticas sejam atribuídas a ações preferenciais, mesmo que não lhes seja imposta qualquer restrição ou limitação ao seu direito de voto, nos termos do art. 111 do mesmo diploma legal. Por esta razão, é perfeitamente possível que ações preferenciais, com plenos direitos de voto, assegurem vantagens econômicas e, ainda, políticas a seus acionistas²⁵⁰. Nestes casos, os acionistas beneficiados com estes direitos farão jus a verdadeiras “supervantagens” em relação às demais ações da companhia, o que certamente pode dar espaço para situações abusivas. No entanto, esta não é a prática comum nas sociedades brasileiras, sendo que, na maior parte dos casos, o direito de veto, ou de votar em separado, é conferido como contrapartida da limitação do direito de voto nas assembleias da companhia. Isto tanto é verdade que parte da doutrina automaticamente relaciona estas vantagens políticas com ações que apresentem restrições de voto²⁵¹.

5.2.2.1. Vantagens políticas – eleição de membros da administração por votação em separado de preferencialistas

No que se refere à primeira vantagem política prevista pelo art. 18 da Lei das S.A., em seu *caput*, muito do que já foi exposto no item 5.2.1 deste trabalho, referente às classes de ações ordinárias, também se aplica a este dispositivo. Isto porque, tanto o inciso III do art. 16, quanto o *caput* do art. 18, ora analisado, garantem aos respectivos acionistas o

²⁴⁹ CARVALHOSA, Modesto. Vol. 1, Op. Cit. p. 234.

²⁵⁰ PELA, Juliana Krueger. Op. Cit., p. 149.

²⁵¹ Neste sentido, assim escreveu Nelson Eizirik sobre a matéria: “O parágrafo único admite que os titulares de uma ou mais classes de ações preferenciais possam, reunidos em assembleia especial, vetar determinadas alterações do estatuto social, nele expressamente especificadas. Essa norma permite que seja assegurado aos preferencialistas, que não possuem direito de voto, a certeza de que determinadas matérias previstas no estatuto não serão alteradas.” (grifos nossos) (Cf. EIZIRIK, Nelson. Op. Cit., vol. 1, p. 175)

direito de “eleger, em votação em separado, um ou mais membros dos órgãos de administração”. Com exceção, é claro, que no primeiro caso trata-se de classes de ações ordinárias e, no segundo, de classes de preferenciais, devendo ser observadas as normas particulares a cada espécie acionária. Além disso, com relação às classes de preferenciais, é autorizada sua criação tanto em companhias fechadas quanto abertas – já no caso das ordinárias, conforme visto anteriormente, esta prerrogativa cabe apenas às sociedades fechadas, por força legal.

Sobre esta vantagem política, ainda que os preferencialistas não tenham direito de eleger membros em número suficiente para definir as decisões tomadas nos órgãos administrativos da companhia, a simples presença de seus representantes nas respectivas reuniões da administração lhes garantirá maior acesso a informações sobre os negócios da sociedade²⁵². Vale lembrar também que, por interpretação sistemática da lei, o administrador deve ser destituído da mesma forma que foi eleito – e o mesmo vale em caso de renúncia do administrador²⁵³. Assim, em caso de vacância do cargo, caberá à mesma classe de preferenciais o direito de eleger o membro substituto da administração. Este mecanismo é fundamental para garantir a eficácia desta norma.

Além disso, é importante esclarecer que, nos termos do §4º do art. 141 da Lei das S.A.²⁵⁴, os preferencialistas de companhias abertas sem direito a voto, quando representarem, no mínimo, 10% (dez por cento) do capital social, também poderão eleger um membro do conselho de administração e seu suplente. No entanto, o art. 18 ora analisado se diferencia deste outro disposto legal por permitir às sociedades anônimas, tanto fechadas quanto abertas, livremente estipular o número de membros da administração que serão eleitos pela classe de preferenciais beneficiada – o art. 141, de forma diversa, garante o direito de eleger um único representante do órgão²⁵⁵. Desta forma, poderá o

²⁵² VERÇOSA, Haroldo Op. Cit., p. 141.

²⁵³ EIZIRIK, Nelson. Op. Cit., vol. 1, p. 174.

²⁵⁴ Na redação vigente do parágrafo: “Art. 141 (...)§ 4º Terão direito de eleger e destituir um membro e seu suplente do conselho de administração, em votação em separado na assembléia-geral, excluído o acionista controlador, a maioria dos titulares, respectivamente: I - de ações de emissão de companhia aberta com direito a voto, que representem, pelo menos, 15% (quinze por cento) do total das ações com direito a voto; e II - de ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito de emissão de companhia aberta, que representem, no mínimo, 10% (dez por cento) do capital social, que não houverem exercido o direito previsto no estatuto, em conformidade com o art. 18.” (grifos nossos).

²⁵⁵ Ademais, caso os preferencialistas exerçam o direito de eleger membros do conselho de administração em votação em separado, nos termos do art. 18, então o direito previsto no §4º do art. 141 não poderá ser aplicado.

estatuto social estipular, inclusive, que a maioria dos membros dos órgãos administrativos seja eleita por uma única classe de ações preferenciais²⁵⁶, o que representa uma alternativa clara à regra padrão de “um voto por ação”.

5.2.2.2. Vantagens políticas – subordinação de alterações estatutárias à aprovação das ações preferenciais

De acordo com o parágrafo único do art. 18 da Lei das S.A., o estatuto social de uma sociedade anônima poderá subordinar alterações estatutárias específicas à aprovação por determinada classe de preferenciais. Este é um dispositivo muito interessante para o presente trabalho, já que possibilita uma influência direta das ações preferenciais no destino das empresas investidas, mesmo que tais ações apresentem pouca representatividade no capital social da companhia.

Como visto anteriormente, o *caput* do art. 18 garante à determinada classe de ações maior representatividade nos órgãos administrativos da sociedade. Assim, ainda que este dispositivo permita uma influência relevante dos preferencialistas na companhia, a vantagem política ali prevista é restrita à eleição de representantes. Já o parágrafo único do mesmo dispositivo é mais abrangente. Isto porque, a princípio, qualquer alteração estatutária poderá estar sujeita à anuência de determinada classe de ações preferenciais. A única exigência da lei é que esta subordinação esteja expressamente prevista no estatuto social da companhia em questão.

É preciso ressaltar que, nos termos da lei, a prerrogativa destas ações se relaciona ao direito de autorizar, ou vetar, alterações estatutárias. Desta forma, tais ações não poderão, em qualquer hipótese, isoladamente aprovar uma modificação no estatuto sem a concordância dos demais acionistas. Além disso, o direito de veto poderá ser previsto somente no que se refere a alterações estatutárias, e não de quaisquer outras matérias

²⁵⁶ Sobre esta questão Juliana Krueger esclarece que alguns autores já entenderam que não seria possível a emissão de preferenciais com direito à eleição da maioria dos membros do conselho de administração, uma vez que o §7º do art. 141 da Lei das S.A. já garante aos detentores de mais de 50% das ações com direito de voto a prerrogativa de eleger a maioria do conselho. No entanto, esta não parece ser a melhor interpretação da norma. Conforme defende a autora, a interpretação teleológica e sistemática do artigo 141 aponta que será garantido ao acionista controlador o direito de eleger a maioria do conselho. No entanto, ao possibilitar que preferencialistas possam eleger a maior parte dos membros deste órgão, o estatuto social da companhia permite o distanciamento dos acionistas beneficiados da figura clássica de “acionistas minoritários” e os aproxima do que usualmente é identificado, no direito brasileiro, como acionista controlador. Neste caso, deverá prevalecer o disposto no art. 18 do diploma legal, aplicando-se o §7º do artigo 141 ao titular daquela ação de voto privilegiado. (Cf. PELA, Juliana Krueger. Op. Cit., pp. 152-154).

objeto de votação em assembleia geral – assim, deliberações que tratem, por hipótese, da remuneração dos administradores ou a aprovação das contas da companhia, a princípio, não poderão ser objeto de veto da classe de ações beneficiada, uma vez que tais matérias não dependem de modificação do estatuto social. Não obstante tais considerações, é inegável o poder político conferido a estas preferenciais, caso previsto no respectivo estatuto social o direito de veto a alterações estatutárias – e, mais ainda, se também for garantido às mesmas ações o direito de eleição, por votação em separado, de membros da administração.

Por estas razões, alguns autores defendem que as vantagens políticas previstas no art. 18 da Lei das S.A. representam uma forma de controle permanente da companhia, que transcende os poderes e a própria competência da assembleia geral²⁵⁷. Da mesma forma que as demais vantagens políticas garantidas a classes de ações, o direito de veto poderá ser exercido até mesmo caso a classe beneficiada for composta por uma única ação preferencial. Este dispositivo, assim, garante grande flexibilidade na criação de estruturas políticas que atendam necessidades específicas de algumas companhias.

Esta pode ser a solução, por exemplo, para sócios fundadores que decidam abrir mão da maioria do capital votante de sua companhia, mas o fazem sob a condição de que determinados parâmetros não sejam modificados em sua empresa. Assim, poderão incluir no estatuto social os pontos que dependerão da anuência dos fundadores que, por sua vez, receberão ações preferenciais de classe privilegiada com direito a veto. Situação semelhante pode ser verificada em relação às chamadas *golden shares*, objeto de estudo no próximo item deste trabalho, que se tornaram conhecidas durante o processo de privatização de algumas companhias públicas. Nestes casos, a privatização foi condicionada ao direito do ente desestatizante de vetar determinadas matérias deliberadas em assembleia geral, objetivando defender o interesse público. Assim, são evidentes as eficiências que poderão ser alcançadas com esta prerrogativa prevista pela Lei das S.A., que se afasta do padrão do “um voto por ação”.

Por outro lado, é fundamental que se esclareça que o direito de veto se refere exclusivamente a alterações previamente estipuladas no estatuto social da companhia.

²⁵⁷ CARVALHOSA, Modesto. Vol. 1, Op. Cit. p. 233.

Portanto, não é válida a regra estatutária genérica que sujeita a eficácia de qualquer alteração à aprovação desses acionistas²⁵⁸. Ademais, o voto não poderá ser imposto contrariamente ao interesse da companhia²⁵⁹ sob a pena de ser considerado abusivo e, portanto, nulo²⁶⁰. O direito de veto, assim, deve ser exercido com moderação pelos acionistas beneficiados, sendo fundamental que eventual veto seja acompanhado de justificativa condizente para que possam ser afastadas quaisquer alegações de abuso de poder por parte dos preferencialistas.

Para a realização da assembleia geral especial de preferencialistas, deverão ser observadas as regras previstas no §1º do art. 136 da Lei das S.A.²⁶¹, sendo a convocação realizada pelos administradores e instalada com as formalidades da lei. Esta poderá ser realizada tanto antes quanto depois da votação da matéria em assembleia geral da companhia²⁶². Assim, nada impede que a iniciativa de autorizar a modificação do estatuto se inicie com os preferencialistas, desde que a aprovação também seja devidamente conferida pelos demais acionistas votantes.

No entanto, não será permitido aos preferencialistas com direito de veto votar nas assembleias gerais que votem os demais acionistas. Quando se tratar de deliberação sobre matéria objeto do direito de veto, nos termos do art. 18 da lei, os preferencialistas votarão exclusivamente na assembleia especial, realizada em separado. Esta afirmação é verdadeira tanto para ações com pleno direito de voto, quanto para as que apresentem voto restrito²⁶³. De outra forma, seria permitir que estes acionistas votassem duas vezes: a primeira na

²⁵⁸ EIZIRIK, Nelson. Op. Cit., vol. 1, p. 175.

²⁵⁹ Vale aqui a regra prevista pelo art. 115 da Lei das S.A., que dispõe que será considerado “abusivo o voto exercido com o fim de causar dano à companhia ou a outros acionistas, ou de obter, para si ou para outrem, vantagem a que não faz jus e de que resulte, ou possa resultar, prejuízo para a companhia ou para outros acionistas”.

²⁶⁰ CARVALHOSA, Modesto. Vol. 1, Op. Cit. p. 234.

²⁶¹ BARBOSA, Marcelo. Assembleia Especial de Acionistas Preferenciais. In: KUYVEN, Luiz Fernando Martins (coord.). *Temas Essenciais de Direito Empresarial – Estudos em homenagem a Modesto Carvalhosa*. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 832.

²⁶² MAMEDE, Gladston. *Direito Empresarial Brasileiro – direito societário: sociedades simples e empresárias*. São Paulo: Atlas, vol. 2, 2004, p. 437.

²⁶³ Nas palavras de Modesto Carvalhosa, as ações preferenciais de classe politicamente privilegiada não devem ser confundidas com as preferenciais com direito pleno ou com direito restrito de voto, conforme transcrito a seguir: “As ações preferenciais revestidas estatutariamente da faculdade de eleger em separado administradores e de exercer direito de voto sobre modificações estatutárias constituem uma classe especial que, de forma alguma, confunde-se com as preferenciais com direito pleno ou com direito restrito de voto. (...) Portanto, a faculdade estatutária para eleição de administradores, com voto em separado, ou para aprovação sem assembleia especial de alteração estatutária, tem como característica a completa segregação do voto atribuído a essa classe de preferenciais, que, dessa forma, nenhuma influência numérica tem sobre a decisão em assembleia geral.” (Cf. CARVALHOSA, Modesto. Vol. 1, Op. Cit. p. 236).

votação geral, realizada com todos os acionistas votantes, e a segunda na votação em separado, com direito de veto, o que, na prática, provocaria um desequilíbrio injustificado na distribuição de poderes da companhia.

Por fim, como último ponto a ser tratado sobre as vantagens políticas asseguradas a classes de preferenciais, cabe endereçar aqui uma importante discussão sobre o tema: poderiam as ações preferenciais garantir apenas vantagens políticas, sem qualquer privilégio patrimonial? Esta questão foi abordada com profundidade em parecer elaborado por Luiz Gastão Paes de Barros Leães ao analisar um caso de uma companhia aberta que garantia a seus preferencialistas o direito de eleger oito membros do seu conselho de administração, sem que qualquer vantagem econômica fosse assegurada a estes acionistas²⁶⁴.

Segundo o autor, bastariam vantagens políticas para caracterização de ações preferenciais emitidas por quaisquer companhias. Em resumo, o principal argumento presente no parecer consiste na interpretação do artigo 17 da Lei das S.A., que trata das vantagens econômicas das preferenciais, o qual dispõe que “as preferências ou vantagens das ações preferenciais podem consistir:” (grifo nosso), e não que devem consistir. Assim, não seria obrigatória qualquer vantagem econômica às preferenciais²⁶⁵. Adicionalmente, também é defendido pelo autor que o princípio básico do regime legal das sociedades anônimas é o da autonomia da vontade, devendo este ser respeitado na criação de ações preferenciais.

Vale ressaltar que o parecer de Leães foi elaborado durante a vigência da Lei nº 9.457/97, que modificou a Lei 6.404/76 a fim de garantir às ações preferenciais dividendos no mínimo dez por cento maiores do que os atribuídos às ações ordinárias. Já mais recentemente, Juliana Krueger Pela retomou esta questão e defendeu que as vantagens

²⁶⁴ O parecer pode ser conferido em LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros, Op. Cit., pp. 223-226.

²⁶⁵ Nas palavras de Luiz Gastão Paes de Barros Leães: “Pois bem, ao prever expressamente, em seu artigo 18, *vantagens políticas* que “poderiam” consubstanciar privilégios a ser assegurados a uma ou mais classes de ações preferenciais, ao lado das preferências e vantagens de ordem patrimonial, que, de acordo com o artigo 17, anterior, “poderiam” também ser conferidas às ações em tela, a Lei n. 6.404 simplesmente consagrou, de maneira definitiva e incontestável, a tese já disseminada de que as vantagens de ordem administrativa ou política são suficientemente hábeis para qualificarem, por si só, as ações como privilegiadas ou preferenciais, tenham elas ou não, *pari passu*, prerrogativas de ordem econômica. À luz do diploma em vigor, a clara letra da lei dissipa, de vez, qualquer dúvida que ainda se alimente a respeito.” (LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros, Op. Cit., p. 229).

econômicas seriam indispensáveis no caso de companhias abertas, considerando a nova redação do art. 17 da Lei das S.A., dada pela Lei nº 10.303/01²⁶⁶. No entanto, com relação a companhias fechadas, a autora concorda com o posicionamento de Luiz Gastão Paes de Barros Leães, entendendo que seria admissível a emissão de ações preferenciais com vantagens exclusivamente políticas²⁶⁷.

Embora os argumentos utilizados por ambos os autores sejam lógicos e convincentes, este não parece ser o melhor entendimento sobre a questão. Como defendido por Nelson Eizirik²⁶⁸, as vantagens políticas devem ser admitidas como um acréscimo aos privilégios econômicos, mas não isoladamente. Neste sentido, a possibilidade de restrição de direitos de voto somente é justificável mediante compensação econômica ao acionista atingido. Adicionalmente, o principal problema quanto à admissão de preferenciais com apenas vantagens políticas reside na própria definição do que caracterizaria esta espécie acionária, nos termos da lei societária.

Isto porque, tanto os dispositivos da Lei das S.A. que tratam das vantagens econômicas, quanto aqueles que se referem às vantagens políticas, empregam o verbo “poder” ao listar as vantagens conferidas às preferenciais, indicando, a princípio, uma possibilidade, e não uma obrigação. Por esta razão, seguindo este raciocínio, caso as vantagens patrimoniais fossem consideradas dispensáveis pela interpretação literal do art. 17, a mesma interpretação forçosamente seria aplicada ao artigo 18, sendo então admitidas preferenciais sem quaisquer vantagens. Neste caso, qual seria o elemento caracterizador das ações preferenciais, como espécie acionária? Seria possível, a *contrario sensu*, admitir preferenciais que oferecessem apenas desvantagens a seus acionistas?

²⁶⁶ Conforme já abordado no item 5.1.2 do presente trabalho, o atual §1º do art. 17 da Lei das S.A. é claro ao exigir ao menos uma de três vantagens econômicas, previstas no próprio §1º do referido artigo, para que as ações de uma companhia possam ser negociadas em mercado de valores mobiliários.

²⁶⁷ Como defendido por Juliana Krueger Pela, “nas companhias fechadas, não há tal obrigatoriedade, bastando a outorga de vantagens políticas para caracterização da ação preferencial de voto privilegiado.” (Cf. PELA, Juliana Krueger. Op. Cit., p. 150).

²⁶⁸ De acordo com Nelson Eizirik: “as vantagens políticas das ações preferenciais são admitidas tanto na companhia fechada quanto na aberta. Essas vantagens são admitidas como acréscimo às vantagens patrimoniais; no regime societário brasileiro não podem existir ações preferenciais que tenham apenas vantagens políticas. A emissão das ações preferenciais sem direito a voto pressupõe a atribuição de uma vantagem de natureza patrimonial ou econômica, vis-à-vis as ações ordinárias, como forma de compensar seus titulares pela não participação no poder político da companhia. Não existe ação preferencial sem a atribuição de uma vantagem patrimonial ao acionista, visto que a subtração do direito de voto só é possível enquanto compensada por um privilégio econômico, na repartição dos lucros ou no reembolso de capital.” (Cf. EIZIRIK, Nelson. Op. Cit., vol. 1, pp. 175-176).

Ainda que alguns autores respondam esta questão afirmativamente²⁶⁹, permitir ações preferenciais que se diferenciem de ordinárias apenas por suas desvantagens seria uma subversão do instituto. Indo além, também não é possível reconhecer ações preferenciais apenas por suas vantagens políticas. Conforme defendido por diversos autores²⁷⁰, as preferenciais são caracterizadas especificamente por suas vantagens econômicas. A análise da Lei das S.A. revela que as ações desta espécie são definidas em seu artigo 17 – que trata das vantagens econômicas e é apresentado sob o título “ações preferenciais”.

De forma a corroborar este entendimento, no parágrafo segundo do mesmo artigo 17, a lei dispõe que “deverão constar do estatuto, com precisão e minúcia, outras preferências ou vantagens que sejam atribuídas aos acionistas sem direito a voto, ou com voto restrito, além das previstas neste artigo” (grifos nossos). Desta forma, quaisquer outras vantagens deverão ser conferidas às preferenciais em adição aos privilégios econômicos garantidos a estas ações. Qualquer interpretação diferente causaria um sério problema na definição das ações preferenciais na legislação societária brasileira.

Assim, diante do exposto até o momento, é possível concluir que as vantagens políticas garantidas às ações preferenciais representam uma importante alternativa à regra clássica do *one share, one vote*, revelando-se uma opção mais adequada a diferentes situações verificadas na prática das sociedades anônimas. No entanto, entende-se que tais vantagens políticas somente poderão ser oferecidas a estas classes de preferenciais, caso outros privilégios econômicos também sejam garantidos a toda espécie acionária.

5.2.2.3. Golden Shares

As chamadas *golden shares* são classicamente relacionadas a ações preferenciais pertencentes a classes especiais de sociedades anônimas, emitidas no âmbito de processos

²⁶⁹ Este é o caso, por exemplo, de José Edwaldo Tavares Borba, que assim esclarece seu posicionamento: “As ações preferenciais, ao contrário das ordinárias, são sempre diferenciadas. Cada classe de preferenciais tem sempre alguma coisa a mais ou a menos. (...) As ações preferenciais caracterizam-se, então, por oferecer a seus titulares: a) vantagens e desvantagens, cumulativamente; b) apenas vantagens. Na companhia fechada, poderão oferecer apenas desvantagens. A preferencialidade decorre do particularismo da ação.” (Cf. BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito Societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2012, pp. 240-244).

²⁷⁰ Além de Nelson Eizirik, conforme já mencionado na Nota de Rodapé 268anterior, apresentam o mesmo entendimento: CARVALHOSA, Modesto. Ações preferenciais desprovidas de preferências. *Revista dos tribunais*. São Paulo, nº 707, 1994, pp. 41-44; e LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. Ação como participação societária. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (coords.). *Direito das Companhias*, Rio de Janeiro: Forense, vol. 1, 2009, p. 260.

de privatização de companhias públicas²⁷¹. Neste sentido, o §7º do art. 17 da Lei das S.A. prevê que as companhias objeto de desestatização poderão criar tal classe acionária, cujas ações serão de propriedade exclusiva do ente desestatizante, à qual o estatuto social poderá conferir poderes políticos especiais, inclusive o poder de veto às deliberações da assembleia geral, nas matérias que especificar²⁷².

Por se tratar de classes de ações criadas em um cenário específico – a privatização de companhias estatais – sua aplicação é restrita, não podendo ser criada por sociedades anônimas, em geral. Não obstante esta ressalva, a análise desta classe especial de ações é interessante ao presente trabalho, por apresentar lógica própria, que se distancia da regra de “um voto por ação”.

Embora atualmente previstas no §7º do art. 17 da Lei das S.A., as *golden shares* foram introduzidas em nosso sistema legal por meio da Lei nº 8.031/90²⁷³, regulamentada pelo Decreto nº 99.463/90. De acordo com tais normas, era permitido à União deter ação de classe especial, emitidas por empresas privatizadas, que lhe garantiria direito de veto em determinadas matérias, especificadas no estatuto social da companhia em questão. Posteriormente, a Lei nº 9.491/97 ampliou os poderes permitidos às *golden shares*²⁷⁴, autorizando que tais ações fossem instituídas de “poderes especiais em determinadas matérias”²⁷⁵, e não apenas direito de veto. Já a previsão das *golden shares* na lei societária

²⁷¹ Sobre este ponto, cabe destacar que nem sempre as *golden shares* são referidas na doutrina brasileira por sua concepção clássica. Como exemplo, Juliana Krueger Pela, em sua obra “As Golden Shares no Direito Societário Brasileiro” (Op. Cit.), que aborda este tema com grande profundidade, propõe uma visão mais ampla para concepção destas ações, entendendo que as *golden shares* poderiam também assumir a forma de ações ordinárias e ser emitidas por companhias que jamais contaram com participação estatal. Sob esta ótica, seriam aplicáveis às *golden shares* as mesmas considerações já realizadas neste trabalho com relação às classes de ações ordinárias e preferenciais usualmente criadas por sociedades anônimas. No entanto, para fins deste trabalho, será considerado neste item 5.2.2.3 exclusivamente a concepção clássica do instituto, uma vez que as exposições gerais pertinentes às classes de ações ordinárias e preferenciais já foram realizadas nos itens 5.2.1 e 5.2.2 anteriores.

²⁷² Segue, para consulta, transcrição do referido §7º do artigo 17 da Lei das S.A.: “§ 7º Nas companhias objeto de desestatização poderá ser criada ação preferencial de classe especial, de propriedade exclusiva do ente desestatizante, à qual o estatuto social poderá conferir os poderes que especificar, inclusive o poder de veto às deliberações da assembléia-geral nas matérias que especificar.”

²⁷³ Conforme disposto no art. 8º da Lei nº 8.031/90, transcrito a seguir: “Art. 8º Sempre que houver razões que o justifiquem, a União deterá, direta ou indiretamente, ações de classe especial do capital social de empresas privatizadas, que lhe confirmam poder de veto em determinadas matérias, as quais deverão ser caracterizadas nos estatutos sociais das empresas, de acordo com o estabelecido no art. 6º, inciso XIII e §§ 1º e 2º desta lei.” (Grifos nossos).

²⁷⁴ CARVALHOSA, Modesto. Vol. 1, Op. Cit. p. 226.

²⁷⁵ Nos termos do art. 8º da Lei nº 9.491/97, que revogou a Lei nº 8.031/90, cuja redação é a seguinte: “Art. 8º Sempre que houver razões que justifiquem, a União deterá, direta ou indiretamente, ação de classe especial do capital social da empresa ou instituição financeira objeto da desestatização, que lhe confira poderes

ocorreu somente com a Lei 10.303/2001, que incluiu o já referido §7º em seu art. 17. Conforme tal dispositivo, estas ações passaram a também ser detidas por entes públicos municipais e estaduais, e não somente pela União²⁷⁶.

As *golden shares*, emitidas em processos de desestatização, apresentam a função de proteger o interesse público, ainda remanescente em companhias privatizadas. Desta forma, estas ações mantêm, por tempo indeterminado, o vínculo de tais empresas com o Estado, limitador do poder da assembleia geral.²⁷⁷ Assim, a regra da proporcionalidade entre direitos econômicos e políticos é colocada de lado, com o objetivo de se evitar que atividades essenciais para a segurança, defesa e manutenção da ordem pública não sofram ingerência de estrangeiros, bem como buscar a estabilidade na prestação de serviços ou a garantia de abastecimento de determinado bem²⁷⁸. Por este motivo, é entendido que as *golden shares* podem ser comparadas a verdadeiros instrumentos direitos de política pública²⁷⁹.

No entanto, por se tratar de classe de ações preferenciais, as *golden shares* não fogem à regra geral, devendo o estatuto social atribuir-lhes ao menos uma vantagem econômica, adicionalmente aos direitos políticos privilegiados²⁸⁰. Com relação às vantagens políticas, os direitos particulares às *golden shares* deverão estar claramente descritos no edital de privatização, bem como no estatuto social da companhia. Adicionalmente, é fundamental que haja justificativa razoável para a criação desta classe de ações.

Ainda que no §7º do art. 17 não conste expressamente a obrigatoriedade de justificativa do ente desestatizante, como havia em leis de privatizações anteriores, é indispensável a apresentação das razões que levaram à criação desta classe de ações²⁸¹, uma vez que esta representa uma clara intervenção do Estado (do domínio público) no âmbito da iniciativa privada (do domínio privado)²⁸². Por esta razão, a emissão das *golden*

especiais em determinadas matérias, as quais deverão ser caracterizadas nos seus estatutos sociais.” (Grifos nossos).

²⁷⁶ EIZIRIK, Nelson. Op. Cit., vol. 1, p. 170.

²⁷⁷ VERÇOSA, Haroldo Op. Cit., p. 141.

²⁷⁸ PELA, Juliana Krueger. Op. Cit., pp. 156-157.

²⁷⁹ CARVALHOSA, Modesto. Vol. 1, Op. Cit. p. 231.

²⁸⁰ EIZIRIK, Nelson. Op. Cit., vol. 1, p. 170.

²⁸¹ CARVALHOSA, Modesto. Vol. 1, Op. Cit. p. 231.

²⁸² MAMEDE, Gladston. Op. Cit., p. 436.

shares somente será permitida em virtude da prevalência do interesse público no que se refere à manutenção das atividades empresariais privatizadas e à qualidade dos serviços prestados. Nestes casos, mesmo que a classe de ações especial seja composta por uma única *golden share*, será assegurado ao Estado grande poder político na companhia, podendo intervir no destino da sociedade anônima privatizada.

5.2.3. As classes de ações no Brasil e no exterior

De acordo com o exposto nos itens anteriores deste capítulo, as classes de ações ordinárias e preferenciais, conforme autorizado pela Lei das S.A., permitem que sejam atribuídas vantagens políticas específicas a determinadas ações da companhia, independentemente do número de ações integrantes da classe especial. Este recurso é utilizado por companhias, não apenas no Brasil, mas também no exterior, como uma alternativa para estruturação do seu poder político interno, de forma a melhor atender as particularidades e necessidades de cada empresa.

Como relação ao direito de eleger, em votação em separado, membros da administração da sociedade, esta alternativa é aplicada em casos diversos, como para assegurar a influência de acionistas fundadores na gerência da companhia, ou mesmo para conferir a preferencialistas, sem direito de voto, uma garantia de maior representatividade na sociedade, reforçando as práticas de boa governança corporativa da empresa.

Este foi o caso da Gol Linhas Aéreas Inteligentes S.A., já mencionado no item 5.1.3 deste trabalho, que assegurou a suas ações preferenciais de classe especial, sem direito a voto, o direito de eleger 02 (dois) membros do seu conselho de administração, caso o acionista controlador passasse a deter um número de ações que representasse uma determinada participação nos dividendos da sociedade, conforme definido em seu estatuto social²⁸³. Esta maior representatividade dos preferencialistas foi criada no âmbito da mesma operação que culminou na emissão de ações “superpreferenciais” pela companhia.

²⁸³ De acordo com o §3º do artigo 18 da Gol. Adicionalmente, vale ressaltar que a companhia também garantiu maior participação de membros independentes em seu conselho de administração, de acordo com a porcentagem de participação nos dividendos devida ao acionista controlador.

Situação semelhante foi verificada na estrutura proposta pela Azul, também discutida no item 5.1.3 deste trabalho, em sua tentativa de abertura de capital, que garantia maior representatividade aos preferencialistas. Na época, de acordo com os votos proferidos pelos membros do colegiado de diretores da CVM, foi considerada positiva a iniciativa da companhia de conferir maiores poderes às ações preferenciais para eleger um número maior de representantes no conselho de administração da sociedade²⁸⁴. Assim, verifica-se que, em algumas situações, a criação de classes preferenciais pode representar uma ferramenta para o reequilíbrio da distribuição de poderes entre acionistas de uma companhia e, desta forma, tornar mais atraente a subscrição de suas ações.

Quanto à possibilidade de veto a determinadas alterações estatutárias, este direito é comumente encontrado caso sejam emitidas *golden shares* pela companhia, discutidas no item anterior deste trabalho. Ainda que esta classe especial de ações possa conferir direitos mais abrangentes aos entes públicos, o direito de veto é uma vantagem política frequentemente associada às *golden shares*. Como exemplo, o estatuto social da Vale S.A., companhia privatizada em 1997, condiciona quaisquer modificações estatutárias à sua aprovação pela classe especial²⁸⁵, bem como a Embraer S.A. determina que a mudança da denominação da companhia, ou de seu objeto social, dependerá do aval da *golden share* detida pela União²⁸⁶. Em ambos os casos, o direito de veto a alterações estatutárias é apenas uma entre várias matérias que dependem do consentimento do Estado, tais como

²⁸⁴ Nas palavras da diretora Ana Novaes, relatora do Processo CVM n.º RJ2013/5993, que julgou o recurso da Azul S.A. contra o indeferimento de seu pedido de registro como companhia aberta: “Na estrutura proposta pela AZUL, considero salutar que o acionista controlador esteja dando mais poderes para os acionistas preferencialistas e minoritários para elegerem membros para o conselho.” (transcrito da página 15 do voto da diretora, disponível em <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoies/anexos/0010/8923-2.pdf>. Acesso em 08 de janeiro de 2017). Da mesma forma, assim defendeu a diretora Luciana Dias, ao julgar o mesmo processo: “A estrutura de governança da Azul assegura uma representação significativa dos superpreferencialistas no conselho de administração, além de contar com conselheiros independentes. As superpreferenciais também conferem aos seus titulares o direito de votar nas decisões mais relevantes para a Companhia, inclusive sobre a remuneração dos administradores, caso tal remuneração ultrapasse um determinado patamar. Assim, a meu ver, a Azul tem mecanismos de governança e de alinhamento de interesses que mitigam o potencial desalinhamento causado pela desproporção entre poderes políticos e contribuição econômica.” (transcrito da página 3 do voto da diretora, disponível em <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoies/anexos/0010/8923-3.pdf>. Acesso em 08 de janeiro de 2017).

²⁸⁵ De acordo com o artigo 7º do estatuto social da Vale S.A., disponível em: http://www.vale.com/PT/investors/company/corporate-governance/Documents/EstatutoSocial_p.pdf (Acesso em 08 de janeiro de 2017).

²⁸⁶ Conforme disposto no artigo 9º do estatuto social da Embraer S.A., disponível em: <http://ri.embraer.com.br/show.aspx?idCanal=GrwYNw/VreTxNQQRDdOgKA==> (Acesso em 08 de janeiro de 2017).

mudanças na sede da sociedade, liquidação da companhia ou mesmo transferência do controle acionário.

As classes especiais de ações também ganharam destaque em ofertas realizadas nos últimos anos em mercados de capitais estrangeiros. Ainda que cada legislação de cada país possa prever restrições e limites específicos, é certo que a maioria das nações europeias, além dos EUA, permite que suas companhias emitam ações pertencentes a múltiplas classes – apresentando poderes políticos distintos – e estão, em maior ou menor grau, também presentes em seus mercados de ações²⁸⁷. Por outro lado, alguns países ainda apresentam maiores restrições para admitir diferentes classes acionárias em suas companhias abertas.

Nestes casos, os principais argumentos contrários às classes de ações referem-se ao possível aumento de custos de agência e abusos dos acionistas controladores²⁸⁸. Por estas razões, e devido à forte pressão de investidores institucionais, ações de diferentes classes são raras na bolsa de Londres (*London Stock Exchange*) e não são permitidas para as companhias listadas no segmento *premium* desta bolsa²⁸⁹. Já na bolsa de Tóquio, em 2008, foram implementadas alterações ao seu regulamento que flexibilizaram as restrições à emissão de ações de classes diversas. Atualmente, a proposta para este tipo de emissão, na bolsa japonesa, está sujeita a uma avaliação individual, caso a caso, que deverá determinar se a estrutura sugerida pela companhia respeita os interesses dos seus acionistas e, em caso afirmativo, autorizará a criação de classes acionárias com diferentes direitos políticos²⁹⁰.

Ainda que haja maior resistência em alguns mercados, a flexibilização da regra do *one share, one vote* e o crescimento de ofertas com classes diversas de ações parecem ser tendências das principais bolsas mundiais. Em grande parte, tal fenômeno se deve à

²⁸⁷ Com relação à emissão de ações de diferentes classes na Europa, EUA e outros países, ver: KHACHATURYAN, Arman. Op. Cit.; e BEAUFORT, Viviane De. Op.Cit. (para informações sobre o assunto na Europa); FERRARINI, Guido Alessandro. Op. Cit. (especialmente para um comparativo entre a abordagem do tema nos EUA e Europa); e XIAO HUANG, Flora, Dual Class Shares Around the Top Global Financial Centres. *Journal of Business Law (Forthcoming)*. University of Leicester School of Law Research Paper, nº 16/29, junho, 2016. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2793605>. Acesso em 08 de janeiro de 2017 (aborda a evolução das classes de ações nas bolsas de Nova York, Londres, Hong Kong, Singapura e Tóquio).

²⁸⁸ LIN, Yu-Hsin; e MEHAFFY, Thomas. *Open Sesame: The Myth of Alibaba's Extreme Corporate Governance and Control*. Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law, vol. 10, Issue 2, primavera, 2016, p 441.

²⁸⁹ XIAO HUANG, Flora. Op. Cit. pp. 10-12.

²⁹⁰ *Idem*, p. 20.

preferência de parte das companhias por estruturas deste tipo, como foi o caso da abertura de capital da Alibaba Group Holding Limited, caso que ganhou grande destaque mundialmente e colocou em evidência a importância, pelo menos para parte das companhias, da divisão de suas ações em diferentes classes.

Em setembro de 2014, a Alibaba, companhia de origem chinesa que atua na área de comércio eletrônico, realizou o então maior IPO da história, na casa dos US\$25 bilhões, passando a negociar suas ações na bolsa de Nova York (*New York Stock Exchange*)²⁹¹. No entanto, antes que a oferta fosse realizada na bolsa americana, a companhia passou meses em negociação com a bolsa de Hong Kong, fundamentalmente devido à proibição desta bolsa em listar companhias emissoras de ações que permitissem maiores poderes políticos a determinadas classes de ações²⁹².

A estrutura política da companhia estava baseada na emissão de ações, pertencentes a classes especiais, que garantiriam a um grupo de 20 dos principais executivos da empresa – liderados pelo fundador da companhia, Jack Ma – o direito de eleger a maioria dos membros do seu conselho de administração, ainda que este direito político não guardasse proporção com seus direitos econômicos²⁹³. Devido à negativa da bolsa de Hong Kong em listar ações de diferentes classes, a companhia recorreu à bolsa de Nova York, que admite tais desvios da regra do *one share, one vote*, desde que estes sejam devidamente divulgados e esclarecidos pela sociedade²⁹⁴.

A emissão das ações da Alibabá seguiu uma tendência iniciada com diversas companhias de tecnologia americanas, entre elas, as gigantes Google, Facebook, LinkedIn e Groupon²⁹⁵. Tanto no caso das companhias do Vale do Silício americano, quanto no que

²⁹¹ Para informações detalhadas do caso, ver: LIN, Yu-Hsin; e MEHAFFY, Thomas. Op. Cit., pp. 437-472.

²⁹² Sobre a questão, ver MEDEIROS, Lucas. *O caso da Alibabá e o debate sobre os méritos de companhias controladas*. Revista RI, maio de 2014; e CHEN, Liyan; Mac, RYAN; Solomon, Brian. *Alibaba Claims Title for Largest Global IPO Ever with Its Extra Share Sales*, FORBES, setembro, 2014, disponível em <http://www.forbes.com/sites/ryanmac/2014/09/22/alibaba-claims-title-for-largest-global-ipo-ever-with-extra-share-sales/#c9afbaa7c26d> (Acesso em 08 de janeiro de 2017).

²⁹³ Vale notar que a estrutura proposta pela empresa em muito se assemelha às prerrogativas autorizadas pela Lei das S.A. brasileira, no que diz respeito à possibilidade de assegurar a determinadas classes de ações o direito de eleger membros da administração, por votação em separado.

²⁹⁴ LIN, Yu-Hsin; e MEHAFFY, Thomas. Op. Cit., p. 442.

²⁹⁵ VINAÏMONT, Tom; SERCU, Piet. Deviations from 'One Share, One Vote' Can Be Optimal: An Entrepreneur's Point of View. *AFA 2004 San Diego Meetings; KULeuven DTEW Working Paper*, 2008, p. 2. Disponível em <https://ssrn.com/abstract=302916> (Acesso em 08 de janeiro de 2017). Sobre o mesmo assunto, ver também: JOHNSON, Steve. *Mantra of 'one share, one vote' is under fire*, The Financial Times,

se refere à oferta da Alibabá, a principal justificativa apresentada por estas companhias para emissão de ações com diferentes classes, que protegem acionistas fundadores e outros diretamente ligados à condução da empresa, refere-se à necessidade de favorecer a criação de valor à sociedade, em longo prazo²⁹⁶, além de incentivar o desenvolvimento de ideias inovadoras²⁹⁷, essenciais ao sucesso destas companhias em um mercado competitivo.

De forma geral, apenas uma pequena minoria das companhias abertas norte-americanas emitem ações de duas, ou mais, classes. No entanto, este número vem crescendo nos últimos anos²⁹⁸ com a adesão de importantes empresas a esta estrutura política, em especial as já referidas companhias do Vale do Silício. Além disso, algumas tradicionais companhias norte-americanas, como a Berkshire Hathaway Inc., são comumente apontadas como exemplos nos quais a figura do sócio fundador – no caso da Berkshire, o fundador Warren Buffet – é fundamental para o sucesso da companhia e, por esta razão, justificável a existência de classes diferentes de ações que assegurem sua posição como controlador da companhia (ainda que de forma desproporcional aos seus direitos econômicos)²⁹⁹.

Se a emissão de ações de classes diversas tem se tornado mais comum nos últimos anos nos EUA, na Europa esta prática é tradicional em muitos países. Ainda que sejam também verificadas em diversas outras nações europeias, a Suíça, Holanda e os países escandinavos, por exemplo, se destacam por apresentar grande número de ofertas de ações que garantem poderes políticos privilegiados a determinadas classes acionárias³⁰⁰. Com base nestes exemplos, é possível concluir que, embora a regra de “um voto por ação” seja o padrão adotado pelas legislações societárias das principais economias mundiais, esta regra está longe de representar um sistema universalmente aceito. Neste cenário, as classes de

fevereiro, 2015, disponível em: <https://next.ft.com/content/a7c53fe0b78911e4981d00144feab7de> (Acesso em 08 de janeiro de 2017).

²⁹⁶ LIN, Yu-Hsin; e MEHAFFY, Thomas. Op. Cit., p. 441.

²⁹⁷ MEDEIROS, Lucas. Op. Cit. p. 31.

²⁹⁸ Sobre este crescimento: “In general, about 6 percent of U.S. public companies have dual- or multiple-class shares, “comprising around 8 percent of the market capitalization of all firms.” However, this number has increased drastically over the past decade, as U.S. technology companies and U.S.-listed Chinese firms have more widely adopted dual-class share structures.” (Cf. LIN, Yu-Hsin; e MEHAFFY, Thomas. Op. Cit., p. 440).

²⁹⁹ Para maiores informações sobre a estrutura política da Berkshire Hathaway, ver: CUNNINGHAM, Lawrence A., Berkshire's Disintermediation: Buffett's New Managerial Model. *Wake Forest Law Review*, nº 50, 2015. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=2602825> (Acesso em 08 de janeiro de 2017).

³⁰⁰ Beaufort, Viviane. Op. Cit., p. 12.

ações com vantagens políticas se destacam como uma das principais alternativas à regra padrão.

5.3. Limitação ao número de votos por acionista

De acordo com o parágrafo primeiro do art. 110 da Lei das S.A., é permitido às companhias estabelecer em seus estatutos uma limitação ao número de votos atribuídos a cada um de seus acionistas³⁰¹. Esta regra de voto possibilita, assim, que acionistas com grande disparidade no número de ações por eles detidas apresentem poder político semelhante – ou mesmo idêntico. Assim como as demais regras de voto alternativas analisadas neste trabalho, a limitação de votos por acionista permite um desequilíbrio entre direitos políticos e econômicos. No entanto, diferentemente das regras analisadas até o momento, a lógica deste sistema de votação não se baseia nas características de determinada espécie ou classe de ação, mas, ao contrário, se volta para a figura do acionista.

Neste sentido, é notável que o diploma legal que regula as sociedades anônimas no Brasil, tipo societário criado como sociedade de capital, tenha previsto a limitação de voto por acionista³⁰². Ao possibilitar que, no limite, cada acionista tenha direito a um único voto, independentemente de sua participação social, a limitação do número de votos por acionista permite uma maior aproximação do sistema de votação das assembleias gerais aos princípios da democracia estatal³⁰³.

5.3.1. Principais características da limitação de votos de cada acionista

A prerrogativa de limitar o número de votos por acionista já constava, com a mesma redação, no art. 80 do Decreto-Lei nº 2.657/40. Tanto antes quanto agora, a função usualmente relacionada a este dispositivo consiste na proteção da minoria acionária (que, proporcionalmente, adquire maior relevância política) e minimização do poder de controle

³⁰¹ Conforme redação do referido dispositivo legal, a seguir transcrita: “Art. 110. (...) §1º O estatuto pode estabelecer limitação ao número de votos de cada acionista.”

³⁰² RIBEIRO, Renato Ventura. Op. Cit., p. 187.

³⁰³ Como já exposto no Capítulo 3 deste trabalho, a democracia política é baseada no princípio de “um voto por pessoa”.

dos detentores de grandes lotes de ações, evitando seu predomínio absoluto nas assembleias de acionistas³⁰⁴. A possibilidade de limitar o número de votos de cada acionista é prevista não apenas pela norma brasileira, mas também está presente em diversas legislações societárias ao redor do mundo, como França, Suíça, Alemanha e Portugal³⁰⁵.

A regra padrão – de um voto por ação – como visto anteriormente, promove a distribuição do poder político nas companhias com base no número de ações detidas por cada acionista, o que, ao menos em parte dos casos³⁰⁶, estabelece uma relação de proporcionalidade entre o capital investido na companhia e o poder de voto. Contudo, esta mesma regra também possibilita, com base no mesmo raciocínio, que deliberações realizadas em assembleia sejam definidas por um pequeno grupo de acionistas – ou, até mesmo, por um único acionista, isoladamente – restringindo significativamente a influência política dos demais acionistas na companhia.

A limitação do número de votos por acionista inverte a lógica exposta acima. Quando aplicada em uma deliberação assemblear, esta regra de voto possibilita a inclusão de acionistas minoritários nas decisões de sua sociedade. Usualmente, a fixação do limite máximo de votos é realizada com base no número absoluto de votos que podem ser manifestados por cada acionista. Desta forma, pode o estatuto prever que, por hipótese, cada acionista terá direito a, no máximo, 50 votos. Neste caso, um acionista com 40 ações terá 40 votos, com 50 ações, 50 votos e, finalmente, com 60 ações, os mesmos 50 votos.

No entanto, a lei brasileira permite que a limitação de votos por acionista seja realizada também de outras maneiras, tais como: (a) número de ações determinado pelo

³⁰⁴ Esta é a função apontada por Trajano de Miranda Valverde e Modesto Carvalhosa, ao comentar os dispositivos correspondentes do Decreto-Lei nº 2.657/40 e da Lei 6.404/76, respectivamente: “O decreto-lei, seguindo a orientação das modernas legislações, conferiu a cada ação ordinária ou comum um voto nas deliberações da Assembleia Geral, procurando, por essa forma, assegurar à minoria a realização dos seus direitos. E, ainda, com o objetivo de evitar o absoluto predomínio da maioria, permite que os estatutos estabeleçam limitações ao número de votos de cada acionista. Quer isso dizer, que os estatutos podem determinar que nenhum acionista terá mais que x votos nas deliberações da Assembleia Geral.” (Cf. VALVERDE, Trajano de Miranda. Op. Cit., vol. 2, pp. 54-55); e “O fundamento da limitação do número de votos de cada acionista é a proteção da minoria e a minimização do poder de controle da companhia pelos detentores de grandes lotes de ações.” (Cf. CARVALHOSA, Modesto, vol. 2, Op. Cit. pp. 401 e 402).

³⁰⁵ LAMY FILHO, Alfredo; Bulhões Pedreira, José Luiz. *A lei das S.A.: (pressupostos, elaboração, aplicação)*. 2ª Ed., Rio de Janeiro: Renovar, vol. 2, 1996, p. 73; e Beaufort, Viviane De. Op.Cit., pp. 5-10.

³⁰⁶ Como tratado no capítulo 4.2 deste trabalho, a emissão de ações sem valor nominal possibilita desequilíbrios entre o capital investido na companhia e direitos políticos dos acionistas, mesmo no que se refere ao sistema de “um voto por ação”.

respectivo valor nominal, ou por determinada porcentagem do valor do capital social; (b) porcentagem do número total de ações votantes da companhia ou das ações votantes cujos titulares estejam presentes ou representados na assembleia; ou (c) relação decrescente com o número de ações de que o acionista é titular³⁰⁷.

Interessante notar que a Lei das S.A., de um lado, vedou a ampliação do poder político de acionistas por meio de ações com voto plural, mas, de outro, permitiu sua restrição com a previsão de limites de votos por acionista – favorecendo, assim, acionistas minoritários. Adicionalmente, ressalta-se que não se trata aqui de voto censitário. Não pode, desta forma, estabelecer o estatuto um limite mínimo de ações para que o direito de voto possa ser exercido³⁰⁸. Ao contrário, é autorizada tão somente a imposição de um limite máximo de votos a ser conferido por cada acionista nas deliberações da companhia.

Caso esta regra seja aplicada de forma irrestrita a todas as deliberações de determinada companhia, é possível imaginar que alguns problemas possam ser enfrentados pela sociedade, em especial com relação à captação de novos recursos³⁰⁹. Isto porque, nesta hipótese, seus acionistas podem se sentir menos incentivados a investir na companhia, caso os novos aportes não resultem em qualquer acréscimo do seu poder político na empresa. Por outro lado, a limitação do número de votos por acionista pode ser prevista no estatuto para determinadas matérias apenas, o que pode garantir maior participação em decisões relevantes para a companhia, ou mesmo sobre matérias que afetem direitos individuais de acionistas.

Alguns autores defendem que a limitação de votos somente poderia ser aplicada, caso esta atingisse todos os acionistas da companhia, sem qualquer exceção, por considerar que a função desta regra seria o de proteger a minoria acionária³¹⁰. No entanto, este

³⁰⁷ LAMY FILHO, Alfredo; Bulhões Pedreira, José Luiz. *A lei das S.A.: (pressupostos, elaboração, aplicação)*, vol. 2, Op. Cit., p. 75.

³⁰⁸ Nas palavras de Modesto Carvalhosa: “Desde logo deve-se entender que o preceito não pode prejudicar o direito dos acionistas minoritários. O que pode, pois o estatuto estabelecer é o número máximo de votos de cada acionista, e não o número mínimo que cada acionista deve possuir para poder exercer o direito de voto. Com efeito, a lei expressamente estabelece que a cada ação ordinária corresponde um voto nas deliberações da assembleia geral, o que não poderá ser suprimido pelo estatuto, já que se trata de preceito de ordem pública.” (Cf. CARVALHOSA, Modesto, vol. 2, Op. Cit. p. 401).

³⁰⁹ RIBEIRO, Renato Ventura. Op. Cit., p. 188.

³¹⁰ Neste sentido: “O fundamento da limitação do número de votos de cada acionista é a proteção da minoria e a minimização do poder de controle da companhia pelos detentores de grandes lotes de ações. Daí somente

entendimento não deve prosperar. Como defendido por outra parte da doutrina, tal limitação pode ser perfeitamente considerada apenas para determinada classe de ações, exercendo, neste caso, função semelhante à supressão pura e simples do direito de voto³¹¹.

Esta permissão, no entanto, não deve ser entendida como um consentimento a abusos no exercício do direito de voto pelas demais classes acionárias, devendo ser respeitados os dispositivos legais que tratam do exercício do direito de voto em favor da companhia, como disposto no art. 115 da Lei das S.A. Tampouco é possível admitir a limitação do número de votos apenas de determinados acionistas, devendo tal restrição sempre atingir a todos acionistas de uma mesma classe.

Por outro lado, a possibilidade de limitar o número de votos de acionistas de uma determinada classe acionária pode, por exemplo, ser salutar no caso de deliberações que decidirão sobre a modificação de direitos específicos desta classe. Neste caso, por se tratar de alterações que usualmente interferem em direitos individuais de acionistas, como é o caso de modificações nas vantagens políticas oferecidas a uma determinada classe de ações preferenciais, a limitação do número de votos por acionista, na assembleia especial dos preferencialistas afetados, poderá ser uma boa alternativa para garantir uma deliberação mais democrática e adequada à defesa dos interesses daqueles acionistas.

5.3.2. O voto por cabeça

Como visto, a Lei das S.A. não estabelece qualquer restrição para a fixação dos limites de votos de acionistas. Assim, pode o estatuto social prever que cada acionista terá direito a, no máximo, 100 votos, 50 votos, 5 votos ou, até mesmo, um único voto nas deliberações em assembleia, independentemente de sua participação social na companhia. Neste último caso, as deliberações serão, então, tomadas de acordo com a regra de “uma pessoa, um voto”. Este é um exemplo muito interessante, pois se trata do extremo oposto à

se admitir a restrição estatutária se ela alcançar a todos os acionistas, sem exceção.” (Cf. CARVALHOSA, Modesto, vol. 2, Op. Cit. pp. 401-402).

³¹¹ Assim defendeu Fábio Konder Comparato: “Mas, em contrapartida, a limitação de votos estatuída apenas para uma classe de ações, como permite o direito brasileiro (Lei 6.404/76, art. 111), exerce as mesmas funções de concentração do poder acionário que a supressão pura e simples do direito de voto.” (Cf. COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. Op. Cit., p. 189). No mesmo sentido, Nelson Eizirik: “Vale ressaltar que, face ao disposto no §1º do artigo 109, a limitação ao número de votos de cada acionista não pode aplicada apenas a determinados acionistas, mas a todos os titulares de ações da mesma classe.” (Cf. EIZIRIK, Nelson. Op. Cit., vol. 1, p. 628).

logica econômica do voto por ação – na qual um único sócio poderia deter quase a totalidade do poder político.

Este sistema de votação certamente é mais comum em sociedades de pessoas, não apenas pelo caráter *intuitu personae* dos sócios, como pela responsabilidade ilimitada característica desta forma de sociedade, o que justificaria maior poder de participação nas decisões³¹². No caso das cooperativas, por exemplo, cada associado tem direito a um voto, qualquer que seja o número de suas quotas-partes³¹³. Contudo, isto se deve essencialmente à finalidade das cooperativas, que não podem apresentar finalidade lucrativa, e cujos associados tem por objetivo principal desfrutar dos serviços prestados pela cooperativa (conforme art. 3º da Lei 5.764/71).

O voto por cabeça, também conhecido como princípio viril ou igualitário³¹⁴, apresenta forte semelhança com o sistema eleitoral da democracia política e, por se centrar na figura do acionista, é de difícil aplicação em sociedades anônimas, especialmente caso este seja utilizado em todas as deliberações da empresa. No entanto, o voto por cabeça pode ser uma alternativa interessante a algumas companhias caso seja empregado em decisões específicas, especialmente quando estas tratarem de direitos individuais dos acionistas – como referido no item anterior deste trabalho.

Este sistema de votação já esteve fortemente presente na prática das companhias, sendo a regra de votação padrão de sociedades americanas³¹⁵ e francesas³¹⁶, durante o século XIX. Adicionalmente, em anos mais recentes, a regra de um voto por acionista foi prevista em legislações estrangeiras no que se refere às assembleias de constituição de novas sociedades, como foi o caso dos Códigos Comerciais italianos revogados³¹⁷.

No entanto, um dos problemas que podem ser apontados em relação a este sistema, além da crítica já realizada no item anterior sobre desincentivos a novos investimentos –

³¹² RIBEIRO, Renato Ventura. Op. Cit., p. 188.

³¹³ De acordo com o *caput* do art. 42 da Lei 5.764/71, a seguir transcrito: “Art. 42. Nas cooperativas singulares, cada associado presente não terá direito a mais de 1 (um) voto, qualquer que seja o número de suas quotas-partes.”

³¹⁴ RIBEIRO, Renato Ventura. Op. Cit., p. 187.

³¹⁵ Como exposto no capítulo 2.2 deste trabalho.

³¹⁶ Assim entendeu Renato Ventura Ribeiro: “No direito positivo, a regra parece ter sido adotada pelo Código Comercial francês até a edição da Lei de 1867.” (Cf. RIBEIRO, Renato Ventura. Op. Cit., p. 187).

³¹⁷ *Idem*.

aplicável a qualquer hipótese de limitação do número de votos de acionistas, de forma geral – se refere à facilidade de burlá-lo mediante a cessão de ações a diversas pessoas, usualmente conhecidas como “laranjas”, que votarão de acordo com a orientação do cedente. Importante destacar que não se trata aqui de simples constituição de mandatários, uma vez que, conforme esclarecido por Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira, o limite de voto se aplica separadamente a cada acionista – seja aos votos exercidos pessoalmente por ele ou através de mandatário³¹⁸. Contudo, ao efetivamente ceder suas ações a pessoas distintas, ficando apenas com uma ação e tornando-se representante dos cessionários, o grupo com maior participação no capital social poderá eliminar os efeitos da regra de um voto por ação³¹⁹.

Este problema naturalmente induz a uma reflexão sobre a melhor aplicação desta regra de voto. Curiosamente, se, por um lado, a limitação de um voto por cabeça é mais adequada a sociedades de pessoas, ou mesmo companhias *intuitu personae*³²⁰, já que este sistema desconsidera os investimentos realizados pelos acionistas na sociedade, por outro lado, tal regra de voto será mais dificilmente burlada quando aplicada em deliberações de sociedades anônimas abertas, nas quais o elevado número de acionistas naturalmente impõe um enorme desafio para que os acionistas majoritários possam ceder suas ações em número suficiente, de modo a eliminar os efeitos da regra. Conforme será exposto no capítulo a seguir, ainda que não seja frequente a aplicação desta regra por companhias abertas, a limitação de votos por acionista é também encontrada no mercado de capitais brasileiro e estrangeiros.

5.3.3. A limitação de votos por acionista em companhias abertas e fechadas

A possibilidade de limitar o número de votos de cada acionista de uma companhia permite, a princípio, que a influência de grandes acionistas controladores na sociedade seja minimizada – em comparação ao resultado que seria esperado, de acordo com a regra do *one share, one vote* – incentivando, assim, a participação de um número maior de acionistas nas deliberações em assembleia.

³¹⁸ LAMY FILHO, Alfredo; Bulhões Pedreira, José Luiz. *A lei das S.A.: (pressupostos, elaboração, aplicação)*, vol. 2, Op. Cit., p. 77.

³¹⁹ RIBEIRO, Renato Ventura. Op. Cit., p. 189.

³²⁰ *Idem*.

Como visto, alguns autores defendem que esta regra não seria adequada a sociedades de capital por ser incompatível com a lógica capitalista, uma vez que a limitação de votos por acionista ressaltaria a importância da figura do sócio – seria, assim, mais indicada a sociedades de pessoas – e desestimularia o maior aporte de capitais sem a contrapartida de aumento do poder político³²¹. Considerando estes argumentos, seria possível concluir que esta regra de voto seria indicada apenas a sociedades anônimas fechadas, nas quais fosse verificado o caráter *intuitu personae* dos sócios.

No entanto, conforme exposto por Nelson Eizirik, a limitação do número de votos por acionista incentiva a “pulverização” de ações, o que pode ser salutar para companhias abertas³²². Isto pode ser explicado pelo caráter protecionista desta regra em relação a acionistas minoritários. Desta forma, um investidor que deseje participar da vida política da companhia, mesmo com aportes menores em seu capital, procurará adquirir ações de companhias que prevejam a limitação do número de votos em seus estatutos. Nestes casos, o resultado esperado será de uma base acionária mais numerosa, composta de pequenos investidores³²³.

Como exposto anteriormente, a limitação de votos poderá ser prevista apenas para deliberações específicas, o que certamente facilita sua aplicação prática. Assim, o caráter democrático deste sistema de votação pode ser utilizado, inclusive, como uma forma de fortalecer a imagem da companhia no mercado, atraindo um número maior de investidores. Em outros casos, a restrição do número de votos por acionista pode representar uma garantia de que algumas das características fundamentais da companhia – como seu objeto, sua estrutura administrativa ou sua política de distribuição de dividendos – não poderão ser livremente modificados pela vontade exclusiva de acionistas majoritários. Para tanto, bastará que o estatuto social da companhia em questão estabeleça que, para a alteração destes pontos fundamentais, será necessária a aprovação dos acionistas, em votação com

³²¹ RIBEIRO, Renato Ventura. Op. Cit., p. 188.

³²² EIZIRIK, Nelson. Op. Cit., vol. 1, p. 627.

³²³ Sobre este ponto, importante frisar que o Regulamento do Novo Mercado e do Nível 2 da BM&FBOVESPA, ambos em seus itens 3.1.1., proíbem que sejam incluídas nos estatutos sociais das companhias listadas nestes segmentos, disposições que limitem o número de votos de acionista ou grupo de acionistas em percentuais inferiores a 5% (cinco por cento) do capital social. Tal vedação não é encontrada nos demais segmentos de listagem desta bolsa.

limitação do número de votos por acionista – transferindo, desta forma, o poder decisório para um número maior de acionistas da sociedade.

Medidas protetivas como estas podem ser especialmente relevantes no caso de companhias abertas. Como um interessante exemplo, é possível citar o caso das Lojas Renner S.A., considerada a primeira *corporation* brasileira, ou seja, uma companhia com controle totalmente disperso devido à pulverização do capital social da companhia. Em 2005, a J.C. Penney Brazil, Inc., controladora da Lojas Renner S.A. desde 1998³²⁴, com o objetivo de sair do Brasil, optou por realizar uma grande reestruturação na companhia, convertendo todas suas ações preferenciais em ordinárias e vendendo sua participação de 98% na companhia de forma pulverizada no mercado³²⁵.

Nesta mesma operação, foi incluído no estatuto social da companhia que qualquer pessoa que se tornasse titular de ações em quantidade igual ou superior a 20% do total de ações emitidas pela companhia estaria obrigado a realizar uma oferta pública para aquisição da totalidade de ações da Lojas Renner³²⁶. Este mecanismo de defesa da dispersão acionária – conhecido no direito norte-americano como “*poison pill*”³²⁷ – foi previsto no estatuto social da companhia juntamente com outra cláusula, a qual determina que a alteração ou exclusão do referido mecanismo de defesa somente estaria autorizada, em caso de aprovação pela maioria dos acionistas presentes em assembleia, sendo

³²⁴ Conforme informações do website da companhia, no seguinte endereço eletrônico: <http://www.lojasrenner.com.br/institucional>. Acesso em 08 de janeiro de 2017.

³²⁵ Para maiores informações sobre o caso das Lojas Renner, ver: TONUSSI, Érico Lopes; JOST, Mariana Silveira Martins. Op. Cit. p. 343.

³²⁶ De acordo com o *caput* do artigo 42 do estatuto social da Lojas Renner S.A., transcrito a seguir: “Artigo 42 - Qualquer pessoa ou Grupo de Acionistas que adquira ou se torne titular de ações de emissão da Companhia, em quantidade igual ou superior a 20% (vinte por cento) do total de ações de emissão da Companhia (“Acionista Comprador”) deverá, no prazo máximo de 60 (sessenta) dias a contar da data de aquisição ou do evento que resultou na titularidade de ações em quantidade igual ou superior a 20% (vinte por cento) do total de ações de emissão da Companhia, realizar ou solicitar o registro de, conforme o caso, uma OPA da totalidade das ações de emissão da Companhia, observando-se o disposto na regulamentação aplicável da CVM, os regulamentos da BM&FBOVESPA e os termos deste Artigo.”. Disponível em: http://www.mzweb.com.br/renner/web/download_arquivos.asp?id_arquivo=87E94A90-BF8D-4F06-98DC-2402761A51BC. Acesso em 08 de janeiro de 2017.

³²⁷ As *poison pills* são já tradicionais no direito norte-americano, cujo mercado acionário é caracterizado pela presença de companhias com capital disperso – realidade diversa do mercado brasileiro e da maior parte dos demais mercados estrangeiros. Sobre o funcionamento das *poison pills* nos EUA, interessante citar o exemplo dado por Bernard Black: “A typical flip-in poison pill works as follows. If any person or group acquires beneficial ownership of more than a threshold percentage of a company’s stock, every other shareholder can buy a large amount of a common stock equivalent from the company for a low price. This destroys most of the value of the large shareholder’s investment. Companies commonly use a 20% threshold percentage, and some go as low as 10%, with a strong trend over time to lower thresholds.” (Cf. BLACK, Bernard S. Shareholder Passivity Reexamined, *Michigan Law Review*, vol. 89, dezembro de 1990, pp. 550).

computados, neste caso, apenas um voto por acionista (independentemente de sua participação no capital social da companhia).

Ainda que possa ser discutido se a inclusão destas cláusulas foi, de fato, benéfica à sociedade³²⁸, não resta dúvida do poder concedido aos pequenos acionistas da companhia – por meio da previsão de deliberação com voto por cabeça – no âmbito de uma tentativa de tomada de controle hostil³²⁹. Conforme já apontado por Fábio Konder Comparato, a limitação do número de votos de cada acionista pode ser considerado um antídoto à concentração do poder de controle e é, portanto, uma cláusula que representa defesa contra processos de escalada ao poder, no que se refere a companhias com grande dispersão acionária e controle minoritário³³⁰.

No Brasil, outras companhias abertas, como a Embraer S.A. e a própria BM&FBOVESPA, também incluíram em seus estatutos cláusulas de limitação do número de votos, determinando que nenhum acionista poderá exercer votos em número superior a 5% e 7%, respectivamente, do número de ações em que se dividir o capital social destas companhias³³¹. Em mercados de capitais estrangeiros, a limitação de votos por acionista também se faz presente. Como exemplo, o estatuto social da Volkswagen, na Alemanha, determina que nenhum acionista poderá exercer votos em número superior a 20% de seu capital social³³².

Desta forma, verifica-se que a limitação do número de votos por acionista, como regra de voto, pode ser uma alternativa interessante tanto para pequenas companhias fechadas, que apresentem sócios com caráter *intuitu personae*, quanto para grandes

³²⁸ MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel; MELO, Vitor de Britto Lobão. Análise prática e considerações sobre a realidade e a aplicação das medidas de proteção à tomada de controle hostil de controle nos estatutos sociais das companhias abertas brasileiras (*Brazilian pills*). In: SILVA, Alexandre Couto (coord.). *Direito Societário – estudos sobre a lei de sociedades por ações*. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 257.

³²⁹ Sobre este tópico, vale ressaltar que algumas companhias brasileiras foram criticadas por subverter a função das *poison pills*, ao incluir em seus estatutos dispositivos que serviam não como um mecanismo em defesa da dispersão acionária, mas sim como mecanismos estatutários para reforçar o poder de controle de fato exercido pelos maiores acionistas de companhias com capital disperso, ao inviabilizar a formação de minorias que pudessem contestar o poder de tais acionistas. Para mais informações sobre estas críticas, ver: MUNHOZ, Eduardo Secchi. Transferência de controle nas companhias sem controlador majoritário. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; AZEVEDO, Luís André N. de Moura Azevedo (coords.). *Poder de Controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 314.

³³⁰ COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. Op. Cit., pp. 188-189.

³³¹ De acordo com o disposto no art. 4º, inciso III, alínea a, do estatuto social da Embraer S.A. (disponível em: <http://ri.embraer.com.br/>. Acesso em 08 de janeiro de 2017); e artigo 7º do estatuto social da BM&FBOVESPA S.A. (disponível em: <http://ri.bmfbovespa.com.br/>. Acesso em 08 de janeiro de 2017).

³³² VINAÏMONT, Tom; SERCU, Piet. Op. Cit. p. 2.

companhias abertas com capital disperso, ainda que, em cada caso, esta regra de voto possa ser aplicada para funções distintas.

5.4. Votos plurais, múltiplos e duplos

No presente capítulo, serão analisados sistemas de voto que se diferenciam da regra do *one share, one vote* por garantir mais de um voto a uma mesma ação, nas assembleias gerais de acionistas. Entre as espécies de ações de voto privilegiado³³³, é possível destacar as seguintes: (i) ações com voto plural, garantidas unicamente a determinadas ações ou classe de ações da companhia; (ii) ações com voto múltiplo, utilizadas na eleição de membros do conselho de administração da sociedade; e (iii) ações com voto duplo, asseguradas aos acionistas de longo prazo da companhia. Cada uma destas regras de voto apresentam características próprias e resultarão em uma distribuição de poder específica entre os acionistas da sociedade, como será detalhado nos itens a seguir deste trabalho.

5.4.1. Voto plural

O voto plural é caracterizado pela atribuição de um número maior de votos a determinadas ações de emissão da companhia, em relação às demais³³⁴. De acordo com esta regra, uma única ação pode garantir ao seu titular o direito de manifestar dois, ou mais, votos nas deliberações assembleares. Por esta razão, o voto plural é um claro desvio da regra padrão de “um voto por ação”, permitindo que acionistas com um baixo número de ações possam alcançar uma quantidade maior de votos que a soma dos demais acionistas e, assim, garantir o controle da sociedade³³⁵. Adicionalmente, por garantir vantagens políticas apenas a determinados acionistas, esta regra é comumente associada a sociedades que apresentam um vínculo *intuitu personae* dos sócios titulares de ações com voto plural³³⁶.

³³³ Conforme esclarecido por Miranda Valverde: “Ações de voto privilegiado é a designação genérica, que serve para assinalar toda e qualquer desigualdade no direito de voto, pelo que abrange as numerosas variedades ou combinações sobre o direito de voto: ações de voto plural, múltiplo, desigual, de direção, ações maiores, etc., designações nem sempre, é verdade, apropriadas.” (Cf. VALVERDE, Trajano de Miranda. Op. Cit., vol. 2, p. 57).

³³⁴ CARVALHOSA, Modesto, vol. 2, Op. Cit. pp. 402-403.

³³⁵ VERÇOSA, Haroldo Op. Cit., p. 369.

³³⁶ RIBEIRO, Renato Ventura. Op. Cit., p. 236.

Conforme usualmente exposto na doutrina brasileira, o voto plural é repudiado em muitas legislações por assegurar a alguns acionistas uma influência política desproporcional ao capital social, tendo sido já apontada como uma regra “antidemocrática”³³⁷. No que diz respeito a estas críticas, é necessário lembrar, no entanto, que a Lei das S.A. expressamente autoriza a utilização pelas companhias de diversas regras de voto que não estão de acordo com a regra da proporcionalidade entre capital e poder político – como os exemplos apresentados no presente capítulo 5 deste trabalho – e que a própria regra padrão de “um voto por ação” não obedece fielmente os princípios democráticos, originados na democracia política, ao rejeitar a ideia de “uma pessoa, um voto”. Não obstante tais considerações, o voto plural, de fato, sempre foi alvo de grande rejeição no Brasil – assim como em outras nações – sendo expressamente vedado pela legislação das sociedades anônimas, desde o Decreto nº 21.536/32 até a redação atual da Lei das S.A.³³⁸.

Na maior parte das legislações societárias estrangeiras, o voto plural também não é permitido³³⁹, com algumas importantes exceções. A lei societária argentina (*Ley* 19.550/72, art. 216), por exemplo, autoriza que sejam criadas ações com voto plural, desde que observadas algumas restrições, tais como: (i) limite máximo de cinco votos por ação; (ii) vedação a privilégios patrimoniais relacionados às ações com voto plural; e (iii) restrição à sua emissão após autorização da companhia para realização de oferta pública de ações³⁴⁰. Adicionalmente, a pluralidade de votos, de acordo com a norma argentina, não se aplica em algumas deliberações específicas previstas em lei, entre elas, assembleias gerais sobre a transformação da companhia, prorrogação de seu prazo de duração ou sua dissolução

³³⁷ Nas palavras de Nelson Eizirik: “O voto plural tem com objetivo assegurar a determinadas categorias de acionistas, usualmente os fundadores, uma influência preponderante na direção da companhia, desproporcional ao capital que representam e é repudiado, face ao seu caráter antidemocrático, por quase todas as legislações societárias.” (Cf. EIZIRIK, Nelson. Op. Cit., vol. 1, p. 621).

³³⁸ Atualmente, a vedação ao voto plural encontra-se expressa no parágrafo 2º do artigo 110 da Lei das S.A., transcrito a seguir: “Art. 110 (...) § 2º É vedado atribuir voto plural a qualquer classe de ações.”. Por ser proibido no país, algumas companhias brasileiras já buscaram transferir seu controle para outros países, nos quais o voto plural é autorizado. Este foi o caso da Cosan S.A. Indústria e Comércio que, em junho de 2007, procurou deslocar seu controle societário para a jurisdição das Bermudas, na qual seria legal a emissão de ações com 10 votos cada, a serem conferidas ao veículo controlador, enquanto as demais permaneceriam com um voto por ação. Devido à grande diferença entre o poder de voto dos controladores e dos acionistas minoritários da sociedade, a operação foi alvo de diversas críticas, à época. Para maiores informações, ver: ROBERT, Bruno. Op. Cit. p.230.

³³⁹ CARVALHOSA, Modesto, vol. 2, Op. Cit. p. 403.

³⁴⁰ Conforme artigo 216 da *Ley* 19.550/72, retro-referida.

antecipada³⁴¹. Apesar da prática generalizada do voto plural na Argentina³⁴², a doutrina deste país divide-se entre aqueles que são contra e a favor deste sistema de voto³⁴³.

Nos EUA, onde a matéria é regulada por leis estaduais, a lei societária de Delaware permite que as companhias disciplinem livremente nos seus estatutos a adoção do voto plural, ainda que, na prática, poucas sociedades se utilizem desta regra de voto³⁴⁴. Já na Europa, a realidade é diversa, uma vez que alguns países são conhecidos por apresentar um grande número de companhias emissoras de ações com voto plural. Entre eles, destacam-se a Dinamarca, Finlândia, Suécia e Suíça, onde o voto plural é bastante comum³⁴⁵. Nos países da Escandinávia, o número de companhias abertas que se utilizam desta regra chega a 50%³⁴⁶.

Tanto na Alemanha quanto na França, as ações com voto plural se tornaram populares após a Primeira Guerra Mundial, quando foram utilizadas especialmente para impedir a aquisição do controle das companhias nacionais por estrangeiros³⁴⁷. Se, na Alemanha, as ações com voto plural foram posteriormente vedadas por completo, na França, estas foram substituídas pelo voto duplo³⁴⁸, que será abordado com maiores detalhes no item 5.4.3 abaixo. Por fim, a Itália ganhou grande destaque recentemente nesta matéria ao permitir a emissão de ações com voto plural e duplo por suas companhias.

A legislação societária italiana já garantia a suas sociedades anônimas uma ampla variedade de alternativas à regra do *one share, one vote*, em semelhança ao que ocorre no Brasil. Desta forma, companhias italianas já eram autorizadas a emitir ações sem voto, com limites máximos de votos, além de classes de ações com vantagens políticas (como para indicação de membros do conselho de administração e direitos de veto)³⁴⁹. No entanto, o Decreto-lei nº 91, de junho de 2004, convertido na Lei nº 116, de agosto de 2014, modificou o Código Civil Italiano e introduziu neste ordenamento jurídico a possibilidade de emissão de ações com voto plural em sociedade anônimas fechadas, além de também

³⁴¹ De acordo com a última alínea do art. 244 da *Ley 19.550/72* (Cf. COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. Op. Cit., p. 190).

³⁴² RIBEIRO, Renato Ventura. Op. Cit., p. 239.

³⁴³ CARVALHOSA, Modesto, vol. 2, Op. Cit. p. 403.

³⁴⁴ EIZIRIK, Nelson. Op. Cit., vol. 1, pp. 622-623.

³⁴⁵ RIBEIRO, Renato Ventura. Op. Cit., p. 239.

³⁴⁶ Beaufort, Viviane De. Op.Cit., p. 12.

³⁴⁷ CARVALHOSA, Modesto, vol. 2, Op. Cit. p. 403.

³⁴⁸ LUCENA, José Waldecy. Op. Cit., p. 1027.

³⁴⁹ SANTORO, Augusto; DI PALMA, Ciro; GUARNERI, Paolo; CAPOGROSSO, Alessandro. Op. Cit., p. 149.

autorizar ações com voto duplo (neste caso, tanto em companhias fechadas quanto abertas)³⁵⁰. Assim como previsto na lei argentina, o artigo 2351(A) do Código Civil Italiano restringe o voto plural a um limite máximo por ações – na Itália, o limite estipulado é de três votos por ação.

Há certamente grande discussão sobre o tema do voto plural, tanto no Brasil, quanto no exterior. Os principais argumentos usualmente mencionados referem-se, de um lado, à funcionalidade do voto plural – que promove maior estabilidade no controle e da administração da companhia, contribuindo para seu planejamento a longo prazo³⁵¹ – e, de outro, ao favorecimento injusto que tais ações promovem, em relação a determinados acionistas, dando ensejo a uma “plutocracia dos dirigentes”³⁵².

Como pode ser observado, os argumentos levantados contra e a favor do voto plural são os mesmos que muitas vezes são utilizados para defender ou rejeitar outros desvios da regra padrão de “um voto por ação”. De fato, o voto plural, quando utilizado sem fiscalização ou mesmo sem a aplicação de sanções para seu exercício abusivo, certamente poderá resultar em consequências negativas para a companhia e seus acionistas. No entanto, é necessário reconhecer que o voto plural pode ser útil em diferentes cenários, como em operações com investimentos de *private equity* – onde o controle da companhia pode ser mantido com os acionistas fundadores – em transferências sucessórias – nas quais a direção da sociedade poderá ser garantida ao herdeiro mais adequado aos negócios corporativos – ou mesmo para resolver impasses com empates nas deliberações societárias – especialmente útil no caso de companhias fechadas, com um menor número de acionistas³⁵³.

Estas vantagens ficam ainda mais evidentes quando o voto plural é aplicado levando em consideração as características específicas de cada companhia. Neste sentido, em

³⁵⁰ *Idem*, p. 153.

³⁵¹ RIBEIRO, Renato Ventura. Op. Cit., p. 239.

³⁵² Nas palavras de Pontes de Miranda: “A vedação do *voto plural*, ‘voto múltiplo’, ‘voto plúrimo’, tem por fito evitar o domínio da sociedade por ações pelos titulares de ações de voto plural, ditas ‘ações de comando’. Dizia-se que elas evitavam a instabilidade da direção das sociedades por ações e defendiam a empresa contra especulações de grupos e contra males da concorrência desleal. (...) As críticas foram veementes, exprobando-se o favorecimento injusto, que dava ensejo à plutocracia dos dirigentes, ou de grupos fazedores de dirigentes.” (Cf. PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito Privado*. 3ª ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, vol. 50, 1984, p. 240).

³⁵³ Para mais exemplos sobre a aplicação prática do voto plural, ver: SANTORO, Augusto; DI PALMA, Ciro; GUARNERI, Paolo; CAPOGROSSO, Alessandro. Op. Cit., pp. 155-157.

legislações onde a regra é admitida, o estatuto social poderá prever a aplicação do voto plural apenas para deliberações específicas, fundamentais para a administração da companhia, prevendo um voto por ação para as demais matérias. Adicionalmente, o voto plural pode ser considerado um instrumento para concentração de poder muito mais transparente do que outras técnicas comumente utilizadas por sociedades anônimas brasileiras – como é o caso da celebração de acordos de acionistas e criação de estruturas piramidais, os quais, em muitos casos, promovem a concentração do controle da companhia de forma menos evidente do que ocorreria com a aplicação do voto plural³⁵⁴. Especialmente no caso de companhias abertas, a transparência dos instrumentos adotados para centralização de poder é fundamental para que todos seus acionistas possam tomar decisões de investimento de forma consciente e fundamentada.

Finalmente, considerando que a lei societária brasileira sempre permitiu às companhias emitir ações que não obedecem à regra de “um voto por ação”, possibilitando, inclusive, a emissão de ações sem direito a voto, é possível defender que a criação de ações com voto plural deveria ser autorizada, ainda que com restrições, em favor da autonomia contratual dos acionistas. Não obstante tais considerações, a aplicação do voto plural ainda é frequentemente considerada controversa por possibilitar o entrincheiramento dos acionistas controladores e, assim, continua a ser vedada em muitos países, incluindo o Brasil.

5.4.2. Voto múltiplo na eleição dos membros do conselho de administração

As regras do voto múltiplo e do voto plural apresentam, em comum, o fato de ambas possibilitarem que uma única ação garanta ao seu titular um número plural de votos nas deliberações da companhia. Contudo, a semelhança entre estes dois sistemas encerra-se neste ponto, não devendo ser confundidos. Se, por um lado, o voto plural estabelece uma desproporção entre o capital e o direito de voto, o voto múltiplo, ao contrário, busca garantir a representação proporcional dos acionistas no conselho de administração da sociedade³⁵⁵. Por esta razão, é possível afirmar que o voto múltiplo é um instrumento para

³⁵⁴ *Idem*, p. 148.

³⁵⁵ CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas: Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações da Lei n. 9.457, de 5 de maio de 1997, e n. 10.303, de 31 de outubro de 2001*. 7ª ed. São Paulo: Saraiva, vol. 3, 2013, p. 199.

defesa dos direitos de minoritários³⁵⁶. Conforme exposto por Campos Salles de Toledo, o voto múltiplo tem “por finalidade propiciar, aos diversos segmentos da sociedade anônima, a participação em órgãos administrativos da empresa”, enquanto o voto plural “privilegia certas ações em detrimento das demais, atribuindo-lhes um número maior de votos”³⁵⁷.

O artigo 141 da Lei das S.A. prevê regras específicas para eleição dos membros do conselho de administração de sociedades anônimas, entre elas a eleição por voto múltiplo³⁵⁸ e em votações em separado da assembleia geral – neste último caso, para eleição de representantes de acionistas minoritários e de acionistas com restrições de voto. Com relação ao voto múltiplo, inspirado no *cummulative voting* do direito norte-americano³⁵⁹, seu mecanismo consiste em garantir a cada ação tantos votos quantos sejam os cargos a preencher, correspondendo, no entanto, cada voto a um único cargo, e não a uma chapa³⁶⁰. A título de exemplo, caso haja cinco cargos a serem preenchidos no conselho, a cada ação serão garantidos cinco votos que poderão, então, ser distribuídos entre vários candidatos, ou concentrados em apenas um.

Em comparação, caso a eleição do conselho não seja realizada por meio do voto múltiplo, a nomeação de todos os membros é realizada pelo procedimento ordinário, por chapa. Desta forma, quem detiver a maioria do capital social poderá eleger a totalidade dos membros deste órgão. Por outro lado, na votação por voto múltiplo, a eleição é repartida por cargos. Assim, caso a minoria acionária concentre todos seus votos em poucos – ou mesmo em um único – candidato, haverá maiores chances dos representantes dos minoritários serem eleitos, garantindo que a composição do conselho de administração reflita, de forma mais próxima, a proporção do capital detido entre os acionistas³⁶¹.

³⁵⁶ LUCENA, José Waldecy. Op. Cit., p. 1028.

³⁵⁷ TOLEDO, Paulo Fernandes Campos Salles de. *O Conselho de Administração na Sociedade Anônima*. São Paulo: Atlas, 1997, pp. 31 e 36.

³⁵⁸ Importante frisar que a adoção do voto múltiplo, nos termos do *caput* do art. 141 da Lei das S.A., depende do requerimento por acionistas representando, ao menos, um décimo do capital social da companhia.

³⁵⁹ EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S.A. comentada*. São Paulo: Quartier Latin, vol. 2, 2011, p. 278.

³⁶⁰ BORBA, José Edwaldo Tavares. Op. Cit., p. 400.

³⁶¹ Este procedimento é descrito com clareza por Nelson Eizirik: “Caso a nomeação dos integrantes do conselho de administração fosse realizada pelo processo ordinário de votação por chapa, a totalidade dos seus membros poderia ser sempre eleita pelo acionista controlador. Já no processo de voto múltiplo cumulativo, como os acionistas minoritários podem concentrar todos os seus votos em um único candidato, enquanto o controlador tem que dividir os seus votos em vários nomes, a fim de eleger a maioria dos conselheiros, assegura-se o caráter proporcional do preenchimento dos cargos no conselho. Tal se dá porque se atribui a cada ação tantos votos quantos sejam os membros do conselho, permitindo-se ao acionista cumulá-los num só candidato.” (Cf. EIZIRIK, Nelson. Op. Cit., vol. 2, p. 279).

Conforme observado por Modesto Carvalhosa, a representação proporcional de um grupo de acionistas no conselho de administração dependerá de três fatores: (i) do número de ações que o grupo possuir; (ii) do número de cargos a serem preenchidos; e (iii) da forma utilizada para distribuir seus votos³⁶². Devido a questões de natureza matemática, é necessário esclarecer que o voto múltiplo garante uma possibilidade, e não uma garantia, da eleição de um ou mais membros do conselho de administração³⁶³. No entanto, da mesma forma que, em alguns casos, os minoritários não conseguirão eleger um único representante neste órgão, em outros, a minoria pode garantir a indicação da maioria dos membros, em caso de descuido da maioria³⁶⁴.

Ainda que, devido aos fatores apontados no parágrafo acima, o resultado da eleição por voto múltiplo não seja certo, é claro o objetivo deste sistema em garantir uma representação proporcional dos acionistas no conselho de administração da companhia. Por esta razão, ainda que o voto múltiplo não obedeça à regra geral de um voto igual a uma ação³⁶⁵, é certo que o objetivo de ambas as regras é o mesmo, qual seja, garantir direitos políticos proporcionais aos direitos econômicos de cada acionista.

Adicionalmente, é preciso destacar que o voto múltiplo, diferentemente de outros desvios do *one share, one vote*, é de aplicação restrita à eleição dos membros do conselho de administração, não podendo ser utilizado em outras deliberações da companhia. Ainda assim, a regra do voto múltiplo é especialmente útil no Brasil, uma vez que as companhias aqui constituídas usualmente apresentam controle concentrado nas mãos de poucos sócios. Sem a adoção do voto múltiplo, estes controladores poderiam nomear isoladamente todos os membros do conselho.

A existência de representantes dos minoritários no conselho de administração é de extrema relevância para a proteção dos interesses destes acionistas, mesmo que seus votos não sejam suficientes para definir as deliberações deste órgão. A simples presença destes membros garante uma voz aos minoritários, além de assegurar maior acesso a informações

³⁶² CARVALHOSA, Modesto. Op. Cit., vol. 3, p. 189.

³⁶³ VERÇOSA, Haroldo Op. Cit., p. 370.

³⁶⁴ Renato Ventura Ribeiro relata em seu livro um caso, no qual a maioria acionária decidiu distribuir seus votos entre todos os seus seis candidatos ao conselho, ao passo que a minoria optou por concentrar seus votos em apenas quatro candidatos. Neste caso, a minoria conseguiu eleger todos os seus quatro representantes, enquanto a maioria garantiu a indicação de apenas dois. (Cf. RIBEIRO, Renato Ventura. Op. Cit., p. 249).

³⁶⁵ VERÇOSA, Haroldo Op. Cit., p. 370.

importantes da companhia, e de sua administração³⁶⁶. Finalmente, talvez a principal função dos conselheiros eleitos por minoritários seja, de fato, fiscalizar e defender a companhia contra eventual abuso de poder dos conselheiros majoritários, seja quando visem favorecimentos pessoais, seja com relação à extração de benefícios particulares ao controlador, em detrimento da sociedade³⁶⁷.

5.4.3. Voto duplo para acionistas de longo prazo da companhia

O voto duplo pode ser reconhecido como uma espécie do voto plural que, apesar de não autorizado pela legislação brasileira, merece atenção pelo grande destaque que tem recebido nos últimos anos, especialmente na Europa. Diferentemente do voto plural, o voto duplo se caracteriza por ser universal, ou seja, todos os sócios que preencherem as condições legais e estatutárias deverão ser tratados em pé de igualdade³⁶⁸, fazendo jus a este direito de voto privilegiado.

A condição usualmente imposta ao acionista para aquisição do direito ao voto duplo é sua permanência na companhia por um determinado período mínimo de tempo. Por esta razão, pode-se dizer que este sistema de votação apresenta caráter *intuitu personae*³⁶⁹, uma vez que o voto em dobro dependerá de um requisito exigido do acionista – sua continuidade por longo prazo na companhia – e não de uma característica específica das ações, ou classe de ações, que possuir³⁷⁰.

Por um lado, é possível afirmar que o principal objetivo da maior parte dos acionistas, ao ingressar em uma companhia, seja a maximização de seu investimento. No entanto, qual seria o prazo esperado por cada sócio para atingir esta meta? A resposta a este questionamento poderá variar, de acordo com cada investidor³⁷¹. Acionistas apresentam diferentes expectativas em relação a sua companhia, sendo que alguns deles preferirão alcançar uma rápida valorização de seu investimento – vendendo suas ações,

³⁶⁶ BLACK, Bernard; KRAAKMAN, Ranier. Op. Cit., p. 33.

³⁶⁷ CARVALHOSA, Modesto. Op. Cit., vol. 3, p. 182.

³⁶⁸ JUGLART, Michel de; IPPOLITO, Benjamin. *Cours de Droit Commercial*. Paris: Montchrestien, vol. 2, 1992, p. 444.

³⁶⁹ BATALLER, Carmen Alborch. *El derecho de voto del acionista*. Madrid: Tecnos, 1977, p. 393.

³⁷⁰ SANTORO, Augusto; DI PALMA, Ciro; GUARNERI, Paolo; CAPOGROSSO, Alessandro. Op. Cit., p. 165.

³⁷¹ Para maiores informações sobre esta diferenciação de expectativa entre acionistas, ver: HAYDEN, Grant M.; BODIE, Matthew T. Op. Cit. pp. 55-58.

logo em seguida – ao passo que outros buscarão maior enriquecimento com investimentos de longo prazo.

Neste sentido, o direito ao voto duplo a acionistas de longo prazo apresenta como principal objetivo incentivar a permanência dos sócios na companhia e, conseqüentemente, desencorajar investimentos especulativos de curto prazo em ações com poder de voto³⁷². Especialmente após a crise financeira de 2008, discussões sobre a importância de acionistas com visão de longo prazo foram intensificadas, uma vez que investidores com este perfil seriam mais capazes de gerenciar riscos e conduzir a companhia a um crescimento sustentável³⁷³. Na visão de alguns autores, acionistas interessados apenas na rápida valorização de seus investimentos podem ameaçar desestabilizar companhias e a própria economia, sendo justificável a premiação de acionistas de longo prazo dentro das empresas³⁷⁴.

Acionistas que visam permanecer na companhia por um período maior, como usualmente é o caso dos fundadores da sociedade, podem contribuir com o desenvolvimento da empresa ao aprovar projetos que exigirão maiores investimentos e, frequentemente, levarão mais tempo para gerarem lucros. Especialmente em companhias que dependem de constante inovação para o sucesso de seu negócio – como é o caso, por exemplo, de empresas de tecnologia³⁷⁵ – visões de curto prazo podem aleijar o planejamento da sociedade³⁷⁶. Por esta razão, algumas companhias, com destaque para empresas europeias, incluíram em seus estatutos sociais a premiação de acionistas de longo prazo ao garantir maior influência no destino da sociedade.

Como referido no início deste item, a emissão de ações com voto duplo é vedada no Brasil, assim como qualquer espécie de voto plural. No país, são escassos os casos de

³⁷² SANTORO, Augusto; DI PALMA, Ciro; GUARNERI, Paolo; CAPOGROSSO, Alessandro. Op. Cit., p. 148.

³⁷³ Sobre esta discussão, ver: SEGALA, Mariana. *Acionistas Desiguais*. Capital Aberto, Edição 119, Julho de 2013. Disponível em: <http://www.capitalaberto.com.br/temas/governanca-corporativa/acionistas-desiguais/#.VcJ4HPnF9qN>. Acesso em 08 de janeiro de 2017.

³⁷⁴ Nas palavras de Simon Wong: “Rising short-termism among investors — which threatens to destabilize both companies and the wider economy — is prompting a reconsideration of the principle that all shareholders should have equal say.” (Cf. Wong, Simon C. Y. Op. Cit., p. 1). No mesmo sentido: BOLTON, Patrick; SAMAMA, Frédéric. *L-Shares: Rewarding Long-Term Investors*, ECGI - Finance Working Paper, nº. 342/2013. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2188661>. Acesso em 08 de janeiro de 2017.

³⁷⁵ LIN, Yu-Hsin; e MEHAFFY, Thomas. Op. Cit., p. 441.

³⁷⁶ HAYDEN, Grant M.; BODIE, Matthew T. Op. Cit. p. 57.

diferenciação entre acionistas por seu tempo na companhia, sendo um dos raros exemplos a previsão realizada no §6º do art. 141 da Lei das S.A.³⁷⁷ De acordo com o referido dispositivo, somente poderão participar da eleição, em votação em separado, de membros do conselho de administração³⁷⁸, os acionistas que tenham ingressado na companhia antes de, no mínimo, três meses da realização da referida deliberação especial. Conforme esclarecido pela doutrina, esta exigência visa impedir que “minoritários de véspera” se aproveitem da prerrogativa legal apenas para garantir a eleição de membros do conselho de administração³⁷⁹. No entanto, apesar deste ser um claro exemplo de diferenciação de direitos entre acionistas, de acordo com seu tempo na companhia, este não é um caso de voto duplo no país.

Já na Europa, recentes alterações legais têm contribuído para a difusão da regra em alguns países, além de terem intensificado as discussões em todo o mundo sobre este sistema de voto³⁸⁰. Primeiramente, é possível citar o caso da Itália que, em agosto de 2014, converteu em lei um decreto, do mesmo ano, que possibilitava às companhias italianas emitir não apenas ações com voto duplo, como também ações com voto plural – neste último caso, apenas para companhias fechadas³⁸¹.

No que se refere a companhias abertas, a lei previu que estas poderão emitir ações que oferecerão, no máximo, dois votos por ação para os acionistas que permanecerem na companhia por, no mínimo, dois anos³⁸². Na Itália, a possibilidade de introduzir no estatuto social previsão sobre ações com voto duplo deve ser aprovada por, ao menos, 2/3 das ações com direito a voto. A previsão das ações com voto duplo não se trata de criação de nova

³⁷⁷ Conforme parágrafo do artigo 141, transcrito a seguir: “Art. 141 (...)§ 6º Somente poderão exercer o direito previsto no § 4º os acionistas que comprovarem a titularidade ininterrupta da participação acionária ali exigida durante o período de 3 (três) meses, no mínimo, imediatamente anterior à realização da assembléia-geral.”

³⁷⁸ Como facultado pelo §4º do mesmo art. 141 da Lei das S.A.

³⁷⁹ EIZIRIK, Nelson. Op. Cit., vol. 2, p. 287.

³⁸⁰ Neste sentido, ver: CLAPMAN, Peter; KOPPES, Richard. *Time to rethink ‘One share, one vote’?*. The Wall Street Journal. Edição de 23 de junho de 2016. Disponível em: <http://www.wsj.com/articles/timetorethinkoneshareonevote1466722733>. Acesso em 08 de janeiro de 2017; e JOHNSON, Steve. *Mantra of ‘one share, one vote’ is under fire*. Financial Times. Edição de 22 de fevereiro de 2015. Disponível em: <https://next.ft.com/content/a7c53fe0b78911e4981d00144feab7de>. Acesso em 08 de janeiro de 2017.

³⁸¹ SANTORO, Augusto; DI PALMA, Ciro; GUARNERI, Paolo; CAPOGROSSO, Alessandro. Op. Cit., p. 143.

³⁸² De acordo com o artigo 127 do *Testo Unico della Finanza*.

classe de ações, mas de um “prêmio” garantido a qualquer acionista que tenha se mantido na companhia³⁸³.

A modificação na legislação italiana foi realizada após forte pressão de parte das companhias que passaram a exigir esta prerrogativa, já prevista nas normas societárias de outros países europeus. Como exemplo, é possível citar o caso da Fiat S.p.A. italiana, que teve sua sede transferida para a Holanda. De acordo com declarações da administração da companhia, um dos objetivos da transferência foi justamente o fato de que a legislação holandesa já autorizava as companhias ali sediadas a garantir um número maior de votos aos acionistas que se mantiverem por mais tempo na companhia, o que seria essencial para proteger a influência exercida pelo grupo controlador na sociedade – mas não era permitido, à época, pela legislação italiana³⁸⁴.

Estas alterações nas normas da Itália seguem uma prática já tradicional das companhias francesas. Desde 1966, a lei francesa permite que acionistas com mais de dois anos ininterruptos na companhia possam fazer jus ao voto duplo, se assim previsto no respectivo estatuto social da sociedade³⁸⁵. Conforme esclarece Ripert, o prazo de dois anos deve ser entendido como o limite mínimo imposto por lei, podendo o estatuto social das companhias estender este período³⁸⁶, de forma a adequá-lo a suas características particulares.

Esta previsão legal foi fortalecida, em 2014, com a criação da chamada *Loi Florange*, ou Lei Florange (Lei nº 384/2014). De acordo com a recente norma francesa, companhias abertas deste país automaticamente deverão conferir a seus acionistas com mais de dois anos na sociedade o direito ao voto duplo – independentemente de previsão estatutária. De outra forma, para que tal norma não seja aplicada, o estatuto social da companhia em questão deverá expressamente prever tal vedação, dependendo, para tanto, da aprovação de acionistas representando 2/3 das ações com direito a voto da

³⁸³ SANTORO, Augusto; DI PALMA, Ciro; GUARNERI, Paolo; CAPOGROSSO, Alessandro. Op. Cit., p. 165.

³⁸⁴ *Idem*, pp.141-142.

³⁸⁵ RIBEIRO, Renato Ventura. Op. Cit., p. 245.

³⁸⁶ RIPERT, George; ROBLOT, René. Op. Cit. p. 893.

companhia³⁸⁷. A previsão do voto duplo em companhias abertas francesas passou, assim, de “facultativa” para “automática, a menos que previsto de forma contrária”.

Da mesma maneira como também ocorrido em outros países, os legisladores justificaram a criação desta nova lei, defendendo que a adoção de uma “visão de longo prazo” seria benéfica às companhias³⁸⁸. Esta modificação foi especialmente bem-vinda pelo governo francês, que detém o controle de boa parte das companhias abertas neste país³⁸⁹. Por outro lado, a maior parte dos investidores institucionais criticou tal medida, por considerar que esta reforma teria sido realizada pelo governo apenas para que este pudesse controlar companhias com menos capital, além de afastar investidores estrangeiros – que seriam contrários a tal modificação³⁹⁰.

No caso francês, provavelmente a principal crítica a ser realizada se refere à disposição automática do sistema do voto duplo. Sem dúvida, a visão “a longo prazo” dos acionistas pode ser fundamental para a valorização e desenvolvimento de algumas companhias. No entanto, a aplicação irrefletida desta mesma regra pode, por outro lado, preservar interesses exclusivos de acionistas controladores, que ficarão mais acomodados com sua posição segura de controle³⁹¹. Desta forma, assim como já referido no caso de outros desvios da regra do *one share, one vote*, a melhor solução parece ser permitir às companhias que avaliem suas necessidades e características próprias – considerando sua atividade, seu modelo de negócio, o papel de seus controladores, a dispersão de seu capital, bem como o perfil de seus investidores, entre outras características – e definam se deverão, ou não, optar pelo incentivo de investimentos de longo prazo, por meio da previsão de voto duplo.

³⁸⁷ STRAND, Therese. *Short-termism in the European Union*. The Columbia Journal of European Law, vol. 22, nº 1, 2016, p. 24.

³⁸⁸ LIN, Yu-Hsin; e MEHAFFY, Thomas. Op. Cit., p. 461.

³⁸⁹ *Idem*.

³⁹⁰ JOHNSON, Steve. *'Protectionist' French Law Alarms Investors*. Financial Times. Edição de 22 de fevereiro de 2015. Disponível em: <https://www.ft.com/content/5f390b20-b839-11e4-b6a5-00144feab7de>. Acesso em 08 de janeiro de 2017.

³⁹¹ Neste sentido, ver: STOTHARD, Michel. *French companies fight back against Florange double-vote law*. Financial Times. Edição de 16 de abril de 2016. Disponível em: <https://www.ft.com/content/05314dfe-e27d-11e4-ba33-00144feab7de>. Acesso em 08 de janeiro de 2017.

Vale notar que, antes da modificação legal, a maior parte das companhias abertas francesas já previa em seus estatutos o direito de voto duplo a acionistas de longo prazo³⁹², o que, ao mesmo tempo, indica o sucesso deste modelo na prática das sociedades francesas, mas também possibilita o questionamento sobre a real necessidade da reforma legal que tornou sua aplicação automática.

Assim como outros desvios da regra do *one share, one vote*, incluindo o voto plural, o voto duplo permite a alguns acionistas exercer maior influência na companhia, detendo um número menor de ações. Por outro lado, esta regra se distingue das demais por sua aplicação universal, acessível, a princípio³⁹³, a todos os sócios, o que a torna um modelo interessante tanto às companhias quanto a seus acionistas.

5.5. Conclusão parcial

De acordo com o apresentado no presente capítulo, é possível perceber que a regra de um voto por ação, ainda que seja o sistema padrão adotado pela legislação brasileira, admite diversas exceções que modificam drasticamente a distribuição de poder dentro das sociedades anônimas. Adicionalmente, conforme aqui exposto, cada uma destas regras alternativas apresenta uma lógica e fundamentos próprios que, a princípio, justificariam sua existência no ordenamento jurídico nacional. Da mesma forma, nas principais economias mundiais, a realidade é similar ao que é verificado no Brasil, sendo comumente encontradas diversas regras alternativas ao modelo de “um voto por ação”.

No entanto, de tempos em tempos, a discussão sobre a regra do *one share, one vote*, e se este padrão seria o mais adequado a todas as companhias e seus acionistas, ressurge com maior intensidade devido ao constante desenvolvimento do direito societário, que busca acompanhar o dinamismo característico da prática das sociedades. Nos EUA, durante os anos 80, a questão foi objeto de intensos debates após a bolsa de Nova York

³⁹² De acordo com estudo realizado por Shearman & Sterling LLP, em 2007, 57,5% das companhias francesas apresentavam previsão de voto duplo. O inteiro teor do referido estudo encontra-se disponível em: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/study/final_report_en.pdf. Acesso em 08 de janeiro de 2017.

³⁹³ Faz-se aqui a ressalva que a inclusão de algumas condições restritivas para aquisição do direito de voto duplo, como a exigência de permanência na sociedade por um elevado número de anos, serviria para limitar este privilégio a poucos acionistas, notadamente os fundadores da sociedade. Nestes casos, a “universalidade” característica à regra do voto duplo seria, na prática, eliminada por tais exigências restritivas.

(*New York Stock Exchange – NYSE*) sinalizar que permitiria a listagem de companhias emissoras de ações com diferentes direitos de voto³⁹⁴.

Nesta época, a NASDAQ e a American Stock Exchange – AMEX competiam com a NYSE pela listagem das companhias nos EUA, sendo que as primeiras já admitiam desvios à regra do *one share, one vote*, diferentemente da bolsa de Nova York. Devido a forte pressão de importantes companhias norte-americanas, que passaram a adotar regras alternativas ao padrão do “um voto por ação” – a fim de se protegerem contra tomadas de controle hostis – a NYSE decidiu ceder e permitir a emissão de ações com diferentes direitos de voto³⁹⁵. Durante esse período, diversos artigos foram publicados tendo como foco o debate sobre a regra do *one share, one vote*³⁹⁶. Atualmente, como visto, os desvios continuam a ser admitidos nos EUA, inclusive em companhias abertas, com destaque para as empresas de tecnologia do Vale do Silício, nas quais a emissão de ações de diferentes classes é especialmente comum³⁹⁷.

Já na Europa, esta discussão foi recentemente retomada com a Diretiva 2004/25/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de abril de 2004. Isto porque foram incluídos, nesta Diretiva, dispositivos que fortaleciam a regra do *one share, one vote* – como foi o caso da chamada *breakthrough rule* (Artigo 11(4) da Diretiva)³⁹⁸. De acordo com esta regra, restrições ou privilégios ao direito de voto não seriam aplicáveis em deliberações realizadas após oferta pública para aquisição do controle da companhia. Em outras palavras, a Diretiva determinou que, nestes casos, prevaleceria a regra do *one share one vote*, independentemente do que fosse estabelecido pelo estatuto social da companhia, a fim de garantir a consolidação do poder do adquirente das ações³⁹⁹. No entanto, após

³⁹⁴ FERRARINI, Guido Alessandro. Op. Cit., p. 163.

³⁹⁵ CHOPER, Jesse H.; COFFEE JR., John C.; GILSON, Ronald J. Op. Cit., p. 567.

³⁹⁶ Entre os diversos textos produzidos nesta época, é possível citar os seguintes: GROSSMAN, Sanford J.; HART, Oliver D. One Share – one vote and the market for corporate control. *Journal of Financial Economics*, nº 20, 1988, pp. 175-202; HARRIS, Milton; RAVIV, Artur. Corporate Governance: Voting rights and Majority Rules. *Journal of Financial Economics*, nº 20, 1988, pp. 203-235; e SELIGMAN, Joel. Equal Protection in Shareholder Voting Rights: The One Common Share, One Vote Controversy. *George Washington Law Review*, 54, 1986.

³⁹⁷ Como exposto no item 5.2.3 acima.

³⁹⁸ FERRARINI, Guido Alessandro. Op. Cit., p. 166.

³⁹⁹ MONDUZZI, Bárbara Menezes. O Princípio do *One Share/One Vote* e o Desprestígio das Ações Preferenciais: As Experiências Europeia e Brasileira. *ANIMA: Revista Eletrônica do Curso de Direito das Faculdades OPET*, Curitiba, Ano VIII, nº 14, jan/jun, 2016, p. 77.

intensas discussões sobre a matéria, decidiu-se que as companhias europeias poderiam optar por não adotar a referida regra⁴⁰⁰.

O debate na Europa, então, prosseguiu com uma consulta pública realizada na Comunidade Europeia, propondo uma discussão sobre os prós e contras da adoção da regra de "uma ação, um voto". Após dois anos de debates, decidiu-se que a Comunidade não tomaria qualquer ação que exigisse a adoção deste modelo, uma vez que não foram constatadas quaisquer evidências que demonstrassem que a regra do *one share, one vote* seria mais eficiente do que as alternativas a este sistema⁴⁰¹.

De fato, estudos norte-americanos indicam um crescimento na porcentagem de companhias com estruturas que se distanciam do padrão de "um voto por ação"⁴⁰². Igualmente, este modelo está longe de ser um princípio do direito Europeu⁴⁰³. De acordo com um extenso estudo encomendado pela Comunidade Europeia, relativo aos mecanismos de reforço de controle utilizados pelas companhias europeias, foi verificado que, dos 16 países analisados, nenhum dos deles adotou uma estratégia na qual havia apenas a possibilidade da regra de "uma ação, um voto". Todos os países adotaram entre cinco e 11 dos 13 possíveis mecanismos avaliados pelo estudo (entre eles, ações com voto plural, ações preferenciais sem direito a voto, direitos de veto e limitações ao número de votos por acionista)⁴⁰⁴. Da mesma forma, casos analisados neste capítulo 5, como o IPO da Alibabá, a permissão ao voto plural na Itália, bem como o reforço do voto duplo na França, tem contribuído para manter em evidência o debate internacional sobre o *one share, one vote*.

Já no Brasil, casos como a tentativa de abertura de capital da Azul e o IPO da Gol trouxeram ao país a discussão travada no exterior. Ainda que a criação do Novo Mercado pela BM&FBOVESPA tenha sido um importante marco para o fortalecimento da regra de

⁴⁰⁰ FERRARINI, Guido Alessandro. Op. Cit., p. 166.

⁴⁰¹ Para maiores informações, ver o discurso do irlandês Charlie McCreevy, Comissário Europeu para o Mercado Interno, o qual anunciou o resultado da consulta pública realizada na Comunidade Europeia: "Speech by Commissioner McCreevy at the European Parliament's Legal Affairs Committee", Speech/07/592, Bruxelas, 03/10/2007. Disponível em: http://europa.eu/rapid/press-release_SPEECH-07-592_en.htm. Acesso em 08 de janeiro de 2017.

⁴⁰² HAYDEN, Grant M.; BODIE, Matthew T. Op. Cit. p. 23.

⁴⁰³ FERRARINI, Guido Alessandro. Op. Cit., p. 166.

⁴⁰⁴ O inteiro teor do referido estudo pode ser encontrado em: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/study/final_report_en.pdf. Acesso em 08 de janeiro de 2017.

um voto por ação no mercado de capitais nacional, ofertas de ações que se distanciam deste modelo continuam a ser realizadas até hoje no país – e esta realidade não parece dar sinais de ser alterada – conforme observado no item 5.1.3 acima trabalho.

Ao reconhecer o grande número de desvios à regra geral, cujas características já foram apresentadas e exploradas, resta a verificação se, de fato, estas regras alternativas devem estar presente em nosso ordenamento. Isto porque, caso a regra de um voto por ação seja a mais adequada para atender os interesses das companhias, acionistas e do mercado, os desvios deveriam ser removidos. No entanto, este não parece ser o caso, como será visto no capítulo a seguir.

6. ARGUMENTOS FAVORÁVEIS À PLURALIDADE DE REGRAS DE VOTO NO ORDENAMENTO JURÍDICO BRASILEIRO

Nos capítulos anteriores deste trabalho, foram analisadas as principais características da regra de “um voto por ação”, bem como apresentadas as razões que levaram este modelo a se tornar o sistema padrão para atribuição de voto a acionistas, em sociedades anônimas brasileiras. Adicionalmente, esclareceu-se que esta é apenas uma das diversas regras de voto que podem ser utilizadas pelas companhias nas deliberações de seus sócios, conforme previsto pela Lei das S.A. Desta forma, no presente capítulo, serão finalmente verificados quais seriam os argumentos que justificariam a previsão destes desvios da regra do *one share, one vote* no ordenamento jurídico brasileiro.

Se, de um lado, alguns autores já defenderam que a pluralidade de regras de voto deveria ser eliminada da legislação societária, em favor da regra de “um voto por ação”, outros entendem que a pluralidade de regras é salutar à prática das companhias e, por esta razão, deve ser mantida pela lei⁴⁰⁵. Trata-se, assim, de complexo debate que, em última instância, vai de encontro com o núcleo da discussão sobre como companhias devem controladas⁴⁰⁶.

A regra do *one share, one vote*, como exposto no Capítulo 4 deste trabalho, apresenta vantagens que são relevantes não apenas para o desenvolvimento das companhias, mas também para a defesa dos interesses de acionistas minoritários – o que, certamente, é desejável às sociedades, em especial no que se refere a companhias abertas, já que a proteção a acionistas minoritários é considerada um princípio de boa governança

⁴⁰⁵ Referências a estes diferentes posicionamentos já foram realizados previamente neste trabalho – e outros ainda serão apresentados no presente Capítulo 6. No entanto, para reunir aqui alguns exemplos, é possível citar os seguintes: (i) em defesa das vantagens alcançadas com a aplicação exclusiva da regra de “um voto por ação”: GORGA, Érica. Op. Cit.; e GILSON, Ronald J., HANSMANN, Henry, PARGENDLER, Mariana. Op. Cit.; (ii) em defesa de alternativas à regra do *one share, one vote*: WARDE JR., Walfrido Jorge., Op. Cit.; FRAGOSO, Daniela Neves Reali; AKKERMAN, Gustavo. Op. Cit.; e KHACHATURYAN, Arman. Op. Cit.

⁴⁰⁶ Conforme referido por Charlie McCreevy, Comissário Europeu para o Mercado Interno, em seu discurso sobre a discussão da matéria na Comissão Europeia: “This is, of course, a highly sensitive issue. It touches on cultural traditions in Member States and goes to the core of the debate about how companies should be owned and controlled.” (“Speech by Commissioner McCreevy at the European Parliament’s Legal Affairs Committee”, Speech/07/592, Bruxelas, 03/10/2007. Disponível em: http://europa.eu/rapid/press-release_SPEECH-07-592_en.htm. Acesso em 08 de janeiro de 2017.)

corporativa⁴⁰⁷. Por outro lado, resta examinar se estas mesmas vantagens poderiam ser igualmente alcançadas com outras regras de voto e qual a relevância da garantia de flexibilidade às companhias para optar por diferentes estruturas de controle.

A legislação societária, ao oferecer diferentes instrumentos para atribuição do direito de voto nas deliberações de sociedades anônimas, permite às companhias adequar sua estrutura política a diferentes necessidades que serão percebidas de acordo com a realidade de cada empresa, bem como de seus acionistas. De fato, a diversificação dos instrumentos postos à disposição dos acionistas, para serem, ou não, adotados pela sociedade é comumente referida como uma das linhas básicas de orientação da Lei das S.A.⁴⁰⁸. Da mesma forma, pode-se dizer que a liberdade de escolha, baseada na autonomia privada dos acionistas, seja uma das bases do direito societário⁴⁰⁹.

Em contrapartida, a legislação deve também prever limites a esta liberdade a fim de conter eventuais abusos no exercício do direito de voto, protegendo, em especial, acionistas minoritários, além de garantir que as decisões, em última instância, atendam não só o interesse dos acionistas, mas também os da companhia e de toda comunidade⁴¹⁰. A criação do Novo Mercado da BM&FBOVESPA certamente trouxe maior destaque a este debate ao impedir que companhias, listadas neste segmento especial, pudessem emitir ações com diferentes direitos de voto. Se, no caso de sociedades anônimas fechadas, pode-se defender maior flexibilidade e liberdade de escolha para os acionistas⁴¹¹, a questão se torna ainda mais complexa no que se refere a companhias abertas, já que nestas o interesse público torna-se mais evidente, destacando-se entre os objetivos da regulação do mercado de capitais a proteção dos investidores e promoção da eficiência do mercado, entre outros escopos⁴¹².

⁴⁰⁷ LOBO, Jorge. Princípios de governança corporativa. *Revista da EMERJ*. Rio de Janeiro, vol.10, nº37, 2007, p. 206.

⁴⁰⁸ BORBA, José Edwaldo Tavares. Op. Cit., p. 153.

⁴⁰⁹ Sobre a autonomia privada aplicada às sociedades anônimas, ver: SILVA, Rodrigo Tellechea. *Autonomia Privada no Direito Societário*. São Paulo: Quartier Latin, 2016, pp. 273-299.

⁴¹⁰ Serão tratados com maior detalhe, no item 6.5 abaixo, os interesses que devem ser observados no exercício do direito de voto nas sociedades anônimas. Conforme disposto no art. 115 e 116 da Lei das S.A., cada acionista deve manifestar seus votos, não apenas em observância aos seus próprios interesses, mas também aos interesses da companhia (que não aqueles não se confundem) e da comunidade em que atua.

⁴¹¹ COSTA E SILVA, Francisco da. Op. Cit., p.130.

⁴¹² Sobre os objetivos da regulação do mercado de capitais: “Os objetivos da regulação, orientados pelo interesse público, são os seguintes: proteção aos investidores; eficiência do mercado; criação e manutenção de instituições confiáveis e competitivas; evitar a concentração do poder econômico; impedir a criação de situações de conflitos de interesse.” (Cf. EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia;

Desta forma, são nestas premissas que se insere o debate aqui apresentado. A pluralidade de regras de voto deve ser protegida pelo direito societário brasileiro – ou, do contrário, haveria uma única fórmula (no caso, do *one share, one vote*) que deveria ser seguida por todos? Se, de um lado, há diversas razões que poderiam justificar a aplicação exclusiva da regra padrão nas assembleias gerais de acionistas⁴¹³, de outro, são convincentes os argumentos favoráveis à existência de diferentes regras de voto no ordenamento jurídico nacional.

Conforme será exposto a seguir, tais argumentos encontram fundamentos em diferentes estudos produzidos pela doutrina brasileira e estrangeira⁴¹⁴, apresentando tanto aspectos jurídicos, quanto econômicos às suas justificativas. Desta maneira, para que se possa determinar se a existência de desvios à regra do *one share, one vote* é interessante às companhias, seus acionistas e também ao mercado, será necessário avaliar se, afinal, as vantagens promovidas por estas regras superam suas eventuais desvantagens quando comparadas à regra padrão de “um voto por ação”.

6.1. O voto como direito não essencial do acionista

A condição de acionista resulta em um complexo de direitos que podem ser divididos em duas categorias distintas: a dos direitos essenciais e a dos direitos modificáveis – ou, simplesmente, não essenciais. Os primeiros se distinguem por serem inerentes à titularidade acionária e, assim, não podem ser retirados dos acionistas pelo estatuto social da companhia ou por decisão em assembleia. Já os segundos podem ser restringidos – ou

HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de Capitais – regime jurídico*. Rio de Janeiro: Renovar, 3ªed., 2011, p. 20.

⁴¹³ Sobre os principais argumentos favoráveis à regra do *one share, one vote*, ver o que já foi exposto no item 4.4 deste trabalho.

⁴¹⁴ Ainda que argumentos verificados na doutrina estrangeira devam ser adaptados à realidade brasileira, é certo que a experiência encontrada em outros países é de extremo valor ao presente estudo por se pautarem em um conjunto comum de valores, como a proteção a acionistas minoritários e a oposição ao abuso do poder de controle. Esta similaridade de valores pode ser explicada devido à globalização dos princípios da governança corporativa. Sobre o tema, ver: LEITE, Leonardo Barém. Governança Corporativa – Considerações sobre sua Aplicação no Brasil (das “limitadas” às sociedades anônimas de capital pulverizado). In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; AZEVEDO, Luís André N. de Moura Azevedo (coords.). *Poder de Controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2010, pp. 503-529.

mesmo eliminados – pela lei ou pelo estatuto, da mesma forma que podem ser garantidos a apenas uma determinada classe de ações, sendo vedado nas demais⁴¹⁵.

Tendo em vista as definições acima, fica claro que o direito de voto de acionistas não pode ser classificado como um direito essencial⁴¹⁶. O direito de voto, como visto, é garantido a todas as ações ordinárias, mas pode ser restringido nas preferenciais. Esta restrição, conforme previsto pela Lei das S.A., depende apenas de previsão expressa no estatuto social da companhia, sendo garantido apenas em casos específicos, conforme determinado pela mesma norma.

No entanto, nem sempre o direito de voto foi considerado desta forma. Especialmente durante o período do capitalismo industrial, em diversas legislações societárias estrangeiras havia o entendimento que nenhum acionista poderia ser privado de seu direito de votar. Naquele momento, as ideias de liberdade e igualdade levaram ao reconhecimento do direito de voto dos acionistas como um direito essencial, surgindo a ideia de paralelismo entre sociedade anônima e o Estado⁴¹⁷.

Conforme explicitado no capítulo 2.2 deste trabalho, este paralelismo, no direito norte-americano, era evidente durante boa parte do século XIX. Os ideais democráticos, nesta época, fizeram com que a regra do *one share, one vote* fosse inicialmente rejeitada, em favor do sistema de um voto por pessoa. Distinções políticas entre os acionistas, assim, não eram admitidas – quanto menos a restrição do direito de voto⁴¹⁸.

Já no Brasil, pode-se dizer que o direito de voto de acionistas não é – e nunca foi – tratado como direito essencial⁴¹⁹ e, no surgimento das primeiras companhias nacionais, o voto raramente era assegurado a todos os acionistas. Se o Código Comercial de 1850 era omissivo quanto ao funcionamento das assembleias gerais de acionistas – o que possibilitava, na prática, a concessão do direito de voto a apenas alguns acionistas – o artigo 141 do Decreto 434, de 1891, consolidou a prática do “voto censitário” ao

⁴¹⁵ BORBA, José Edwaldo Tavares. Op. Cit. p. 335.

⁴¹⁶ Nas palavras de José Waldecy Lucena: “Em longeva tradição de nosso ordenamento, a disposição comentada reserva o direito de voto, obrigatoriamente, aos titulares de *ações ordinárias*, que anteriormente também se nominavam ações comuns. Não é, assim, e tal já se disse, um *direito essencial*, que então tocaria a todos os acionistas.” (grifos do autor) (Cf. LUCENA, José Waldecy. Op. Cit., p. 1023).

⁴¹⁷ RIBEIRO, Renato Ventura. Op. Cit., p. 40.

⁴¹⁸ Para mais informações sobre o tratamento do direito de voto, neste período, ver capítulo 2.2 acima.

⁴¹⁹ RETTO, Marcel Gomes Bragança. Op. Cit., p. 44.

expressamente permitir que os estatutos sociais determinassem o número mínimo de ações necessárias para o direito de voto. Nesta época, a regulamentação das companhias refletia o regime oligárquico tipicamente verificado na política brasileira⁴²⁰.

No entanto, do ponto de vista jurídico, como pode ser explicada a identificação do direito de voto como um direito não essencial do acionista? Talvez uma explicação possa ser encontrada na distinção de propriedade das ações e propriedade da empresa. O acionista, ao ingressar em uma sociedade, se torna proprietário de ações por ela emitidas⁴²¹. Contudo, a titularidade da empresa permanece com a sociedade, e não com seus acionistas, que não detêm o domínio dos bens da sociedade⁴²².

Desta forma, a Lei das S.A. garante ao acionista o controle de sua propriedade, podendo este livremente ceder suas ações a qualquer outro acionista – ou mesmo a um terceiro – da forma que desejar. No entanto, é da confusão entre os conceitos de propriedade da empresa e propriedade acionária que, muitas vezes, se pode chegar à conclusão incorreta de que o direito de voto seria inerente à condição de acionista. Até mesmo no caso de grandes sócios majoritários, estes não devem ser considerados como os “donos” da empresa⁴²³. Portanto, o direito de controlar suas ações não deve ser confundido com o direito de tomar decisões nas assembleias de acionistas.

Diante deste raciocínio, é perfeitamente lógico que o direito de voto possa ser garantido a alguns acionistas, mas restringido aos demais. Este direito não surge naturalmente da propriedade acionária e, portanto, pode ser limitado, desde que assim acordado por expressa previsão estatutária. Adicionalmente, o fortalecimento da ideia do voto como um direito não essencial também pode ser explicado pelo fenômeno da dispersão do capital das companhias – ocasionado pelo desenvolvimento das empresas e a necessidade de captação de maiores investimentos – e o conseqüente absenteísmo verificado nas assembleias de acionistas.

⁴²⁰ Conforme já discutido no Capítulo 2.3 deste trabalho.

⁴²¹ RIBEIRO, Renato Ventura. Op. Cit., p. 45.

⁴²² COMPARATO, Fábio Konder. *Aspectos jurídicos da macro-empresa*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1970, p. 70.

⁴²³ RIBEIRO, Renato Ventura. Op. Cit., p. 45.

Durante o capitalismo industrial, a necessidade de produção em massa tornou indispensável a captação de valores de terceiros, uma vez que os investimentos realizados pelos fundadores raramente era suficiente para viabilizar a produção da companhia. Com o desenvolvimento da economia capitalista, os investimentos em novas tecnologias continuaram a tornar evidente a necessidade de acumulação de capitais. Conseqüentemente, as companhias passaram a contar com um número muito maior de acionistas e, com isso, seu capital se tornou mais disperso⁴²⁴.

Especialmente com relação a companhias abertas, os fenômenos da dispersão acionária e da especulação de mercado foram, aos poucos, afastando o interesse dos acionistas na gestão da sociedade, que passaram, então, a concentrar sua atenção nos dividendos distribuídos pela companhia, bem como na valorização de suas ações⁴²⁵. Desta forma, ainda que fosse verificado um aumento do número de acionistas das companhias, suas assembleias continuaram a ser presenciadas apenas pelos maiores acionistas da sociedade. Ainda que em menor proporção, esta tendência também pode ser verificada em sociedades anônimas de capital fechado, especialmente pela dispersão acionária em razão de sucessão⁴²⁶.

O direito de votar, isoladamente, não apresenta qualquer garantia de influência nas decisões tomadas nas deliberações de acionistas das companhias. Considerando o princípio da maioria, combinado com a regra de “um voto por ação”, o resultado nas assembleias gerais pode ser assegurado por aqueles que detêm a maior parte das ações, mesmo que estas estejam sob o domínio de poucos, ou mesmo um único, acionistas. Assim, minoritários apresentam poucos incentivos para comparecer às deliberações, sabendo que seu voto pouco importará na decisão tomada em assembleia⁴²⁷.

O fenômeno do absentéismo, naturalmente verificado com a dispersão acionária, certamente foi favorável à consolidação do entendimento do voto como um direito não essencial do acionista. Isto porque, para os pequenos acionistas, o voto se tornou irrelevante, pela impossibilidade de controle da empresa. Assim, o reconhecimento do voto

⁴²⁴ RIBEIRO, Renato Ventura. Op. Cit., p. 46.

⁴²⁵ REQUIÃO, Rubens. Op. Cit., p. 200.

⁴²⁶ RIBEIRO, Renato Ventura. Op. Cit., p. 52.

⁴²⁷ SZTAJN, Rachel. Op. Cit., p. 378.

como direito não essencial não chegou a tardar, uma vez que, na prática, não havia alteração para os acionistas minoritários⁴²⁸.

Por considerar o fenômeno do absentismo irreversível, algumas legislações permitiram a emissão de ações sem voto, conferindo vantagens patrimoniais aos acionistas que não se interessavam pelo controle da companhia⁴²⁹. Devido ao interesse exclusivamente econômico de alguns acionistas, as ações preferenciais, sem direito a voto, surgiram como uma consequência deste fenômeno⁴³⁰. Ao assegurar vantagens patrimoniais a estes investidores, as preferenciais buscam atender o objetivo econômico destes acionistas – os quais não exerceriam seus direitos de voto, mesmo que a eles este fosse garantido.

Adicionalmente, importante destacar que os direitos essenciais, garantidos a todos os acionistas, não são afetados pelo reconhecimento do voto como um direito não essencial⁴³¹. Conforme previsto pelo artigo 109 da Lei das S.A., tais direitos consistem nos seguintes: (i) direito de participar dos lucros; (ii) direito de participar do acervo social, no caso de liquidação; (iii) direito de fiscalização; (iv) direito de preferência para a subscrição de ações, partes beneficiárias conversíveis em ações, debêntures conversíveis em ações e bônus de subscrição; e (v) direitos de recesso, nos casos previstos em lei. Desta forma, ainda que seja retirado de determinado acionista seu direito de votar, os direitos acima arrolados permanecerão inviolados.

Assim, é possível observar que a consolidação do voto como um direito não essencial do acionista foi fruto do desenvolvimento do direito societário, influenciado pela prática das companhias. Sendo o voto um direito modificável, é imperativo admitir certa flexibilidade à regulação deste instituto. Por esta razão, como um argumento jurídico, defende-se que o surgimento das regras alternativas de voto – incluídas aqui não apenas as ações preferenciais sem direito de voto, mas todos os demais desvios da regra do *one*

⁴²⁸ RIBEIRO, Renato Ventura. Op. Cit., p. 51.

⁴²⁹ Vale anotar, contudo, que alguns autores, como Modesto Carvalhosa, criticam a justificativa do absentismo como causa do surgimento de ações sem direito de voto. Para o referido autor, o argumento seria ilógico, “pois não haveria necessidade de se privar alguém de um direito que não exerce” (Cf. CARVALHOSA, Modesto. vol. 2, Op. Cit., p. 409). No entanto, o próprio autor, na mesma referência, reconhece que este fenômeno serviu de argumento, em diversas legislações, para a criação de ações preferenciais, sem direito de voto.

⁴³⁰ REQUIÃO, Rubens. Op. Cit., p. 200.

⁴³¹ CARVALHOSA, Modesto. vol. 2, Op. Cit., p. 415.

share, one vote analisadas neste trabalho – está em harmonia com a identificação do voto como um direito não essencial do acionista.

6.2. Princípio da igualdade no direito de voto

Como exposto no capítulo no capítulo 4.4.1 acima, a igualdade política entre acionistas – ainda que relativa – promovida pelo sistema do *one share, one vote* pode ser apontada como um dos elementos responsáveis pelo sucesso desta regra na prática societária, contribuindo para sua difusão no mercado nacional e estrangeiro. Isto porque, caso sejam emitidas exclusivamente ações ordinárias, de uma mesma classe, todos os acionistas da companhia emissora terão seu poder político determinado por um mesmo critério – qual seja, o número de ações detidas por cada um deles. Adicionalmente, esta regra pressupõe que todos os acionistas apresentem direitos políticos, o que, em um Estado Democrático, é uma ideia interessante, com potencial para atrair investidores.

No entanto, vale lembrar que o princípio da igualdade, presente na Lei das S.A., não se confunde com o mesmo princípio encontrado no direito constitucional⁴³². Se, na Constituição Federal, a igualdade entre cidadãos é protegida, nas normas das companhias não há equivalência entre acionistas, mas, sim, entre ações. E esta afirmativa é verdadeira tanto no que se refere à regra do *one share, one vote* quanto em qualquer um de seus desvios.

A igualdade entre os acionistas, e sua aplicação no âmbito do direito de voto, é altamente controvertida, tanto politicamente quanto teoricamente⁴³³. Nas companhias, o voto será sempre desigual, independentemente da regra de voto elegida para regular as deliberações de acionistas da companhia – com a importante exceção do voto por cabeça⁴³⁴, já comentado no capítulo 5.3.2 anterior, que garante, a princípio, igualdade de votos entre acionistas. Desta forma, o que distingue os sistemas de voto entre si são apenas

⁴³² ADAMEK, Marcelo Vieira Von. Op. Cit., p. 87.

⁴³³ HOPT, Klaus J. *Modern Company and Capital Market Problems: Improving European Corporate Governance after Enron*. In: ARMOUR, John; MCCAHERY, Joseph A. *After Enron, Improving Corporate Law and Modernising Securities Regulation in Europe and the U.S.* Oxford (Hart), janeiro, 2007, p. 451. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=356102>. Acesso em 08 de janeiro de 2017.

⁴³⁴ RIBEIRO, Renato Ventura. Op. Cit., p. 41.

os diferentes critérios considerados na determinação do número de votos garantidos a cada acionista.

O princípio da igualdade, para que seja compatível com os elementos essenciais das sociedades anônimas, deve impor a equivalência de direitos e deveres entre ações da mesma classe e espécie⁴³⁵. Já com relação aos acionistas, a igualdade absoluta de direitos nunca foi almejada pela lei societária. Pelo contrário, não há o que se falar em “igualdade entre acionistas”, uma vez que a própria Lei das S.A. prevê diferentes direitos e deveres a acionistas controladores e minoritários, por exemplo⁴³⁶. Da mesma forma, não seria possível defender que as regras alternativas deveriam ser eliminadas por instituir a desigualdade entre os acionistas, uma vez que tanto a regra do *one share, one vote*, quanto a própria Lei das S.A. trata os acionistas de forma desigual – aqueles com maior número de ações apresentarão maior influência política na sociedade.

Assim, a lei admite a diferenciação de direitos políticos entre sócios de uma mesma sociedade, de acordo com a espécie e classe de ação detida por cada um deles. A diferenciação entre acionistas de uma companhia pode também ser explicada pela admissão de elementos *intuitu personae* nas sociedades anônimas. Ainda que a sociedade anônima, como tipo societário, seja caracterizada pela irrelevância da identidade do acionista, a introdução de elementos *intuitu personae* nas companhias não é totalmente vedada, desde que realizada mediante recurso à figura das classes de ações⁴³⁷. Desta forma, as regras alternativas de voto diferenciam os acionistas, entre si, de forma indireta, obedecendo ao disposto no art. 109 da Lei das S.A., não sendo realizadas distinções entre os titulares das ações, mas apenas aos títulos por eles detidos.

Pelas razões expostas acima, pode-se dizer que, assim como a regra do *one share, one vote*, as regras alternativas de voto também estão de acordo com o princípio da igualdade – em sua concepção restrita, da forma prevista pela lei das sociedades anônimas – autorizando a emissão de ações com diferentes direitos de voto, uma vez que promovem a diferenciação do poder político por meio da prescrição de diferentes direitos a determinadas classes, ou espécies, de ações, e não diretamente a seus acionistas.

⁴³⁵ PELA, Juliana Krueger. Op. Cit., p. 132.

⁴³⁶ CARVALHOSA, Modesto. vol. 2, Op. Cit., p. 605.

⁴³⁷ PELA, Juliana Krueger. Op. Cit., p. 134.

6.3. Possibilidade de monitoramento da gestão da companhia

O monitoramento da gestão da companhia é usualmente incluído no rol dos custos e despesas originados da “relação de agência” mantida entre acionistas minoritários e a administração da companhia⁴³⁸. Estas despesas, também chamadas de “custos de agência”, apresentam como principal origem a diferença informacional verificada entre o principal (neste caso, os minoritários) e o agente (representada pela administração da sociedade e, especialmente no caso brasileiro, os acionistas controladores da companhia)⁴³⁹. Por ter acesso facilitado às informações da sociedade, o agente poderá se sentir incentivado a tomar decisões em benefício próprio, já que o principal terá dificuldades em averiguar se o agente está agindo da forma acordada⁴⁴⁰.

Esta diferença informacional é naturalmente mais acentuada no caso de companhias abertas. No que se refere a sociedades anônimas fechadas, o número menor de sócios pode facilitar a aproximação entre os acionistas – e destes com a administração da companhia (que, muitas vezes, confunde-se com os próprios sócios). Nestes casos, a diferença informacional tende a ser reduzida e, conseqüentemente, o monitoramento da sociedade é facilitado. Já quanto a companhias abertas, há maior distanciamento entre os acionistas minoritários e a gestão da companhia, especialmente devido ao número de sócios (usualmente elevado) e a dispersão do capital da sociedade⁴⁴¹. Assim, pode-se dizer que o monitoramento em companhias abertas ganha maior relevância, ao mesmo tempo em que apresenta maior dificuldade aos pequenos acionistas, em especial devido aos custos envolvidos neste processo.

Desta forma, parte da doutrina defende que desvios à regra do *one share, one vote* contribuiriam para aumentar os custos de agência, uma vez que incentivariam a extração de benefícios particulares pelos agentes e, desta forma, exigiram maiores despesas dos principais para seu monitoramento⁴⁴². Além disso, alternativas à regra padrão de voto, como ações preferenciais sem voto ou classes de ações com vantagens políticas,

⁴³⁸ ENSEN, Michael; MECKLING, William. Op. Cit. p. 83.

⁴³⁹ HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. Op. Cit. p.22.

⁴⁴⁰ Para maiores informações sobre esta relação de agência, ver Capítulo 4.4.3 deste trabalho.

⁴⁴¹ RIBEIRO, Renato Ventura. Op. Cit., p. 47.

⁴⁴² JENSEN, Michael; MECKLING, William. Op. Cit. p. 12.

resultariam, de acordo com alguns autores, na ausência de monitoramento do acionista controlador em sua administração da companhia⁴⁴³. Ademais, desvios do *one share, one vote* também já foram criticados por não permitir um rápido afastamento dos administradores, caso seja constatado um gerenciamento ineficiente da sociedade⁴⁴⁴.

De acordo com os posicionamentos acima, alternativas à regra de “um voto por ação” seriam prejudiciais por dificultar o monitoramento da gestão da sociedade e, conseqüentemente, aumentar os custos de agência usualmente incorridos pelos acionistas minoritários. No entanto, tais argumentos merecem ser revistados, tendo em vista os diferentes interesses dos acionistas de sociedades anônimas, bem como a realidade encontrada no mercado de capitais brasileiro.

Sem dúvida, no que se refere a companhias com capital pulverizado, nas quais o controle da sociedade encontra-se disperso nas mãos de diversos acionistas, a regra do *one share, one vote* pode se tornar um instrumento valioso para o monitoramento mais eficiente da gestão da sociedade. Isto pode ser explicado porque, nestes casos, a relação de agência usualmente se dará entre, de um lado, os acionistas da companhia (principal) e, de outro, seus administradores (agente)⁴⁴⁵.

Desta forma, caso seja verificado que a administração da sociedade não está cumprindo seu papel de forma satisfatória – ou mesmo seja constatada a extração irregular de benefícios particulares por estes agentes – os acionistas da companhia poderão rapidamente substituir os responsáveis por outros responsáveis que possam desempenhar a função de forma mais eficiente. Neste cenário, a garantia de voto a todos os acionistas será relevante, uma vez que o processo de afastamento dos membros da administração, bem

⁴⁴³ Neste sentido: “Indeed, Brazil had both the world’s largest number of dual-class firms, and the largest average gap between cash-flow and voting rights. In economic terms, this ownership pattern produced two classical types of corporate agency problems – those resulting from the absence of any external check on the controlling shareholder’s performance in managing the firm, and those resulting from controlling shareholders’ incentives to engage in theft and tunneling.” (grifos nossos) (Cf. GILSON, Ronald J.; HANSMANN, Henry; PARGENDLER, Mariana. Op. Cit. p. 17).

⁴⁴⁴ Conforme esclarecido por Érica Gorga: “Uma grande disparidade entre investimento e direito de voto pode provocar incentivos negativos para a administração da sociedade, já que os controladores não serão constrangidos por um mercado de controle societário (*market for corporate control*). Assim, mesmo que a empresa seja mal administrada, não existirá possibilidade de afastamentos dos administradores, o que diminui os incentivos dos administradores de gerenciarem a empresa eficientemente.” (grifos nossos) (Cf. GORGA, Érica. Op. Cit. p. 526).

⁴⁴⁵ JENSEN, Michael; MECKLING, William. Op. Cit. p. 6.

como a eleição de novos responsáveis para os cargos, será realizado por meio de votação em assembleia geral de acionistas.

No entanto, esta realidade raramente é verificada no Brasil. Ainda no que se refere a companhias abertas, a estrutura de capital da maior parte das sociedades anônimas brasileiras é de reduzida dispersão acionária, as quais se encontram submetidas ao poder de controle – isolado ou conjunto – majoritário⁴⁴⁶. Nestes casos, os conflitos de agência são comumente verificados entre acionistas controladores e minoritários, diferentemente do que ocorre, por exemplo, nos EUA, onde a dispersão acionária é mais acentuada e a relação de agência se dá, de fato, entre administradores e acionistas⁴⁴⁷.

Considerando que os minoritários, por definição, não apresentam poder suficiente para determinar as decisões em deliberações de acionistas, seu direito de voto, na prática, será pouco eficiente na defesa de seus interesses contra os controladores. Adicionalmente, ainda que, por hipótese, o resultado da assembleia pudesse ser definido pelos minoritários, os conflitos de agência tampouco seriam resolvidos neste órgão, uma vez que o acionista controlador não pode ser facilmente afastado da sociedade – como ocorre com os membros da administração da empresa. Assim, na realidade brasileira, a regra do *one share, one vote* dificilmente terá relevância na tarefa de monitoramento do controle da companhia⁴⁴⁸.

Adicionalmente, vale notar que a maior parte dos acionistas não apresenta interesse em incorrer nos custos necessários à fiscalização dos controladores, ainda que fosse garantido a todos acionistas o mesmo direito de “um voto por ação”. Em caso de insatisfação com o controle da companhia, a tendência natural dos investidores do mercado acionário é de vender suas ações, e não de buscar a solução para os problemas da

⁴⁴⁶ AZEVEDO, Luís André N. de Moura Azevedo. Ativismo dos Investidores Institucionais e Poder de Controle nas Companhias Abertas de Capital Pulverizado Brasileiras. In: Castro, Rodrigo R. Monteiro de; AZEVEDO, Luís André N. de Moura Azevedo (coords.). *Poder de Controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 230.

⁴⁴⁷ GORGA, Érica. Op. Cit. p. 522.

⁴⁴⁸ Esta diferenciação entre companhias de capital disperso e concentrado, no que se refere ao papel da regra do *one share, one vote*, já foi destacada anteriormente por parte da doutrina. Neste sentido, vale mencionar o posicionamento de Arman Khachaturyan sobre a questão: “Second, in the context of controlling structures in general and in the EU in particular, the 1S1V rule as designed to discipline self-interested managers is not a suitable policy instrument since in most of continental Europe the nature and magnitude of agency problems is not between minority shareholders and wayward managers, but between minority and majority shareholders.” (Cf. KHACHATURYAN, Arman. Op. Cit., p. 9).

sociedade⁴⁴⁹. É claro que esta “apatia” dos acionistas não representa a solução perfeita para o problema, uma vez que a venda das ações, no momento de crise da companhia, provavelmente resultará em perdas para o acionista. Por outro lado, na maior parte dos casos, os custos envolvidos no monitoramento da sociedade, bem como na participação em assembleia, não são compensados pelos benefícios obtidos com esta prática.

Não obstante esta natural falta de interesse da maior parte dos investidores no mercado acionário, medidas que facilitam a participação dos acionistas em assembleias gerais devem ser incentivadas⁴⁵⁰. Isto porque a diminuição da burocracia e a redução dos custos de deslocamento – comumente envolvidos na participação em assembleia – são fundamentais para permitir que investidores com interesse em participar do conclave de acionistas tenham condições de fazê-lo. Por outro lado, é necessário reconhecer que, ainda que estas medidas facilitem a participação de acionistas com interesses políticos na companhia, outra parcela do mercado acionário continuará a não demonstrar interesse em exercer seu direito de voto, ainda que os custos de participação fossem reduzidos à zero.

A relação de “custo-benefício” concernente à participação em assembleia e ao monitoramento da gestão da companhia não pode ser explicada simplesmente pelas despesas financeiras incorridas pelos acionistas neste processo. Para que o acionista possa decidir de forma arrazoada sobre as matérias deliberadas em assembleia, é necessário que

⁴⁴⁹ RIBEIRO, Renato Ventura. Op. Cit., p. 61. No mesmo sentido: “Such reforms are intricate for two obvious reasons: the average shareholder/investor is known for his rational apathy, and institutional investors tend to continue to follow the ‘Wall Street rule’, i.e., to move out of their investment rather than to monitor within the company.” (Cf. HOPT, Klaus J. Op. Cit. p. 451).

⁴⁵⁰ . Entre tais medidas, destaca-se a recente Instrução Normativa nº 561 da CVM, de 7 de abril de 2015, que regulamentou o exercício do voto à distância em assembleias gerais de companhias abertas brasileiras. Em 2011, a Lei nº 12.431 incluiu parágrafos únicos nos artigos 121 e 127 da Lei das S.A., que passou então a prever a participação e votação à distância de acionistas de companhias abertas brasileiras. No entanto, tal previsão manteve-se condicionada à eventual regulamentação do tema pela Comissão de Valores Mobiliários. Assim, em abril de 2015, a Instrução Normativa nº 561 foi finalmente aprovada pela autarquia para reger a matéria. De acordo com a referida Instrução Normativa, a CVM optou por utilizar, no processo de votação à distância, a cadeia de prestadores de serviços já empregada para o exercício de outros direitos de acionistas, como os escrituradores e custodiantes das ações. Conforme previsto no art. 21-A da Instrução, o exercício do direito de voto à distância deve ser realizado por meio do preenchimento e envio de um boletim de voto, que apresentará a ordem do dia da assembleia, bem como a possibilidade de exercício de outros direitos de acionistas, como, por exemplo, o pedido de voto múltiplo. Por fim, vale notar que a disponibilização do voto à distância somente se tornará obrigatória, para as primeiras companhias, a partir de 1º de janeiro de 2017 (de acordo com a Instrução Normativa CVM nº 570) e, ainda assim, somente para deliberações de assembleias gerais ordinárias e sempre que a assembleia geral for convocada para deliberar sobre a eleição de membros do conselho fiscal e do conselho de administração.

este investidor se mantenha bem informado sobre os negócios da empresa⁴⁵¹, o que, invariavelmente, demandará tempo deste acionista. Considerando que boa parte dos investidores adquire participações acionárias em companhias diversas, o acompanhamento das informações divulgadas pela sociedade pode se revelar uma tarefa impossível para parte dos acionistas, sem contar que a compreensão dos dados disponibilizados pela companhia muitas vezes exige conhecimentos técnicos que não são dominados pelo investidor⁴⁵².

Adicionalmente, no caso de acionistas minoritários, o monitoramento dos controladores também é desincentivado pelo chamado “problema do caronista” (tradução literal do termo empregado em inglês, “*free rider problem*”)⁴⁵³. Segundo esta teoria, pequenos investidores não apresentem interesse em fiscalizar a gestão da companhia, pois os custos envolvidos nesta prática serão incorridos exclusivamente pelo acionista que realizar o monitoramento, mas os benefícios gerados com suas ações poderão ser aproveitados por todos. Desta forma, o investidor preferirá manter um posicionamento passivo, aguardando que outros assumam os riscos da fiscalização da sociedade. Neste cenário, pouco importará a regra de voto adotada em assembleia – parte dos acionistas preferirá não despende qualquer valor com o monitoramento da companhia.

Por outro lado, esta afirmação não deve ser generalizada a todos os investidores, sendo certo que parte deles decidirá acompanhar as atividades da empresa – mesmo que isto represente maiores despesas. Dentre estes acionistas, destaca-se a atuação de empresas de gestão de recursos de terceiros, que ganharam destaque no mercado de capitais, nos últimos anos. Estas empresas, muitas vezes pertencentes a grandes conglomerados financeiros, comumente apresentam em seus próprios regulamentos o compromisso de fiscalizar a gestão das companhias investidas, visando promover melhorias na rentabilidade dos recursos aplicados por seus investidores⁴⁵⁴. Assim, os custos de monitoramento das companhias são incorridos diretamente pelas empresas de administração de recursos, e indiretamente partilhados por todos seus investidores, o que contribuiu na relação de “custo-benefício” desta prática.

⁴⁵¹ WARDE JR., Walfrido Jorge. Os fundamentos da vedação ao tráfego negocial de ações preferenciais no Novo Mercado: proteção dos interesses dos investidores ou propaganda?. *Revista do Instituto dos Advogados de São Paulo*, nº 21, ano 11, 2008, p. 283.

⁴⁵² RIBEIRO, Renato Ventura. Op. Cit., p. 60.

⁴⁵³ KHACHATURYAN, Arman. Op. Cit., p. 8.

⁴⁵⁴ AZEVEDO, Luís André N. de Moura Azevedo. Op. Cit. p. 243.

No entanto, ainda nestes casos, pode-se afirmar que à adoção da regra do *one share, one vote* pela companhia não será um pré-requisito para que estes acionistas institucionais cumpram com seu compromisso de monitoramento das sociedades investidas. De acordo com o artigo 109, inciso III, da Lei das S.A., a fiscalização da gestão da sociedade é um direito essencial do acionista, o qual não poderá ser afastado, independentemente dos direitos de votos assegurados ao sócio. Contudo, de que forma este direito de fiscalização poderá ser exercido?

Primeiramente, é necessário lembrar que será sempre assegurado ao acionista o direito de participar das assembleias gerais da companhia, não importando qual seja seu direito de voto. Como esclarecido pela doutrina, este direito de participação não se restringe ao mero acesso à reunião de acionistas, mas se estende à discussão das matérias objeto da ordem do dia, além da solicitação de esclarecimentos à administração da companhia e seus auditores independentes⁴⁵⁵.

Adicionalmente, a Lei das S.A. obriga às companhias a divulgar uma grande quantidade de informações que podem ser utilizadas para o monitoramento da empresa⁴⁵⁶. Além das informações de divulgação obrigatória, acionistas detentores de 5% do capital social (votante, ou não) podem exigir a exibição do inteiro teor dos livros sociais, de acordo com o art. 105 da Lei das S.A. O direito à informação, garantido a todos os acionistas, funciona como um instrumento para o efetivo exercício do direito de fiscalização⁴⁵⁷.

Ao tornar público grandes quantidades de dados sociais, a gestão das companhias naturalmente se mostrará menos tendenciosa a praticar atos contrários aos interesses sociais, já que estes poderão ser revelados com maior facilidade. É o que se chama de “efeito profilático” da divulgação de informações⁴⁵⁸. A simples disponibilização de dados

⁴⁵⁵ EIZIRIK, Nelson. Op. Cit., vol. 2, p. 150.

⁴⁵⁶ BORBA, José Edwaldo Tavares. Op. Cit., p. 335.

⁴⁵⁷ EIZIRIK, Nelson. Op. Cit., vol. 2, p. 149.

⁴⁵⁸ Conforme esclarecido por Troy Paredes: “One purpose of the federal securities laws is to reduce agency costs. The argument is that disclosure has a prophylactic effect by deterring corporate insiders from engaging in fraudulent or corrupt behavior or mismanagement that comes at the expense of various corporate constituencies, investors being the most important for purposes of the federal securities laws. (Cf. PAREDES, Troy. *Blinded by the Light: Information Overload and its Consequences for Securities*

sociais já é suficiente para reduzir ações prejudiciais à sociedade, uma vez que a omissão de eventual comportamento corrupto será dificultada – mesmo que, na prática, não haja efetivo monitoramento destes atos.

Independentemente da regra de voto adotada nas assembleias da sociedade, a fiscalização da companhia também poderá ser realizada de forma indireta, por meio da indicação de membros para composição dos órgãos sociais da companhia, além de auditores independentes da sociedade⁴⁵⁹. Conforme já apontado no capítulo 5.1.1 deste trabalho, mesmo no caso de ações preferenciais sem direito a voto, é assegurado aos acionistas detentores de, ao menos, dez por cento do capital social o direito de eleger um membro – e seu suplente – do conselho de administração e do conselho fiscal da companhia. Neste sentido, a doutrina esclarece que a principal função destes conselheiros eleitos por minoritários é precisamente a fiscalização da gestão da companhia e proteção da sociedade contra eventuais práticas abusivas⁴⁶⁰.

No caso de acionistas minoritários, pode-se imaginar que o monitoramento indireto da companhia se mostre mais eficiente do que a fiscalização realizada diretamente pelos próprios investidores. Isto porque, no caso dos conselheiros da sociedade, o acesso à informação é facilitado pelas próprias funções de seu cargo. Ademais, a remuneração devida aos membros dos conselhos da companhia é arcada pela própria sociedade. Por esta razão, ao transferir as tarefas de monitoramento a conselheiros da companhia, os minoritários deixam de incorrer em quaisquer custos diretos de fiscalização.

Assim, pelos motivos expostos acima, pode-se concluir que, considerando a realidade da maior parte das companhias brasileiras, o direito de voto será pouco útil nas práticas de monitoramento das sociedades. Adicionalmente, nos casos em que os investidores apresentem, de fato, interesse na fiscalização da companhia investida, os direitos de fiscalização serão assegurados a estes acionistas, ainda que seus direitos de voto sejam limitados. Finalmente, o monitoramento indireto, por meio dos conselheiros e

Regulation. Saint Louis: Washington University, 2003, p. 39. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=413180>>. Acesso em 08 de janeiro de 2017.

⁴⁵⁹ BORBA, José Edwaldo Tavares. Op. Cit., p. 335. No caso de companhias abertas, a contratação de auditores independentes é compulsória, nos termos do art. 177, §3º da Lei das S.A.

⁴⁶⁰ CARVALHOSA, Modesto. Op. Cit., vol. 3, p. 182.

auditores independentes da companhia, pode-se mostrar uma alternativa mais eficiente para o cumprimento desta tarefa.

Desta forma, resta claro que a adoção da regra do *one share, one vote* apresentará pouca relevância, na prática, para a fiscalização das sociedades anônimas brasileiras – com talvez a exceção, já mencionada, dos casos de companhias de capital pulverizado. Diante desta constatação, as alternativas à regra padrão de voto ganham destaque por oferecer diferentes opções às companhias para a estruturação de seu controle – sem afetar os direitos de fiscalização, que permanecerão assegurados a todos os acionistas.

Por fim, cabe notar que, em alguns casos, regras alternativas de voto – como a limitação de votos por acionistas em determinadas matérias – podem, inclusive, estimular a tarefa de monitoramento da companhia, ao oferecer maiores poderes políticos a acionistas minoritários⁴⁶¹. Assim, a escolha das regras de voto a serem previstas pelo estatuto social de uma companhia deverá levar em consideração as particularidades de cada sociedade. No entanto, é certo que, no que se refere aos direitos de fiscalização das sociedades, regras alternativas de voto podem se mostrar igualmente, ou mesmo mais, eficientes do que a regra padrão do *one share, one vote*.

6.4. Relação entre as regras de voto e o desempenho econômico da companhia

Entre os principais fatores a ser considerados no exame das regras de voto encontram-se os possíveis efeitos gerados por estes sistemas no desempenho econômico das companhias analisadas. Caso desvios do *one share, one vote*, de fato, representassem um obstáculo ao crescimento da sociedade, ou mesmo facilitassem a extração de benefícios privados de controle, então estes mecanismos dificilmente seriam indicados para regular a distribuição de votos entre os acionistas de uma companhia. Contudo, a despeito da

⁴⁶¹ Vale notar também que, em alguns casos práticos – como as já mencionadas ofertas públicas de ações da Azul S.A. e Gol Linhas Aéreas Inteligentes S.A. (para maiores informações, ver capítulo 5.1.3 acima) – companhias abertas, ao optar por uma estrutura de controle que se afaste do padrão do *one share, one vote*, podem oferecer alguns privilégios políticos a seus acionistas, a fim de evidenciar seu compromisso com mecanismos de boa governança corporativa. Nos casos mencionados, foi garantido aos acionistas sem voto o direito de eleger membros adicionais para compor o conselho de administração das companhias. Desta forma, pode-se dizer que a capacidade de monitoramento dos preferencialistas foi fortalecida, ainda que a fiscalização fosse realizada de forma indireta pelos membros do conselho de administração, apontados por estes acionistas.

opinião de parte da doutrina⁴⁶², desvios do *one share, one vote* podem não apenas representar um instrumento de desincentivo da extração de benefícios particulares, como também, em alguns casos, ser mais adequadas ao desenvolvimento econômico das companhias. Nos itens a seguir, estes dois aspectos econômicos serão analisados com maior detalhe.

6.4.1. Desestímulo à extração de benefícios privados de controle

Assim como o tema abordado no item anterior deste trabalho, a extração de benefícios privados de controle é usualmente arrolada como um dos “custos de agência” suportados por acionistas⁴⁶³. Sócios controladores, por comumente contar com acesso facilitado a informações da companhia e por poder definir o resultado das deliberações de acionistas, podem se sentir incentivados a tomar decisões em benefício próprio, ainda que estas não sejam do interesse da sociedade.

Neste sentido, conforme já tratado no capítulo 4.4.3 deste trabalho, parte da doutrina entende que desvios à regra do *one share, one vote* aumentam os custos de agência ao desalinhar os interesses econômicos dos sócios controladores com os da própria sociedade, incentivando a prática de atos ilícitos, prejudiciais à companhia⁴⁶⁴. De acordo com esta teoria, desvios do *one share, one vote* podem criar grande disparidade entre investimento e direito de voto. Nestes casos, os acionistas controladores não teriam os incentivos corretos para tomar as decisões mais adequadas à sociedade – uma vez que pouco perderiam, caso a decisão viesse a se mostrar incorreta, mas tampouco lucrariam, em caso de sucesso. Assim, os controladores com baixo interesse econômico na empresa buscariam maiores lucros com a extração de benefícios particulares⁴⁶⁵.

É possível imaginar que, em teoria, casos com grande desproporção entre direitos políticos e econômicos poderiam, de fato, apresentar maiores incentivos para que controladores agissem de forma inadequada em relação aos interesses da companhia. Por outro lado, é preciso destacar que outros fatores, estranhos a esta relação puramente

⁴⁶² Conforme apresentado no Capítulo 4.4.3 acima.

⁴⁶³ JENSEN, Michael; MECKLING, William. Op. Cit. p. 12.

⁴⁶⁴ GILSON, Ronald J.; HANSMANN, Henry; PARGENDLER, Mariana. Op. Cit. p. 17.

⁴⁶⁵ GORGA, Érica. Op. Cit., pp. 524 - 526.

econômica entre acionistas controladores e a sociedade, devem ser levados em consideração na análise deste problema de agência.

Inicialmente, conforme tratado no capítulo 4.2 acima, é necessário lembrar que a desproporção entre o capital investido na companhia e direitos políticos é perfeitamente possível – e até mesmo comum – com a regra do *one share, one vote*, nos termos da atual legislação societária brasileira. Ao permitir que as companhias emitissem ações sem valor nominal, o legislador brasileiro possibilitou que as contribuições de cada acionista na formação do capital da companhia deixassem de apresentar rígida proporção com o número de ações detidas por cada um dos investidores da sociedade⁴⁶⁶.

O tema também já foi abordado, inclusive, pela CVM – no julgamento do recurso apresentado pela Azul S.A., já discutido anteriormente⁴⁶⁷, contra o indeferimento do seu pedido de registro como companhia aberta. De acordo com a diretora Ana Novaes, o legislador teve a clara intenção de permitir a desproporção entre direitos políticos e econômicos, ao admitir ações sem valor nominal⁴⁶⁸. Neste sentido, destaca-se que ofertas de ações sem valor nominal são muito comuns por garantir maior flexibilidade na emissão destes títulos⁴⁶⁹.

Adicionalmente, mesmo no caso de ações com valor nominal, a possibilidade de destinação do ágio à reserva de capital da companhia cria desproporção entre o valor aportado por cada acionista e suas participações acionárias⁴⁷⁰. Por estas razões, ainda que seja admitido que estruturas desproporcionais são propícias à extração de benefícios particulares, seria necessário reconhecer que, mesmo no que se refere à regra do *one share, one vote*, esta desproporção é verificada em muitos casos. Desta forma, em vista da atual

⁴⁶⁶ CARVALHOSA, Modesto, vol. 2, Op. Cit. p. 392.

⁴⁶⁷ Para maiores detalhes, ver capítulo 5.1.3 acima.

⁴⁶⁸ De acordo com trecho do voto da diretora Ana Novaes, transcrito a seguir: “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.” (Cf. Declaração de voto da diretora Ana Novaes no Processo CVM nº RJ2013/5993. O inteiro teor do voto encontra-se disponível em <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0010/8923-2.pdf>. Acesso em 08 de janeiro de 2017).

⁴⁶⁹ VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. Op. Cit., p. 136

⁴⁷⁰ CARVALHOSA, Modesto, vol. 2, Op. Cit. p. 392.

legislação societária brasileira, perde força o argumento de que a regra de “um voto por ação” seria favorável ao desincentivo da extração de benefícios privados de controle.

Ademais, a estrutura de capital das sociedades anônimas brasileiras também deve ser levada em consideração na análise do problema dos benefícios privados de controle. Em companhias que apresentam seu capital social pulverizado em diversas ações no mercado de capitais, a regra do *one share, one vote* contribuirá para que o poder político da sociedade esteja igualmente disperso. No entanto, como retomado no item 6.3 acima, esta não é a realidade comumente encontrada nas sociedades anônimas brasileiras.

Em cenários nos quais as companhias apresentam a maior parte de suas ações concentradas nas mãos de poucos acionistas, os efeitos da aplicação da regra de “um voto por ação” serão completamente diversos. Nestes casos, o mecanismo do *one share, one vote* resultará em grande concentração de poderes políticos. Devido a esta configuração de poder, no caso da maior parte das sociedades anônimas brasileiras, as decisões em assembleia poderão ser decididas por um pequeno número de sócios, aos quais restará assegurada estabilidade do controle da companhia, dando origem a possíveis conflitos de agência entre controladores e minoritários⁴⁷¹, entre eles a extração de benefícios privados de controle.

Desta forma, considerando a concentração do poder político característica de companhias brasileiras – tanto abertas quanto fechadas – desvios da regra do *one share, one vote* podem, em alguns casos, até mesmo contribuir para o equilíbrio de poder entre acionistas e, assim, diminuir a tendência da extração de benefícios privados pelos controladores. Entre elas, é possível destacar o papel da regra do voto múltiplo, que facilita a indicação de membros do conselho de administração por acionistas minoritários (que, por sua vez, poderão monitorar mais atentamente a atuação dos demais administradores e controladores da companhia), bem como a limitação do número de votos por acionistas em decisões que possam afetar diretamente direitos de minoritários.

⁴⁷¹ Sobre este tema, importante citar a abordagem desta questão por Marcelo Vieira Von Adamek: “Porém, diversamente disso, nos principais tipos societários e, pode-se acrescentar, em todos nos quais entre nós vige o princípio majoritário, a formação da vontade coletiva não ocorre apenas pelo critério de cabeça (*one man, one vote*), e sim, no mais das vezes, dá-se em função da participação dos sócios no capital social (CC, arts. 1.010 e 1.071; e LSA, art. 110); isto de tal sorte que, estando a maioria das participações societárias em mãos de um sócio ou de um grupo estável, o procedimento de deliberação e o método assemblear restam esvaziados, surgindo daí a necessidade de uma especial proteção à minoria.” (Cf. ADAMEK, Marcelo Vieira Von. Op. Cit., p. 34).

De qualquer maneira, é necessário ressaltar que, não importando quais sejam as regras de voto eleitas para regular a distribuição de votos entre acionistas, sempre haverá risco de que sócios controladores, ou a própria administração da sociedade, não atue da forma mais apropriada ou eficiente para atender os interesses da companhia. Assim, não é possível defender que a regra do *one share, one vote* – ou qualquer outra regra de votação, importante frisar – seja suficiente para, isoladamente, reduzir a possibilidade de extração de benefícios particulares de controle⁴⁷².

Diante disso, é preciso reconhecer que a principal causa do problema da extração de benefícios particulares de controle não se relaciona com as regras de voto eleitas para regular a distribuição de poder dentro das companhias, mas, sim, de desrespeito às regras impostas pela lei, com o exercício abusivo do direito de voto⁴⁷³. Neste sentido, regras que reforçam direitos de minoritários – como a possibilidade de indicação de membros à administração da companhia, o acesso a informações da sociedade, a aplicação de sanções em casos de abuso de controle, e garantia de direitos de recesso, no caso de deliberações que possam apresentar grande impacto ao desenvolvimento da companhia ou no direito dos acionistas – são fundamentais para estimular o crescimento econômico a longo prazo das companhias, bem como o fortalecimento do mercado de capitais.

6.4.2. Impactos no desempenho econômico da companhia

Diversos estudos já foram produzidos com o objetivo de evidenciar os efeitos econômicos produzidos pela regra do *one share, one vote* e seus desvios, a fim de verificar qual mecanismo que melhor contribuiria para o desempenho das empresas. Se, de fato,

⁴⁷² Conforme defendido por Guido Ferrarini, desvios do *one share, one vote* não necessariamente resultarão na extração de benefícios privados de controle: “This may depend on weak investor protection, even though departures from one share - one vote do not always correlate to private benefits of control, as shown by the use of multiple voting shares in Sweden which is generally considered as a “good law” country.” (Cf. FERRARINI, Guido Alessandro. Op. Cit., p. 175).

⁴⁷³ A esta mesma conclusão chegaram Daniela Fragoso e Gustavo Akkerman, conforme transcrição a seguir: “Não se nega que um acionista controlador com participação no capital menor que 100% terá mais incentivos para extrair benefícios particulares do controle quanto menor seja sua participação na companhia, conforme expõe a Teoria da Agência. Porém, incentivos para a expropriação de benefícios sempre haverá, não importa quem detenha o poder de controle, seja um acionista, seja a administração da companhia. Assim, não se pode rejeitar a existência de um poder de controle, cabendo, sim, atacar o potencial para expropriação de benefícios por meio de regras que efetivamente punam tais abusos e que sejam cumpridas. (Cf. FRAGOSO, Daniela Neves Reali; AKKERMAN, Gustavo. Op. Cit. p. 293).

desvios do *one share, one vote* colaborassem com a extração de benefícios privados de controle, tais estudos, em tese, apontariam um pior desempenho econômico para companhias que tivessem optado por regras alternativas de voto. No entanto, os trabalhos produzidos sobre o tema apresentam conclusões, no mínimo, conflitantes⁴⁷⁴.

Em estudos seminais sobre os efeitos das regras de voto na transferência de controle das companhias, Sanford J. Grossman e Oliver D. Hart⁴⁷⁵ concluíram que, considerando certas premissas, a regra do *one share, one vote* maximizaria o valor das companhias, no momento da venda de seu controle, uma vez que, no caso dos desvios do *one share, one vote*, o controle poderia ser transferido para um adquirente ineficiente que extrairia benefícios privados de controle da sociedade. Por outro lado, na opinião destes mesmos autores, estruturas societárias baseadas em desvios da regra de “um voto por ação” poderiam ser mantidas, no momento da abertura de capital da companhia. Desta forma, notam-se aqui diferentes conclusões, de acordo com a situação analisada da sociedade.

No mesmo período, Milton Harris e Artur Raviv apresentaram estudo semelhante, no qual esclareceram que a regra do *one share, one vote* é “*socially optimal*” por permitir que administradores ineficientes sejam afastados da companhia. Contudo, desvios da regra de voto padrão seriam mais favoráveis à maximização do valor da companhia e, conseqüentemente, dos investimentos realizados pelos acionistas⁴⁷⁶. Diversos outros trabalhos, publicados por diferentes autores, seguiram estes primeiros estudos, procurando apresentar visões distintas sobre a relação entre o desempenho econômico das sociedades e

⁴⁷⁴ Ao comentar os estudos conduzidos na Alemanha sobre o tema, Walfrido Jorge Warde Jr. aponta que os resultados encontrados são ambíguos e as conclusões, imprecisas (Cf. WARDE JR., Walfrido Jorge, Op. Cit., p. 1081). Da mesma forma, Arman Khachatryan, no trecho transcrito a seguir, destaca que os estudos que buscaram determinar se desvios da regra do *one share, one vote* são, de fato, prejudiciais para a valorização da companhia são contraditórios: “The link between the 1S1V rule and shareholder welfare is a critical one, since the extent to which 1S1V can be an optimal economic arrangement in terms of best promoting shareholder value predetermines whether 1S1V can be the right policy instrument for EU intervention in the pursuit of shareholder democracy in the EU. The efficiency implications of 1S1V have been broadly discussed in law, finance and economic literature. At best there are conflicting views as to whether deviations from 1S1V increase or reduce corporate value.” (grifos nossos) (Cf. KHACHATURYAN, Arman. Op. Cit., p. 6).

⁴⁷⁵ Os autores iniciaram o referido estudo com a publicação do seguinte trabalho: GROSSMAN, Sanford J.; HART, Oliver D. One Share – one vote and the market for corporate control. *Journal of Financial Economics*, nº 20, pp. 175-202, 1988. Posteriormente, as ideias deste estudo foram incorporadas em outro trabalho por Oliver Hart, o qual conectou os conceitos anteriormente apresentados com outros aspectos de teorias contratuais financeiras, produzindo o seguinte texto: HART, Oliver D. *Firms, Contracts and Financial Structure*. Oxford: Oxford University Press, 1995.

⁴⁷⁶ Para maiores informações, ver: HARRIS, Milton; RAVIV, Artur. Corporate Governance: Voting rights and Majority Rules. *Journal of Financial Economics*, nº 20, 1988, pp. 203-235.

desvios da regra do *one share, one vote*. Grande parte destes estudos chegaram à conclusão de que regras de voto alternativas seriam economicamente mais eficientes do que o *one share, one vote*⁴⁷⁷.

Ao constatar a grande quantidade de trabalhos realizados sobre este mesmo tema, cada qual apresentando conclusões distintas, é natural que sejam realizadas as seguintes perguntas: afinal, haveria uma única resposta correta a esta questão? Qual regra de voto melhor contribuiria para o desempenho econômico das companhias? Após análise dos estudos anteriormente citados, é possível notar que cada um deles realiza suas conclusões a partir de pressupostos e condições pré-determinadas (como a estrutura administrativa e societária das companhias, as normas protetoras de direitos de minoritários, aplicáveis às companhias analisadas, bem como a própria atividade desempenhada pela empresa). Adicionalmente, estes trabalhos usualmente analisam a eficiência econômica das regras de voto em situações específicas da companhia – como, por exemplo, na venda do seu controle, na abertura de seu capital ou no aporte de novos investimentos na sociedade.

Desta forma, é possível concluir que a resposta sobre qual regra é economicamente mais interessante a uma determinada companhia poderá variar, de acordo com os pressupostos considerados. Assim, desvios da regra do *one share, one vote* poderão certamente se mostrar mais eficientes para o desenvolvimento econômico de algumas sociedades. Além disso, diferentes regras de voto podem ser mais interessantes a uma mesma companhia, dependendo do momento específico analisado⁴⁷⁸. Por estas razões, a análise da regra mais eficiente, obrigatoriamente, deverá ser realizada caso a caso.

Conforme defendido por alguns autores⁴⁷⁹, em quaisquer companhias que adotem regras alternativas de voto, poderão ser verificadas às seguintes forças opostas: de um lado,

⁴⁷⁷ Entre estes trabalhos, é possível citar os seguintes: GROMB, Denis. *Is one share/one vote optimal?*. MIT Discussion paper, Cambridge, 1997; HIRSHLEIFER, David; e THAKOR, Anjan V. *Managerial Performance, Boards of Directors and Takeover Bidding*. *Journal of Corporate Finance: Contracting, Governance and Organization*, 1, 1994, p. 63; JENSEN, Michael; e WARNER, Jerold. *The Distribution of Power among Corporate Managers, Shareholders, and Directors*. Cambridge: Harvard University Press, 2000 (disponível em <http://papers.ssrn.com/abstract=173459>. Acesso em 08 de janeiro de 2017); e MARTIN, Shaun; PARTNOY, Frank. *Encumbered Shares*. *University of Illinois Law Review*, pp. 775-813, 2005 (disponível em: <http://papers.ssrn.com/abstract=621323>. Acesso em 08 de janeiro de 2017).

⁴⁷⁸ Neste sentido: KHACHATURYAN, Arman. Op. Cit. e LIN, Yu-Hsin; e MEHAFFY, Thomas. Op. Cit.

⁴⁷⁹ Neste sentido: “This Article argues that there are two forces at play: the first is the value created by concentrated control, and the second is the value-decreasing effect of the agency costs resulting from disproportional control. A rational investor would purchase shares in a company with disproportional control

vantagens administrativas geradas com a distribuição desproporcional de poderes, de outro, eventuais custos de agência decorrentes desta desproporção – em especial, a extração de benefícios particulares de controle. No entanto, estas duas forças não são estáticas e se modificam com o passar do tempo. Por esta razão, até mesmo no que se refere a uma única companhia, a questão de “qual a melhor regra de voto?” poderá dar a origem a diferentes respostas, dependendo do momento analisado da sociedade.

Em 2006, foi lançada uma consulta pública sobre as prioridades da União Europeia, no âmbito de direito societário. Entre as principais discussões travadas, encontrava-se a questão da obrigatoriedade de adequação das companhias à regra do *one share, one vote*. A fim de fundamentar este debate com dados práticos, foi encomendada extensa pesquisa empírica sobre os efeitos de mecanismos de reforço do poder de controle – entre eles, os desvios da regra do *one share, one vote* – no desempenho de sociedades europeias. Afinal, já em 2007, o estudo concluiu não haver evidências econômicas da relação entre os desvios da regra do *one share, one vote* e o desempenho das companhias⁴⁸⁰.

Na prática, esta conclusão mostrou-se favorável aos sistemas alternativos de voto, já que a União Europeia, com base nestes estudos, decidiu não ser necessária qualquer ação que reforçasse a aplicação da regra do *one share, one vote* em suas companhias⁴⁸¹. Esta pesquisa empírica corroborou o entendimento de não haver uma única regra de voto mais adequada a todas as sociedades. Se, por um lado, a conclusão obtida pelo estudo não deve ser interpretada como uma crítica ao sistema de “um voto por ação”, por outro, certamente abriu espaço para regras de voto alternativas sejam adotadas com maior frequência em deliberações assembleares de sociedades anônimas.

only when the benefits of control outweigh the agency costs of disproportional control. These two forces are competing and will change over time, even within a single company. This partly explains why one sees mixed results from empirical studies. The effect of disproportional control is dynamic, rather than static. This means different companies at different times may experience various levels of agency costs and benefits resulting from disproportional control. Therefore, the net effect of disproportional control will change over time.” (Cf. LIN, Yu-Hsin; e MEHAFFY, Thomas. Op. Cit., p. 461-462).

⁴⁸⁰ A referência ao estudo realizado nas companhias europeias, bem como a decisão da Comissão Europeia, tomada com base nestas análises, podem ser encontradas em: “Speech by Commissioner McCreevy at the European Parliament’s Legal Affairs Committee”, Speech/07/592, Bruxelas, 03/10/2007. Disponível em: http://europa.eu/rapid/press-release_SPEECH-07-592_en.htm. Acesso em 08 de janeiro de 2017.

⁴⁸¹ Conforme transcrição de trecho do discurso de Charlie McCreevy, Comissário Europeu para o Mercado Interno: “The study found that there is no economic evidence of a causal link between deviations from the so-called “proportionality principle” and the economic performance of companies. I have weighed the findings of the study and all the other arguments which have been advanced. My conclusion is that there is no need for action at EU level on this issue.” (Cf. “Speech by Commissioner McCreevy at the European Parliament’s Legal Affairs Committee”, Speech/07/592, Bruxelas, 03/10/2007. Disponível em: http://europa.eu/rapid/press-release_SPEECH-07-592_en.htm. Acesso em 08 de janeiro de 2017.)

Ainda que a referida pesquisa tenha tido por objeto a análise exclusiva de companhias europeias, suas conclusões podem também ser utilizadas para questionar a relação entre regras de voto e o desempenho econômico de sociedades anônimas brasileiras. Isto é reforçado pelo fato de que a estrutura política comumente encontrada nas companhias de alguns países europeus apresenta forte semelhanças com a estrutura verificada em sociedades brasileiras – caracterizadas por seu controle concentrado e, em muitos casos, familiar⁴⁸². Ademais, é válida também a conclusão, referida anteriormente, de que há forças opostas dentro das companhias, que se modificam com o passar do tempo, e que devem ser consideradas na avaliação da influência de determinada regra de voto no desempenho econômico das companhias. Deste modo, também no que se refere a sociedades anônimas brasileiras, é possível concluir que a verificação da melhor regra de voto deverá ser realizada caso a caso, sendo possível que desvios do *one share, one vote* se mostrem mais adequados ao desenvolvimento econômico de, ao menos, parte das companhias brasileiras.

6.5. Adequação das regras de voto a diferentes interesses

No capítulo 4.4.4 deste trabalho, foi apresentado o entendimento, defendido por parte da doutrina, de que a regra do *one share, one vote* criaria incentivos para que os acionistas tomassem as decisões mais favoráveis à companhia. De acordo com esta teoria, os acionistas, por serem os detentores das “pretensões residuais” da sociedade⁴⁸³, seriam os mais afetados economicamente por seu sucesso ou fracasso. Assim, o sistema de “um voto por ação” alinharia os interesses dos sócios com os da companhia⁴⁸⁴, uma vez que aqueles com maior interesse econômico na sociedade naturalmente apresentariam maior empenho na busca do sucesso da empresa e, portanto, deveriam ser os responsáveis por tomar as decisões sobre o destino da companhia.

A lógica econômica da teoria descrita acima é inegável. No entanto, há importantes ressalvas a serem realizadas com relação a esta teoria. Inicialmente, é necessário destacar

⁴⁸² Em especial, é possível citar o caso de companhias italianas conforme referido em: Santoro, Augusto; Di Palma, Ciro; Guarneri, Paolo; Capogrosso, Alessandro. Op. Cit.

⁴⁸³ EASTERBROOK, Frank H.; FISCHER, Daniel R. *The economic structure of corporate law*. Cambridge: Harvard University Press, 1996, p. 11

⁴⁸⁴ BLACK, Bernard; KRAAKMAN, Ranier. A Self Reinforcing Model of Corporate Law. *Harvard Law Review*, vol. 109, Abril, 1996, p. 31.

que o entendimento acima parte do pressuposto de que os acionistas seriam investidores homogêneos, apresentando o mesmo – e único – interesse na companhia investida, qual seja: suas pretensões residuais na sociedade. Contudo, esta premissa não é verdadeira: acionistas não são iguais e tampouco apresentam interesses homogêneos na companhia investida⁴⁸⁵.

A principal crítica a ser realizada a esta teoria relaciona-se ao fato de seus fundamentos se basearem tão somente nos interesses econômicos das companhias e seus acionistas. Não que o interesse pelo lucro deva ser desconsiderado da análise comportamental de acionistas. Certamente, este é o principal objetivo buscado pela maior parte dos investidores⁴⁸⁶ e, no que se refere às companhias, o interesse pelo lucro faz parte dos próprios limites impostos pela Lei das S.A., na definição do objeto social das companhias⁴⁸⁷. No entanto, outros interesses, tais como interesses sociais, ou outras relações mantidas pelos acionistas com a companhia, como relações de emprego, podem influenciar na tomada de decisões, como será visto, a seguir, neste capítulo.

Ademais, mesmo com relação aos interesses econômicos dos acionistas, estes seguramente não são homogêneos, uma vez que a expectativa de cada investidor quanto à maximização de seus investimentos – e de como esta maximização deverá ser alcançada – variará de acionista para acionista. Por fim, com relação aos interesses das companhias, é certo que estes não se restringem apenas à obtenção de lucro, como esclarecem as teorias mais modernas da função social das sociedades.

Desta forma, o presente capítulo buscará demonstrar que, na realidade, interesses diversos de acionistas podem influenciar no exercício (ou mesmo no “não exercício”) de seu direito de voto nas assembleias gerais de suas companhias. Por esta razão, a teoria de

⁴⁸⁵ Conforme exposto por Grant Hayden e Matthew Bodie: “Thus, the theory of shareholder primacy rests on the notion that shareholders will improve social welfare by focusing on increasing the corporation’s residual profits. Shareholder primacy is enforced through shareholder voting and by the market for corporate control which uses the shareholder vote to effectuate changes in management. Essential to the theory is the notion of shareholder homogeneity: namely, that shareholders all share a common, homogeneous interest in increasing residual profits. However, this essential aspect of the theory simply isn’t true. Shareholders are not homogeneous in the interests – in new ways as well as old.” (grifos nossos) (Cf. HAYDEN, Grant M.; BODIE, Matthew T. Op. Cit. p. 40).

⁴⁸⁶ O direito de participação nos lucros sociais é o primeiro direito essencial dos acionistas, conforme listados pelo art. 109 da Lei das S.A.

⁴⁸⁷ Como se pode depreender da análise do art. 2º da Lei das S.A., a seguir transcrito: “Art. 2º Pode ser objeto da companhia qualquer empresa de fim lucrativo, não contrário à lei, à ordem pública e aos bons costumes.” (grifos nossos).

que a regra do *one share, one vote* contribuiria para o alinhamento de interesses entre acionistas e a companhia, nem sempre se revelará verdadeira. Finalmente, a previsão de regras de voto diversas em nosso ordenamento jurídico – incluindo aquelas que se afastam da regra do *one share, one vote* – se mostrará não apenas favorável, mas necessária à adequação destes diferentes interesses apresentados por acionistas de uma mesma companhia.

6.5.1. Acionistas com interesses diversos

O que leva um acionista a subscrever ações de uma determinada sociedade? A resposta a esta pergunta serve como reflexão para os diferentes interesses que podem estar envolvidos no momento da aquisição de participações acionárias de uma companhia. Em sociedades anônimas, abertas ou fechadas, é natural que a criação da sociedade promova a reunião de diferentes investidores para o empreendimento empresarial. Cada um destes acionistas, assim, apresentará uma relação distinta com a companhia.

As diferenças comportamentais entre sócios de uma mesma sociedade podem ser explicadas de diversas formas – que não se resumem ao seu interesse pela maximização de seus investimentos. Neste sentido, é necessário destacar que acionistas apresentam diferentes capacidades para interpretar as informações que são obtidas da sociedade⁴⁸⁸. Da mesma forma, investidores distinguem-se por suas preferências e suas aversões ao risco, além de terem percepções diferentes das tendências de mercado. Isto sem contar no próprio interesse de cada acionista em se envolver nas deliberações sobre o destino da empresa. Estes são apenas alguns exemplos de fatores que distinguem os acionistas entre si, e que podem refletir na tomada de decisão em assembleias gerais da companhia⁴⁸⁹.

⁴⁸⁸ Alguns trabalhos já foram produzidos sobre as variáveis envolvidas no processo racional de escolha, no âmbito econômico. Entre as variáveis, destaca-se a capacidade de organizar e processar as informações obtidas, conforme descrito no seguinte trabalho: SIMON, Herbert. *A Behavioral Model of Rational Choice*. Quarterly Journal of Economics, vol. 69, 1955, pp. 99-118. Disponível em: <http://www.math.mcgill.ca/vetta/CS764.dir/bounded.pdf>. Acesso em 08 de janeiro de 2017.

⁴⁸⁹ Sobre estes diferentes fatores que influenciam na tomada de decisões, assim esclareceu Arman Khachatryan: Moreover, the fundamental presumption of shareholders being homogenous value-maximisers is indefensible. The literature has long emphasised the role of behavioural and cognitive psychology in price performance and price behaviour over time, and hence the heterogeneity of preferences of corporate players. They are not identical insofar as their preferences are concerned since they have limited, non-identical cognitive capacities to store, process and interpret information. Different corporate players also have different perceptions or biases about the market and its trends. They use behavioural and judgmental faculties such as biases related to i) motivated reasoning, ii) self-confidence and iii) flawed statistics to seek out and

Conforme determinado pela Lei das S.A., o exercício do direito de voto deverá ser realizado no interesse da companhia⁴⁹⁰. No entanto, a definição de quais seriam os interesses de cada sociedade, ou mesmo como estes deveriam ser protegidos, é uma tarefa complexa que deverá ser realizada considerando as características particulares de cada empresa. Contudo, observando a realidade das companhias, é seguro afirmar que alguns acionistas apresentam papéis de maior destaque no sucesso de suas sociedades. De forma diversa, outros investidores podem, certamente, ser prejudiciais ao desenvolvimento das empresas – ao, por exemplo, centrar suas expectativas na obtenção de maiores lucros a curto prazo. Neste cenário, ainda que não seja possível afirmar, de antemão, quais as melhores decisões para cada sociedade, é certo que as diferentes regras de voto previstas no ordenamento jurídico brasileiro garantem certa flexibilidade às companhias para organizar sua estrutura de controle, de acordo com suas necessidades particulares.

Sobre as diferenças de interesses entre acionistas, vale citar a classificação de acionista formulada por José de La Veja, no século XVII, frequentemente citada pela doutrina⁴⁹¹. De acordo com o autor, em funções dos objetivos de cada sócio perante a companhia investida, os acionistas poderiam ser classificados como: (i) “acionista empresário”, sendo aquele que tem interesse na prosperidade da empresa e tem interesse em participar na tomada de decisões da companhia; (ii) “acionista rendeiro”, identificado como o investidor que busca o retorno pecuniário permanente de seu investimento; e (iii) “acionista especulador”, sendo o acionista que visa o lucro imediato com a compra e venda de títulos.

Na realidade, há diversas possibilidades de realizar a classificação de acionistas, considerando os diferentes perfis de investidores encontrados na prática das sociedades. Abaixo, este trabalho apresenta sua contribuição, listando alguns exemplos (não taxativos) de acionistas, cujo interesse na sociedade poderá influenciar o exercício de seu direito de voto, de maneiras diversas.

discover valuable information in the face of informational incompleteness. Consequently, the way in which corporate players make judgements on stock performance, for example, and how they determine and express their respective preferences define the way in which they are different from each other in their preferences and how such differences are reflected in stock returns and volatility.” (Cf. KHACHATURYAN, Arman. Op. Cit., p. 11).

⁴⁹⁰ Conforme caput do artigo 115 da Lei das S.A.

⁴⁹¹ Neste sentido: BULGARELLI, Waldirio. *Regime jurídico da proteção às minorias nas S/A de acordo com a reforma da Lei nº 6404/76*. Rio de Janeiro: Renovar, 1998, p. 34; e REQUIÃO, Rubens. Op. Cit., p. 126.

6.5.1.1. Acionistas de longo e curto prazo

A captação de recursos junto a investidores diversos, especialmente no caso de companhias abertas, pode atrair acionistas que não se preocupam com o futuro da empresa, concentrando sua atenção na distribuição de um volume maior de dividendos, a curto prazo, assim como na rápida valorização das ações da companhia (possibilitando a venda lucrativa dos títulos adquiridos).⁴⁹²

Acionistas especuladores tendem a ser os primeiros a não comparecer às assembleias de acionistas, por falta de interesse ou vínculo com a sociedade⁴⁹³. Por outro lado, caso tenham a possibilidade de influenciar na decisão da companhia, sua participação nas deliberações tenderá a valorizar ações voltadas para o crescimento de curto prazo da sociedade. Neste sentido, especialistas apontam que esta preocupação com a rápida valorização de seus investimentos pode ser prejudicial para as empresas, desestabilizando as companhias e a própria economia⁴⁹⁴.

De outra forma, acionistas de longo prazo tendem a apresentar maior preocupação com o desenvolvimento e o futuro das companhias, uma vez que seu interesse reside na sua permanência como acionistas da sociedade. Por esta razão, acionistas de longo prazo já foram apontados como peças-chave no sucesso de algumas companhias⁴⁹⁵. É claro que a generalização destes posicionamentos não é possível: acionistas de curto prazo podem contribuir para o sucesso da companhia, bem como antigos acionistas podem ser prejudiciais ao desenvolvimento da sociedade. No entanto, é certo que algumas sociedades são mais dependentes de inovações e investimentos a longo prazo do que outras. Nestes casos, instrumentos que permitam a alocação de maiores poderes para antigos acionistas destas companhias poderão se mostrar vantajosos.

Entre as regras de voto anteriormente citadas que poderiam cumprir esta função, claramente se destaca a garantia de voto duplo a acionistas de longo prazo, apresentada no

⁴⁹² RIBEIRO, Renato Ventura. Op. Cit., p. 60.

⁴⁹³ *Idem*.

⁴⁹⁴ WONG, Simon C. Y. Op. Cit., p. 1. No mesmo sentido: BOLTON, Patrick; e SAMAMA, Frédéric. Op. Cit.

⁴⁹⁵ LIN, Yu-Hsin; e MEHAFFY, Thomas. Op. Cit. p. 441.

capítulo 5.4.3 deste trabalho. Esta regra de voto foi objeto de recentes debates na Europa, devido às reformas nas legislações societárias francesa e italiana, que reforçaram e introduziram, respectivamente, este sistema de voto nestes países⁴⁹⁶. No Brasil, o voto duplo não é permitido devido à proibição geral ao voto plural. No entanto, outras regras de voto previstas no ordenamento jurídico nacional – como a restrição ao direito de voto nas ações preferenciais e a previsão de vantagens políticas a classes de ações determinadas – poderão ser utilizadas para reforçar o poder de voto de antigos acionistas da companhia, o que, em alguns casos, será favorável ao bom desenvolvimento da sociedade.

6.5.1.2. Acionistas empreendedores e investidores

Tomando emprestada a classificação realizada por José de La Veja, acima referida, os acionistas também podem ser divididos entre acionistas empreendedores e investidores (ou acionistas “empresários” e “rendeiros”, na divisão do autor). Conforme referido anteriormente neste trabalho, alguns acionistas não apresentam interesse em participar da tomada de decisões em assembleia⁴⁹⁷. A razão desta falta de interesse, e do conseqüente absentéismo, pode ser explicada de diversas formas. Entre elas, estão os custos não apenas de participação nas assembleias, mas também de acompanhamento (e compreensão) das informações geradas pela companhia, que muitas vezes não são compensados com os benefícios obtidos com o exercício do direito de voto⁴⁹⁸, especialmente no caso de acionistas minoritários.

Ademais, caso a participação acionária detida por estes investidores não seja suficiente para influenciar o resultado da assembleia, é natural que estes acionistas se sintam pouco incentivados a votar⁴⁹⁹. Assim, especialmente nos casos de companhias com maior dispersão de capital, é comum a presença de acionistas que, de uma forma ou de outra, confiam na administração da sociedade para tomar as decisões mais favoráveis ao desenvolvimento da companhia – ou, caso haja insatisfação com os resultados gerados pela empresa, optem pela venda dos seus títulos⁵⁰⁰.

⁴⁹⁶ Para maiores informações sobre esta discussão, ver capítulo 5.4.3 acima.

⁴⁹⁷ SZTAJN, Rachel. Op. Cit., p. 378.

⁴⁹⁸ WARDE JR., Walfrido Jorge., Op. Cit., p. 1080.

⁴⁹⁹ SZTAJN, Rachel. Op. Cit., p. 378

⁵⁰⁰ RIBEIRO, Renato Ventura. Op. Cit., p. 61.

De outro lado, encontram-se os acionistas empreendedores, os quais apresentam interesse na vida política da sociedade. Neste sentido, é possível afirmar que alguns investidores, inclusive, concordariam em pagar prêmios pela aquisição de ações de controle justamente por acreditarem que, uma vez no comando da sociedade, apresentariam competência suficiente para melhorar sua administração e tornar a companhia mais lucrativa⁵⁰¹. No Brasil, o acionista (ou grupo de acionistas) majoritário da companhia são comumente identificados como acionistas empreendedores, considerando a estrutura de capital tipicamente concentrada das sociedades anônimas nacionais.

Considerando esta diferença de interesses, regras de voto que diferenciem o poder político entre estes dois grupos podem ser mais indicadas para melhor adequar as expectativas destes acionistas, com relação a seus investimentos na sociedade. Desta forma, ações preferenciais com restrições de voto – aliadas a mecanismos de fiscalização e desincentivo de extração de benefícios particulares de controle – podem, ao mesmo tempo, não apenas assegurar o controle da companhia àqueles acionistas com interesse em participar da tomada de decisões na sociedade, mas também oferecer vantagens econômicas a investidores que apresentem unicamente interesse na valorização de seu capital.

6.5.1.3. Outros interesses de acionistas

Além das diferenças de interesses indicadas acima, é possível citar outros exemplos nos quais o exercício do direito de voto poderá ser influenciado por expectativas particulares dos acionistas de cada companhia. É preciso considerar que, na prática societária, comumente são encontrados investidores que apresentam outras relações com a sociedade, sendo, ao mesmo tempo, acionistas, mas também: membros da administração, empregados, fornecedores ou credores da companhia⁵⁰². Por um lado, é possível apontar semelhanças entre os interesses destes grupos com os acionistas da sociedade: a presunção natural é a de que todos desejem o sucesso da empresa⁵⁰³. Contudo, características

⁵⁰¹ Na classificação proposta por Robert Clark, este acionista seria considerado um “*bold entrepreneur*” (ou “empreendedor ousado”, em tradução livre). (Cf. CLARK, Robert Charles. *Corporate Law*. Toronto: Little, Brown and Company, 1986, p. 495).

⁵⁰² HAYDEN, Grant M.; BODIE, Matthew T. Op. Cit. p. 82.

⁵⁰³ Renato Ventura Ribeiro, ao comentar sobre a possibilidade de participação de trabalhadores nas deliberações sociais, destacou que, em alguns países, o poder de decisão é compartilhado com empregados,

específicas de cada relação poderão afetar a decisão tomada por estes acionistas nas deliberações societárias.

Como exemplo, acionistas e empregados usualmente apresentam diferentes interesses no que se refere ao nível de risco suportado pela companhia ou na política de remuneração de seus trabalhadores⁵⁰⁴. Da mesma forma, os interesses entre estes dois grupos pode também ser divergente com relação a operações de incorporação ou fusão da sociedade com outras empresas – especialmente quando, nestes casos, a transação resultar na substituição de trabalhadores da companhia⁵⁰⁵. Seria possível argumentar que acionistas, nestes casos, estariam impedidos de exercer seu direito de voto por estarem em conflito de interesses com a sociedade ou por obterem benefícios particulares com a decisão tomada em assembleia⁵⁰⁶.

Em algumas hipóteses – como no caso de deliberações sobre o pagamento de bônus a determinados empregados – o impedimento dos trabalhadores interessados estará claramente configurado⁵⁰⁷. No entanto, em outros cenários, o benefício particular não poderá ser facilmente identificado, assim como o conflito entre os interesses da sociedade e do acionista. Desta forma, no caso de uma fusão ou incorporação da companhia, dificilmente seria possível impedir um acionista-empregado de exercer seu direito de voto, sob o argumento de que sua preocupação (relacionada aos efeitos particulares de tal operação em sua relação de emprego) estaria em conflito com os interesses da sociedade. Contudo, é certo que, nesta hipótese, os interesses de sua relação de emprego influenciarão sua decisão como acionista.

Outros interesses também poderão ser somados aos já referidos anteriormente, como interesses sociais, ambientais ou mesmo religiosos que possam afetar o voto de acionistas. Nestas hipóteses, não será sempre possível afirmar que uma regra de voto será mais, ou menos, eficiente do que outra para o alinhamento dos interesses dos acionistas com os

justamente sob o argumento do interesse mútuo no sucesso da empresa. (Cf. RIBEIRO, Renato Ventura. Op. Cit., p. 82).

⁵⁰⁴ HAYDEN, Grant M.; BODIE, Matthew T. Op. Cit. p. 82.

⁵⁰⁵ *Idem.*

⁵⁰⁶ Nos termos do artigo §1º do artigo 115 da Lei das S.A.

⁵⁰⁷ Entre os exemplos clássicos de liberalidades que representam impedimento ao direito de voto dos interessados, Paulo César Aragão cita também a emissão de partes beneficiárias a alguns acionistas por serviços prestados à sociedade, assim como o pagamento de pensões. (Cf. ARAGÃO, Paulo César. Op. Cit. p. 192).

objetivos da sociedade. No entanto, estes exemplos servem como reforço ao argumento de que os interesses de acionistas, de fato, não se resumem às suas pretensões residuais na companhia. Da mesma forma, para que seja possível definir o sistema de voto mais adequado para atender os interesses de uma determinada companhia, em um caso concreto, é imperativo lembrar que o propósito de cada sociedade também não pode ser resumido ao seu objetivo de gerar lucros, como será visto no item a seguir deste trabalho.

6.5.2. Conjunto de interesses perseguidos pelas companhias

De acordo com o art. 115 da Lei das S.A., o acionista deverá exercer seu direito de voto no interesse da companhia⁵⁰⁸. Esta obrigação representa, assim, verdadeiro limite aos direitos políticos dos acionistas⁵⁰⁹, já tendo sido comparada à bússola que orienta o direito de voto⁵¹⁰. Se, por um lado, o referido disposto legal apresenta uma obrigação direta (votar no interesse da sociedade), a compreensão de sua abrangência, na prática, carrega maior complexidade, uma vez que exige o entendimento do que, afinal, seria o interesse das sociedades anônimas.

A definição do interesse social é objeto de extensa literatura no direito empresarial. Contudo, é possível dividir os posicionamentos clássicos sobre o tema em duas vertentes: as teorias contratualistas e as teorias institucionalistas⁵¹¹. Em resumo, a teoria contratualista identifica o interesse social com o interesse comum dos sócios⁵¹². Todavia, os autores partidários desta teoria divergem sobre o que deveria ser entendido como “interesse comum dos sócios”, sendo este usualmente referido como o interesse pela maximização dos lucros⁵¹³. Já a teoria institucionalista defende que o interesse social

⁵⁰⁸ Para fácil referência, segue transcrição do *caput* do referido dispositivo: “Art. 115. O acionista deve exercer o direito a voto no interesse da companhia; considerar-se-á abusivo o voto exercido com o fim de causar dano à companhia ou a outros acionistas, ou de obter, para si ou para outrem, vantagem a que não faz jus e de que resulte, ou possa resultar, prejuízo para a companhia ou para outros acionistas.” (grifos nossos).

⁵⁰⁹ RIBEIRO, Renato Ventura. Op. Cit., p. 105.

⁵¹⁰ COZIAN, Maurice; VIANDIER, Alain. *Droit des sociétés*. Paris: Litec, 19ª ed., 2006, p. 171.

⁵¹¹ MUNHOZ, Eduardo Secchi. Quem deve comandar a companhia? Alocação do poder empresarial: sistema de freios e contrapesos. In: KUYVEN, Luiz Fernando Martins (coord.). *Temas Essenciais de Direito Empresarial – Estudos em homenagem a Modesto Carvalhosa*. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 505.

⁵¹² MARGONI, Anna Beatriz Alves; GUERREIRO, Carolina Dias Tavares. Exercício abusivo do poder de controle e o dever de reparar o dano. In: WARDE JR., Walfrido Jorge; CASTRO; Rodrigo Monteiro de; GUERREIRO, Carolina Dias Tavares (coords.). *Direito Empresarial e outros Estudos de Direito em Homenagem ao Professor Alexandre Tavares Guerreiro*. São Paulo: Quartier Latin, 2013, p. 485.

⁵¹³ A professora Juliana Krueger Pela e Renato Ventura Ribeiro, em suas respectivas obras, esclarecem que a discussão, entre os contratualistas, sobre a definição do “interesse comum dos sócios” abrange diversos

corresponde à manutenção da empresa como unidade produtiva, congregando o interesse dos trabalhadores, credores, fornecedores e consumidores⁵¹⁴. Assim, segundo esta teoria, o interesse da companhia não deveria ser confundido com o interesse dos acionistas, ganhando destaque a relevância pública das sociedades anônimas⁵¹⁵.

Não é possível determinar claramente a opção feita pela Lei das S.A., no que se refere à concepção do interesse social. De um lado, o artigo 115 parece se aproximar das ideias contratualistas, ao disciplinar o abuso do direito de voto e o conflito de interesses⁵¹⁶. No entanto, o artigo 116⁵¹⁷, em seu parágrafo único, expressamente tutela interesses extra-societários – como ao se referir à “função social” da companhia – característicos da teoria institucionalista⁵¹⁸.

Ainda que a delimitação do conceito de interesse esteja longe de ser exaurida, é certo que o interesse das companhias não se confunde com o de seus acionistas, apresentando cada sociedade um interesse próprio⁵¹⁹. Da mesma forma, tampouco o interesse social pode ser restringido à maximização dos lucros dos acionistas, devendo também ser considerados os demais titulares de interesses afetados pela atividade empresarial⁵²⁰.

Neste cenário, destaca-se a função social da empresa, cujo sentido e alcance, apesar de ser objeto de intensos debates, relacionam-se com a preservação de interesses

aspectos, entre eles: se devem ser considerados interesses extra-sociais dos sócios; se o interesse social abrange o interesse de sócios futuros, ou apenas os atuais; e se o interesse dos sócios poderia ser limitado ao interesse na distribuição de dividendos ou ao aumento do valor de suas próprias ações. Para maiores informações sobre esta discussão, ver: RIBEIRO, Renato Ventura. *Op. Cit.*, pp. 113-119; e PELA, Juliana Krueger. *Op. Cit.*, p. 175.

⁵¹⁴ MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Quem deve comandar...* *Op. Cit.*, p. 505.

⁵¹⁵ PELA, Juliana Krueger. *Op. Cit.*, p. 176.

⁵¹⁶ *Idem.*

⁵¹⁷ Vale aqui a transcrição do referido artigo 116 da Lei das S.A.: “Art. 116. Entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que: a) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembléia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e b) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia. Parágrafo único. O acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender.”

⁵¹⁸ PELA, Juliana Krueger. *Op. Cit.*, p. 176.

⁵¹⁹ MARGONI, Anna Beatriz Alves; GUERREIRO, Carolina Dias Tavares. *Op. Cit.* 485.

⁵²⁰ MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Quem deve comandar...* *Op. Cit.*, p. 506.

coletivos⁵²¹, como o interesse nacional, o interesse público e os interesses de todos aqueles afetados com as decisões da companhia⁵²² – como trabalhadores, consumidores, fornecedores e membros da comunidade na qual a empresa se encontra inserida (também conhecidos como *stakeholders*)⁵²³.

Paulo Salvador Frontini também sugere uma lista, exemplificativa, de interesses que confluem nas empresas, sendo eles: (i) o interesse econômico da companhia (fim de lucro); (ii) o fim econômico da produção (fundamental ao desenvolvimento da economia nacional); (iii) o fim econômico da coletividade (atendimento às necessidades dos consumidores); (iv) o fim econômico e social inerente ao trabalho de empregados e demais prestadores de serviço; e (v) o fim econômico e social de natureza concorrencial e tributária (interesse nacional)⁵²⁴. Seja qual for a definição adotada, é seguro afirmar que as companhias devem perseguir um conjunto complexo de interesses, composto não somente pelos interesses internos de seus acionistas, mas também de interesses coletivos externos⁵²⁵.

Em relação a companhias abertas, o interesse público ganha ainda maior evidência devido aos potenciais estímulos do mercado de capitais para o desenvolvimento da economia nacional. Neste cenário, a garantia de segurança aos investidores (em especial a acionistas minoritários) deve ser considerada não apenas um dos interesses das companhias

⁵²¹ Conforme salienta Fábio Konder Comparato, haveria nas empresas interesses coletivos harmonizáveis com o interesse econômico do controlador. (Cf. COMPARATO, Fábio Konder. *Direito Empresarial: Estudos e Pareceres*. Capítulo 2 (“Função Social da Propriedade dos Bens de Produção”). 1ª ed. São Paulo: Saraiva, 1990, p. 32.

⁵²² PELA, Juliana Krueger. Op. Cit., p. 173.

⁵²³ Conforme definição sugerida por Henry Hansmann sobre o termo “*stakeholders*”. (Cf. HANSMANN, Henry. *The ownership of enterprise*. Cambridge: Harvard University Press, 2000, p. 44).

⁵²⁴ FRONTINI, Paulo Salvador. Função Social da Companhia: Limitações do Poder de Controle. In: ADAMEK, Marcelo Vieira Von (Coord.). *Temas de direito societário e empresarial contemporâneos*. São Paulo, Malheiros, 2011, p. 539.

⁵²⁵ Sobre o tema, José Edwaldo Tavares Borba destaca a inovação trazida pela Lei das S.A. ao reconhecer os interesses de empregados e da comunidade como interesses a ser protegidos pelas companhias. O autor explica, da seguinte forma, a inclusão destes interesses externos no rol de interesses da sociedade: “O acionista, aportando capital à sociedade, torna-se merecedor de uma administração que adote as medidas conducentes a uma compensadora remuneração para seu investimento. O empregado, emprestando sua força de trabalho à empresa, faz jus a uma remuneração que lhe garanta o emprego, bem como um padrão de vida adequado. A comunidade, vivendo em estreito relacionamento com a empresa, merece desta não só a permanência naquele meio social, como igualmente a adoção de processos capazes de evitar danos ou prejuízos à população local e ao meio ambiente.” (Cf. BORBA, José Edwaldo Tavares. Op. Cit. p. 154).

– por possibilitar financiamentos de longo prazo, necessários a sua produção⁵²⁶ – mas também um dos objetivos da própria regulação do mercado de capitais⁵²⁷.

Se hoje, por um lado, não há dúvidas de que o interesse das companhias envolve muito mais que apenas as expectativas econômicas de seus sócios, definir qual a melhor estratégia para alcançar estes interesses é uma tarefa ainda mais complexa. Isto porque cada companhia apresenta relacionamentos distintos com seus acionistas, empregados e com a comunidade na qual se encontra inserida, promovendo influências diversas nestes grupos. A definição do modelo que melhor atenderá aos interesses das companhias, assim, deve ser realizada caso a caso, sendo certo, no entanto, que a estrutura de poder das sociedades anônimas é o “fator crucial para atingir este resultado”⁵²⁸.

Neste sentido, a previsão de diferentes regras de voto pode se mostrar indispensável para a adequação dos interesses diversos que compõem o interesse social. Apenas para citar alguns exemplos, ações preferenciais com restrições ao direito de voto poderão garantir a estabilidade necessária ao controle da companhia⁵²⁹, assim como incentivar a captação de recursos de acionistas “rendeiros”, oferecendo vantagens econômicas a estes investidores. Da mesma forma, a limitação do número de votos por acionista, em determinadas matérias, poderá assegurar que estas dependam da concordância de um número maior de acionistas para sua aprovação, garantindo, assim, que tais matérias não serão livremente alteradas por decisão unilateral do grupo controlador.

⁵²⁶ Ao tratar da crise da bolsa, nos anos 1970, e da elaboração do projeto para a, então, nova Lei das S.A., Rachel Sztajn escreveu o seguinte: “O fracasso desta tentativa, que se esgota com a crise da Bolsa no início dos anos 1970, realça uma questão central a ser resolvida: se o objetivo era o financiamento de longo prazo para a produção, as normas deveriam proporcionar segurança aos investidores que, confiantes, direcionassem os recursos para projetos de maturação mais longa. A tarefa de repensar estruturas, corrigir equívocos e dar início a outra proposta, resultou nos projetos de lei aprovados ao final de 1976.” (Cf. SZTAJN, Rachel. Op. Cit., p. 370).

⁵²⁷ EIZIRIK, Nelson; Gaal, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Op. Cit., p. 20.

⁵²⁸ Nas palavras de Eduardo Munhoz: “Se hoje, em boa medida, há convergência a respeito do objetivo a ser perseguido, o mesmo não se verifica quanto à definição da melhor estratégia para atingi-lo. Para definir o modelo ideal, ou seja, aquele que mais bem pode contribuir para que a companhia atenda ao interesse social, segundo a acepção antes referida, é fundamental o estudo da alocação do poder empresarial e das ferramentas para sua disciplina e monitoramento. A estrutura de poder da sociedade anônima é o fator crucial para atingir este resultado.” (Cf. MUNHOZ, Eduardo Secchi. Quem deve comandar... Op. Cit., p. 506).

⁵²⁹ A estabilidade já foi referida como um dos elementos essenciais para o sucesso de uma companhia. Neste sentido, a inconsistência nas escolhas poderia levar à autodestruição da sociedade, conforme esclarecem Easterbrook & Fischel: “There is another reason why only one class of participants in the venture commonly holds dispositive voting rights at one time. The voters, and the directors they elect, must determine both the objectives of the firm and the general methods of achieving them. It is well known, however, that when voters hold dissimilar preferences it is not possible to aggregate their preferences into a consistent system of choices. If a firm makes inconsistent choices, it is likely to self-destruct.” (Cf. EASTERBROOK, Frank H.; FISCHEL, Daniel R. Op. Cit., pp.69-70).

Estas diferentes regras de voto, na medida em que contribuem para o sucesso da companhia, indiretamente também garantem a proteção de interesses de outros grupos, tais como empregados, consumidores e fornecedores, que se beneficiem com a continuidade das atividades da empresa. Por esta razão, é possível afirmar que estes sistemas de voto alternativos – distantes do padrão do *one share, one vote* – podem servir como verdadeiros instrumentos para proteção de interesses diversos que confluem nas sociedades anônimas.

Por fim, fica também claro que, assim como os interesses dos acionistas não se restringem a suas expectativas quanto à maximização de seus investimentos, tampouco os interesses das sociedades se resumem a seus objetivos econômicos. Desta forma, é possível afirmar que a regra de “um voto por ação”, em muitos casos, não será capaz de promover a harmonização das expectativas de acionistas e da sociedade, considerando a notável abrangência de seus interesses.

6.6. Conclusão parcial – Regras distintas para atender a diferentes interesses

Conforme visto nos itens anteriores deste Capítulo 6, a previsão, no ordenamento jurídico nacional, de diferentes regras de voto – alternativas à regra padrão do *one share, one vote* – vai de encontro com o entendimento do direito de voto como um direito não essencial do acionista. Adicionalmente, os desvios da regra de “um voto por ação”, previstos na Lei das S.A., estão de acordo com o princípio da igualdade (relativa) vigente nesta mesma norma – a igualdade imposta pela lei societária refere-se à igualdade entre classe de ações, e não entre acionistas.

Se estes argumentos jurídicos favorecem o entendimento de que a pluralidade de regras de voto está em harmonia com os demais dispositivos da legislação aplicável às sociedades anônimas, os argumentos econômicos indicam que a disponibilização de diferentes mecanismos para a estruturação do poder nas companhias pode se mostrar favorável ao desenvolvimento destas empresas.

Neste sentido, o presente trabalho procurou demonstrar que, mesmo nos casos de regras de voto que limitam, de alguma forma, o poder de voto de seus acionistas, o direito

de fiscalização da gestão da sociedade restará plenamente assegurado. Da mesma forma, ainda que fosse admitido que a desproporção entre direitos políticos e econômicos pudesse criar incentivos para a extração de benefícios particulares de controle, esclareceu-se que esta mesma desproporção também pode ser verificada na regra do *one share, one vote* e que estruturas concentradas de poder, características da maior parte das companhias brasileiras, também seriam capazes de criar estes mesmos indesejados incentivos. Ademais, recentes estudos indicaram não haver qualquer evidência econômica da relação causal entre desvios do *one share, one vote* e o desempenho econômico das companhias – contrariando aqueles que defendiam que estes desvios seriam prejudiciais às sociedades⁵³⁰.

Por fim, e talvez ainda mais relevante, foi demonstrado que acionistas apresentam diferentes interesses econômicos – e não econômicos – relacionados a seus investimentos nas companhias. Igualmente, o presente trabalho esclareceu que nas sociedades convergem interesses diversos, internos e externos às companhias. Desta forma, a previsão de diferentes regras de voto pelo ordenamento jurídico nacional é fundamental para que as companhias possam optar pela estrutura política que melhor atenda a estes interesses diversos.

Estas conclusões, importante frisar, não devem ser entendidas como críticas à regra do *one share, one vote*, ou ainda como argumentos favoráveis à ideia de que este sistema não deva ser adotado como a regra padrão de voto das sociedades anônimas. A regra de “um voto por ação” apresenta importantes qualidades, ao buscar aproximar os direitos econômicos com os direitos políticos dos acionistas⁵³¹. Em muitos casos, a lógica econômica da regra do *one share, one vote* será importante para o equilíbrio de poderes dentro das companhias, bem como para a atração de acionistas interessados em participar das decisões tomadas em suas empresas investidas.

Por outro lado, especialmente com a criação (e sucesso) do Novo Mercado pela BM&FBOVESPA, debates foram promovidos em defesa da emissão exclusiva de ações

⁵³⁰ Esta conclusão também é reforçada por outros trabalhos produzidos pela doutrina. Na mesma opinião: “Furthermore, if the absence of a mandatory 1S1V rule was so disempowering for shareholders in the EU, and if controlling shareholders have expropriated the rights of minority shareholders, one would expect to see a highly dysfunctional system of corporate governance in the EU in general, and capital flowing to less productive use in the EU in particular. Yet empirical evidence shows just the opposite.” (Cf. KHACHATURYAN, Arman. Op. Cit., pp. 15-16).

⁵³¹ Ainda que, como referido anteriormente (em especial no capítulo 4.2 acima), esta proporcionalidade nem sempre seja alcançada.

ordinárias pelas sociedades anônimas brasileiras. Em alguns casos, autores chegaram a se posicionar favoravelmente à eliminação gradual das ações preferenciais do ordenamento jurídico nacional⁵³². Este entendimento, contudo, não deve prosperar.

Ainda que, em muitos casos, a regra do *one share, one vote* possa ser interessante às companhias, a utilização de outros sistemas de voto pode ser fundamental à melhor adequação dos diferentes interesses encontrados nas sociedades. A flexibilidade para abordagens diversificadas, considerando as características particulares de cada companhia e de seus acionistas, é um fator fundamental para o desenvolvimento das sociedades – e, no que se refere a companhias abertas, para o avanço do próprio mercado de capitais⁵³³. Esta flexibilidade, no entanto, somente poderá ser alcançada com a disponibilização de diferentes regras de voto pela legislação societária aplicável.

Considerando a grande discrepância entre acionistas, caracterizada pelo seu acesso a capital, objetivos, relacionamento com a companhia, entre outros aspectos, deve a lei ser rígida e apegada a uma única regra de voto sem considerar tais discrepâncias?⁵³⁴ As conclusões do presente trabalho apontam que a resposta a esta pergunta deve ser negativa. Além de prejudicial ao desenvolvimento das companhias, a imposição da regra do *one share, one vote* poderia fazer com que sócios controladores recorressem a outros métodos para se manterem no controle de suas companhias, como a criação de estruturas piramidais, as quais, em muitos casos, não são facilmente identificadas pelos demais investidores⁵³⁵. Adicionalmente, se regras alternativas de voto fossem vedadas a companhias abertas, parte das sociedades simplesmente optaria por não abrir seu capital, especialmente caso a oferta pública das ações resultasse na diluição do controle da

⁵³² GORGA, Érica. Op. Cit., p. 528.

⁵³³ No mesmo sentido: “O Novo Mercado, bem como sua notória contribuição para o fortalecimento do mercado de capitais brasileiro, acabou sendo (e vem sendo) tomado, de forma equivocada, como prova de que as ações preferenciais representam instrumento incompatível com um mercado de valores mobiliários forte e institucionalizado. A difusão cada vez mais generalizada de tal ideia pode acabar por enterrar de vez o uso das ações preferenciais na realidade nacional, não se dando conta de que, para que tenhamos um mercado de capitais realmente desenvolvido, ele deve ser composto por uma variedade muito mais complexa de situações, exigindo abordagens diferenciadas para cada caso.” (Cf. FRAGOSO, Daniela Neves Reali; AKKERMAN, Gustavo. Op. Cit. p. 289).

⁵³⁴ A mesma pergunta foi realizada por Viviane de Beaufort, ao tratar dos debates realizados na Europa sobre a aplicação exclusiva da regra do *one share, one vote* pelas companhias europeias. De acordo com a autora, a liberdade de escolha das companhias por diferentes regras de voto deveria ser priorizada (Cf. DE BEAUFORT, Viviane. Op. Cit., pp. 11-17).

⁵³⁵ KHACHATURYAN, Arman. Op. Cit., p. 12.

companhia⁵³⁶ – o que, em última instância, geraria desincentivos para o crescimento do mercado de capitais brasileiro.

Conforme exposto pelos autores do anteprojeto da Lei 6.404/76, a lógica desta norma não foi a de “impor” às companhias determinados instrumentos obrigatórios, mas de “disponibilizar” a mais ampla gama possível deles, para que, então, os empresários possam se valer dos mais convenientes e os investidores possam responder àqueles que lhe parecerem mais atrativos⁵³⁷. Esta lógica parte do reconhecimento do dinamismo do mercado, o qual é composto por companhias e investidores com necessidades diversas. Neste cenário, não é possível estabelecer qualquer relação de superioridade entre as diferentes regras disponibilizadas pelo ordenamento jurídico – a análise da estrutura de capital ótima para cada companhia, obrigatoriamente, deverá ser realizada caso a caso⁵³⁸.

Ainda que as normas societárias devam impor responsabilidades aos acionistas para o exercício do seu direito de voto – como, de fato, é realizado pela Lei das S.A., especialmente em seus artigos 115 e 116 – a garantia de autonomia privada aos empresários é condição necessária não apenas para o exercício de seus direitos, mas também para o cumprimento de suas obrigações. A autonomia privada está intrinsecamente associada à prática empresarial. Por esta razão, já foi referida como o “poder que emerge da própria vida em sociedade, em resposta às exigências do tráfico econômico”⁵³⁹.

A autonomia privada é essencial para definição da estrutura política mais adequada cada companhia, uma vez que uma mesma regra de voto poderá apresentar diferentes resultados, de acordo com a situação específica na qual for aplicada. A regra do *one share, one vote*, por exemplo, já foi prestigiada por incentivar a realização de maiores investimentos por aqueles que almejam crescer, ou manter, seu poder político na

⁵³⁶ Conforme esclarece Guido Ferrarini, ao citar estudo produzido por Lucian Bebchuk: “As I indicate below, some EU Member States restrict the use of dual-class structures, while the US tax laws discourage recourse to pyramidal groups. However, as shown by L. Bebchuk, this is not necessarily a desirable policy approach. If controlling-minority structures were prohibited or discouraged, this would not imply that companies would choose to go public with a dispersed ownership structure: “They might instead choose to remain closely held and avoid going public altogether””. (Cf. FERRARINI, Guido Alessandro. Op. Cit., p. 162).

⁵³⁷ LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A lei das S.A....* pp. 182-197.

⁵³⁸ Neste sentido: “Como se vê, a estrutura de nossa Lei das Sociedades por Ações está fundada sobre a liberdade na determinação da estrutura de capital ótima, como imperativo ao desempenho satisfatório das empresas. (Cf. FRAGOSO, Daniela Neves Reali; AKKERMAN, Gustavo. Op. Cit. p. 295).

⁵³⁹ PELA, Juliana Krueger. Op. Cit., p. 102.

sociedade⁵⁴⁰. Por outro lado, esta mesma regra foi objeto de críticas por não ser capaz de captar novos investidores em companhias de controle concentrado – nestes casos, as ações ordinárias detidas por acionistas minoritários pouco, ou nada, influenciam nos resultados em assembleia. Assim, as ações preferenciais, ao oferecer vantagens econômicas a estes minoritários, se revelaram valiosas ferramentas para atração de novos investidores⁵⁴¹.

Desta forma, caberá aos empresários avaliar as condições de mercado para determinar a estrutura mais adequada a sua companhia. Igualmente, é esperado que investidores racionais avaliem se a estrutura proposta por determinada sociedade é capaz de atender seus interesses. Para tanto, deverão sopesar os benefícios gerados com a forma de controle apresentada pela sociedade com os eventuais riscos – como sua capacidade para incremento de custos de agência – que podem ser esperados com a respectiva estrutura⁵⁴².

Incentivos para a expropriação privada de controle existirão sempre que o controlador não detiver a totalidade do capital da companhia, não importando as regras de voto previstas em seu estatuto⁵⁴³. Por esta razão, desvios da regra do *one share, one vote* não devem ser apontados como os culpados por tais práticas. Ao contrário, os esforços devem ser voltados para a criação e o fortalecimento de regras que punam o exercício abusivo do direito de voto, assim como ao efetivo cumprimento destas normas⁵⁴⁴.

Da mesma forma, deve ser priorizado o aprimoramento das normas de transparência aplicáveis às sociedades anônimas, bem como reforçados os mecanismos de proteção aos

⁵⁴⁰ RIBEIRO, Renato Ventura. Op. Cit., p. 191.

⁵⁴¹ Conforme relatado por Walfrido Jorge Warde Jr., a criação das ações preferenciais com vantagens políticas foi o instrumento encontrado pelas companhias norte-americanas, no início do século XX, para atrair pequenos e médios investidores que, de qualquer maneira, não apresentavam poder suficiente para influenciar nas decisões das companhias: “As sociedades empresárias americanas – especialmente a macroempresa societária, sempre em busca de recursos que a permitam um constante enriquecimento – não poderiam, todavia, desprezar a poupança dos pequenos e dos médios investidores. Por isso, as partes representativas do capital das *corporations* passaram a ser divididas em espécies, a exemplo da técnica mais tradicional, a distinguir as ordinárias das preferenciais, atribuindo-se, às últimas algumas vantagens econômicas, como a prioridade na distribuição de lucros e no reembolso das entradas. Tratou-se, em verdade, de técnica dedicada a diminuir os custos de capital gerados pela difundida consciência de que o direito de voto, aos minoritários, nada prestava.” (Cf. WARDE JR., Walfrido Jorge., Op. Cit., p. 1068).

⁵⁴² LIN, Yu-Hsin; e MEHAFFY, Thomas. Op. Cit., p. 461.

⁵⁴³ Ainda que seja admitido que estruturas com maior disparidade entre os direitos econômicos e direitos políticos apresentem maior tendência para extração de benefícios particulares, os incentivos sempre existirão, em qualquer caso (Cf. FRAGOSO, Daniela Neves Reali; AKKERMAN, Gustavo. Op. Cit. pp. 292-293).

⁵⁴⁴ FRAGOSO, Daniela Neves Reali; AKKERMAN, Gustavo. Op. Cit. p.293.

direitos de minoritários. No capítulo final, a seguir, o presente trabalho apresentará breves sugestões de como atingir estes objetivos.

7. MEDIDAS A SEREM CONSIDERADAS NA ADOÇÃO DE REGRAS ALTERNATIVAS DE VOTO

Conforme defendido no capítulo anterior, a previsão de diferentes regras de voto em nosso ordenamento jurídico é fundamental para garantir certa flexibilidade aos empresários na escolha da melhor estrutura de controle para suas companhias. Neste capítulo final, o presente trabalho buscará apresentar breves sugestões de medidas que podem ser consideradas para que, de fato, a adoção de diferentes sistemas de voto atenda não apenas aos interesses de acionistas controladores, mas também de minoritários e da própria sociedade.

Inicialmente, é necessário destacar que a adoção de desvios do *one share, one vote* deve ser fundamentada pela companhia. A previsão de regras alternativas de voto nos estatutos sociais não deve ser considerada uma prática de má governança corporativa. Por outro lado, considerando que os desvios são explicados por particularidades das companhias e de seus acionistas, o motivo da escolha deve ser transparente e fundamentado, principalmente quando se tratar de companhias abertas.

Com base nos esclarecimentos prestados pela sociedade, potenciais investidores poderão avaliar as vantagens e desvantagens da estrutura proposta e tomar sua decisão de forma consciente e informada. Esta parece ser a principal recomendação a ser considerada quando da adoção de regras de voto alternativas pelas companhias. A referida orientação, inclusive, aparece na última revisão do Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa, preparado pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC⁵⁴⁵.

No mesmo sentido, estudos europeus apontam que a regra do *one share, one vote* deve ser regulada em *soft law*, ou seja, no sistema do “cumpra ou explique” (*comply or explain basis*)⁵⁴⁶. Desta forma, a regra de “um voto por ação” permaneceria como o padrão previsto para as sociedades anônimas, e eventuais desvios poderiam ser adotados, desde

⁵⁴⁵ Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. 5ª ed. São Paulo: IBGC, 2015, p. 23. Disponível em: <http://www.ibgc.org.br/index.php/publicacoes/codigo-das-melhores-praticas>. Acesso em 08 de janeiro de 2017.

⁵⁴⁶ MONDUZZI, Bárbara Menezes. Op. Cit. p. 82.

que acompanhados de esclarecimentos apropriados pela companhia⁵⁴⁷. Esta abordagem parece também fazer sentido, no que se refere a companhias brasileiras.

Adicionalmente, medidas que reforcem a transparência das sociedades também são bem-vindas em momentos posteriores à inclusão das regras nos estatutos sociais das companhias. Neste sentido, após a realização de cada assembleia da sociedade, sugere-se que seja esclarecida qual a influência que desvios do *one share, one vote* tiveram sobre o resultado da deliberação de acionistas⁵⁴⁸. Assim, não restarão dúvidas sobre os impactos destes sistemas de voto na definição do destino da companhia.

Outra importante medida a ser considerada, em benefício das regras alternativas de voto, refere-se a modificações nas hipóteses de direito de recesso, conforme previstas na Lei das S.A. De acordo com os artigos 136 e 137 da referida lei, a criação de ações preferenciais, classes de ações preferenciais, ou a modificação das vantagens garantidas a estas ações (nos termos dos incisos I e II do artigo 136) garantem ao acionista dissidente o direito de se retirar da sociedade. Estes dispositivos buscam proteger acionistas, em especial minoritários, que, de outra forma, seriam diretamente prejudicados com a modificação de seus direitos, devido à decisão do grupo controlador.

No entanto, a criação ou modificação de direitos de classes de ações ordinárias não se encontra no rol das hipóteses que autorizam o direito de recesso. Da mesma forma, a limitação do número de votos por acionista, nos termos da lei, também não permite a retirada do acionista prejudicado da companhia. Esta diferença de tratamento não se

⁵⁴⁷ A importância da transparência na adoção de estruturas alternativas de controle também foi evidenciada no discurso, já referido anteriormente, de Charlie McCreevy, Comissário Europeu para o Mercado Interno, que anunciou o resultado da consulta pública realizada, em 2007, sobre as prioridades do direito empresarial europeu: “Even in the light of the economic evidence, there have still been some calls from experts and investors for more transparency on the need for and use of the so-called “control enhancing mechanisms”. I have no doubt that enhanced transparency and better dialogue between companies and their shareholders would be useful for the market. Shareholders should use their existing voting rights to push for this. But a further layer of EU action is not the right way to go. Existing EU legislation – the Takeover Bids directive, the 2006 amendments of the Accounting directives, the Transparency directive and the recently adopted Shareholders' Rights directive already contain ample provisions on transparency. Therefore, I do not intend to propose any action on one-share, one vote.” (“Speech by Commissioner McCreevy at the European Parliament’s Legal Affairs Committee”, Speech/07/592, Bruxelas, 03/10/2007. Disponível em: http://europa.eu/rapid/press-release_SPEECH-07-592_en.htm. Acesso em 08 de janeiro de 2017.)

⁵⁴⁸ DE BEAUFORT, Viviane. Op. Cit. p. 16.

justifica e, por este motivo, defende-se aqui que estas hipóteses também sejam incluídas nos referidos dispositivos da Lei das S.A.⁵⁴⁹

Por fim, além de fomentar a transparência das companhias, é fundamental que a legislação societária forneça instrumentos eficazes de punir condutas abusivas no exercício do direito de voto. Não é a intensão do presente trabalho discutir quais seriam os mecanismos necessários para punição adequada destas condutas – visto que a complexidade desta questão é suficiente para dedicação de um trabalho exclusivo sobre o tema. Contudo, importante ressaltar que o exercício de atos abusivos não decorre da adoção de desvios do *one share, one vote* pelas companhias, ou mesmo da falta de previsões legais que vedem tais práticas. Trata-se de um problema de cumprimento da norma (*enforcement*)⁵⁵⁰.

Por este motivo, é necessária a criação e aplicação de instrumentos punitivos eficazes, que garantam o reparo de danos aos acionistas prejudicados por condutas abusivas. Especialmente em relação a companhias abertas, tais medidas beneficiariam não somente aqueles diretamente afetados, mas todo o mercado de capitais – diante do natural fortalecimento da segurança oferecida a seus investidores⁵⁵¹. Finalmente, estas medidas também seriam favoráveis à adoção de regras alternativas de voto por (i) assegurar maior liberdade às companhias na escolha de estruturas adequadas a suas necessidades; bem como (ii) garantir a proteção necessária aos acionistas para investir em companhias que melhor atendam seus interesses.

⁵⁴⁹ Em seu estudo sobre as *golden shares* no direito societário brasileiro, Juliana Krueger Pela já havia observado esta diferença de tratamento, no que se refere à criação de classes de ações preferenciais e classes de ações ordinárias, sugerindo a inclusão das últimas como hipótese para o exercício do direito de recesso (Cf. PELA, Juliana Krueger. Op. Cit., p. 186).

⁵⁵⁰ MUNHOZ, Eduardo Secchi. Quem deve comandar... Op. Cit., p. 510.

⁵⁵¹ SZTAJN, Rachel. Op. Cit., p. 375.

8. CONCLUSÃO

De acordo com o exposto no presente trabalho, não é possível afirmar que a regra de “um voto por ação” seja o sistema de voto mais adequado às companhias brasileiras. Neste sentido, a pluralidade de regras de voto, conforme previstas pela Lei 6.404/76, é fundamental para que as companhias possam optar pelas estruturas de poder que melhor atendam seus interesses, bem como de seus acionistas.

A regra do *one share, one vote*, sem dúvida, apresenta qualidades suficientes para justificar sua escolha como a regra padrão de voto prevista pela Lei das S.A. No entanto, não devem prosperar os entendimentos de que os desvios desta regra deveriam ser eliminados do ordenamento jurídico nacional. Estes posicionamentos, talvez influenciados pelo sucesso experimentado pelo Novo Mercado (especialmente nos anos de maior crescimento do mercado de capitais brasileiro), não consideram a grande diversidade das companhias nacionais.

Conforme apresentado neste trabalho, cada regra de voto apresenta suas próprias características, resultando em diferentes configurações de poder nas sociedades. Da mesma forma, acionistas e companhias usualmente encerram um conjunto complexo de interesses a serem protegidos – envolvendo não apenas objetivos econômicos, mas também não econômicos. Assim, caberá aos empresários, utilizando-se das diferentes alternativas oferecidas pela legislação societária, avaliar qual regra melhor atenderá as necessidades de sua companhia e de seus acionistas.

A garantia de flexibilidade aos acionistas, para que exerçam seu direito de escolha, é essencial ao desenvolvimento (bem sucedido) das companhias. Por esta razão, a legislação societária, de fato, não deve ser rígida no que se refere às regras de voto previstas para sociedades anônimas. Tampouco deve o mercado julgar de maneira preconceituosa estruturas políticas que adotem desvios do *one share, one vote*.

Ao contrário, são necessárias medidas que garantam maior transparência às companhias – incluindo o fornecimento de justificativas claras, no que se refere à estrutura de poder adotada por cada sociedade. Sobretudo, é indispensável o fortalecimento de instituições capazes de assegurar o cumprimento das normas legais, em particular quanto

ao exercício abusivo do direito de voto. Desta maneira, será garantida aos acionistas maior segurança para que avaliem seus investimentos, considerando as vantagens e desvantagens oferecidas pelas diferentes regras de voto adotadas pelas companhias brasileiras.

BIBLIOGRAFIA

ADAMEK, Marcelo Vieira Von. *Abuso de minoria em direito societário*. São Paulo: Malheiros, 2014.

AMARAL JÚNIOR, Alberto do. *A Boa-fé e o Controle das Cláusulas Contratuais Abusivas nas Relações de Consumo*. Revista de Direito do Consumidor, Vol. 6, São Paulo: Revista dos Tribunais, 1993.

ARAGÃO, Paulo César. Apontamentos sobre desvios no exercício do direito de voto. In: WARDE JR., Walfrido Jorge; CASTRO, Rodrigo Monteiro de; GUERREIRO, Carolina Dias Tavares (coords.). *Direito Empresariam e outros Estudos de Direito em Homenagem ao Professor Alexandre Tavares Guerreiro*. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

AZEVEDO, Luís André N. de Moura Azevedo. Ativismo dos Investidores Institucionais e Poder de Controle nas Companhias Abertas de Capital Pulverizado Brasileiras. In: Castro, Rodrigo R. Monteiro de; AZEVEDO, Luís André N. de Moura Azevedo (coords.). *Poder de Controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2010, pp. 217-262.

BALZARINI, Paola, *Le Azioni senza Diritto di Voto*. Milano: EGEA e Giuffrè, 1992.

BARBOSA, Marcelo. Assembleia Especial de Acionistas Preferenciais. In: KUYVEN, Luiz Fernando Martins (coord.). *Temas Essenciais de Direito Empresarial – Estudos em homenagem a Modesto Carvalhosa*. São Paulo: Saraiva, 2012.

BARBOSA, Rui. *Oração aos moços; edição popular anotada por Adriano da Gama Kury*. Rio de Janeiro: Fundação Casa de Rui Barbosa, 5ª ed., 1997.

BATALLER, Carmen Alborch. *El derecho de voto del accionista*. Madrid: Tecnos, 1977.

BEAUFORT, Viviane De. One Share - One vote, the new Holy Graal for a good corporate governance? *Essec Research Center*, paper, 2007.

BLACK, Bernard S. Shareholder Passivity Reexamined, *Michigan Law Review*, vol. 89, dezembro de 1990.

BLACK, Bernard; KRAAKMAN, Ranier. A Self Reinforcing Model of Corporate Law. *Harvard Law Review*, vol. 109, Abril, 1996.

BOBBIO, Norberto. *O futuro da democracia: uma defesa das regras do jogo*. 6ª ed. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1997.

BOLTON, Patrick; SAMAMA, Frédéric, *L-Shares: Rewarding Long-Term Investors*, ECGI - Finance Working Paper, n°. 342/2013. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2188661>. Acesso em 08 de janeiro de 2017.

BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito Societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2012.

BORGES, José Eunápio. *Curso de Direito Comercial Terrestre*, 6ª ed., Rio de Janeiro, Forense, 2001.

BRATTON, William W.; WACHTER, Michael L. *A Theory of Preferred Stock*. University of Pennsylvania Law Review, Vol. 161, junho de 2013

BULGARELLI, Waldirio. *Regime jurídico da proteção às minorias nas S/A de acordo com a reforma da Lei nº 6404/76*. Rio de Janeiro: Renovar, 1998.

CASELLA, Mario. Legittimità del voto scalare nelle società per azioni. *Rivista delle società*. Milão, ano 18, 1973, pp. 417-451.

CARVALHAL, Andre; LEAL, Ricardo P. C. *Corporate Governance, Market Valuation and Dividend Policy in Brazil*. Coppead Working Paper Series No. 390, Novembro, 2003.

CARVALHOSA, Modesto. Ações preferenciais desprovidas de preferências. *Revista dos tribunais*. São Paulo, nº 707, 1994.

_____. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas: Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações da Lei n. 9.457, de 5 de maio de 1997, e n. 10.303, de 31 de outubro de 2001*. 4ª ed. São Paulo: Saraiva, vols. 1, 2 e 3, 2002.

CARVALHO DE MENDONÇA, José Xavier. *Tratado de direito comercial brasileiro*. São Paulo: Freitas Bastos, vol. 3, 1959.

CELSO RIBEIRO BASTOS, *Curso de Direito Constitucional*, São Paulo: Saraiva, 1978.

CHEN, Liyan; MAC, Ryan; SOLOMON, Brian. *Alibaba Claims Title for Largest Global IPO Ever with Its Extra Share Sales*, FORBES, setembro, 2014.

CHOPER, Jesse H.; COFFEE JR., John C.; GILSON, Ronald J. *Cases and Materials on Corporations*. 7ª ed., Nova York, Aspen Publishers, 2008.

CLAPMAN, Peter; KOPPES, Richard. *Time to rethink 'One share, one vote'?*. The Wall Street Journal. Edição de 23 de junho de 2016. Disponível em: <http://www.wsj.com/articles/timetorethinkoneshareonevote1466722733>. Acesso em 08 de janeiro de 2017.

CLARK, Robert Charles. *Corporate Law*. Toronto: Little, Brown and Company, 1986.

COSTA E SILVA, Francisco da. As Ações Preferenciais na Lei 10.303, de 31.10.2001: proporcionalidade com as ações ordinárias; vantagens e preferências. In: Lobo, Jorge (coord.). *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas*. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2002, pp. 117-140.

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

COMPARATO, Fábio Konder. *Aspectos jurídicos da macro-empresa*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1970.

_____. *Direito Empresarial: Estudos e Pareceres*. Capítulo 2 (“Função Social da Propriedade dos Bens de Produção”). 1ª ed. São Paulo: Saraiva, 1990.

COZIAN, Maurice; VIANDIER, Alain. *Droit des sociétés*. Paris: Litec, 19ª ed., 2006.

CUNNINGHAM, Lawrence A., Berkshire's Disintermediation: Buffett's New Managerial Model. *Wake Forest Law Review*, nº 50, 2015. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=2602825>. Acesso em 08 de janeiro de 2017.

DAVIS, Joseph Stancliffe. *Essays in the earlier history of American Corporations*. Boston, Harvard University Press, 1917, p. 304. Disponível em <https://archive.org/details/cu31924057668380>. Acesso em 08 de janeiro de 2017.

DE JONGH, J. Matthijs, *Shareholder Activism at the Dutch East India Company 1622 – 1625 – Redde Rationem Villicationis Tuae! Give an Account of Your Stewardship!*, Estudo apresentado na Conferência sobre as Origens e História da Defesa aos Acionistas, Yale School of Management, Millstein Center for Corporate Governance and Performance, em 6 e 7 de Novembro de 2009

EASTERBROOK, Frank H.; FISCHER, Daniel R. *The economic structure of corporate law*. Cambridge: Harvard University Press, 1996.

EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S.A. comentada*. São Paulo: Quartier Latin, vols. 1 e 2, 2011.

EIZIRIK, Nelson; Gaal, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de Capitais – regime jurídico*. Rio de Janeiro: Renovar, 3ªed., 2011.

FERRARINI, Guido Alessandro. One share – one vote: a European rule?. Paper, *Institute for Law and Finance*, Frankfurt, 2006.

FERREIRA, Waldemar. *O direito insurrecional do acionista* (memorial). São Paulo: Revista dos Tribunais, 1939.

_____. *Tratado de direito comercial*. São Paulo: Saraiva, vol. 4, 1961.

FRAGOSO, Daniela Neves Reali; AKKERMAN, Gustavo. Ações preferenciais: Evolução ou Retrocesso?. In: ADAMEK, Marcelo Vieira Von (Coord.). *Temas de direito societário e empresarial contemporâneos*. São Paulo, Malheiros, 2011, pp. 278-297.

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. Conflito de interesses e benefício particular: uma distinção que se impõe definitivamente dirimir. *Revista de Direito Mercantil*, nº 161/162. São Paulo: Malheiros, 2012.

FRONTINI, Paulo Salvador. Função Social da Companhia: Limitações do Poder de Controle. In: ADAMEK, Marcelo Vieira Von (Coord.). *Temas de direito societário e empresarial contemporâneos*. São Paulo, Malheiros, 2011, pp. 535-551.

GILSON, Ronald J.; HANSMANN, Henry; PARGENDLER, Mariana. *Regulatory Dualism as a Development Strategy: Corporate Reform in Brazil, the U.S., and the EU* (March 1, 2010). Stanford Law and Economics Olin Working Paper No. 390; Columbia Law and Economics Working Paper No. 368; Yale Law & Economics Research Paper No. 399; ECGI - Law Working Paper No. 149/2010; Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Working Paper No. 80.

GORGA, Érica. Análise da eficiência de normas societárias: emissão de preferenciais e tag along. In: KUYVEN, Luiz Fernando Martins (coord.). *Temas Essenciais de Direito Empresarial – Estudos em homenagem a Modesto Carvalhosa*. São Paulo: Saraiva, 2012, pp. 518-536.

_____. *Changing the paradigm of stock ownership from concentrated towards dispersed ownership? Evidence from Brazil and consequences for emerging countries*. *Northwestern journal of international law & business*, v. 29, 2009, pp. 439-554.

GROMB, Denis. *Is one share/one vote optimal?*. MIT Discussion paper, Cambridge, 1997.

GROSSMAN, Sanford J.; HART, Oliver D. One Share – one vote and the market for corporate control. *Journal of Financial Economics*, nº 20, 1988, pp. 175-202.

GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Sociedade anônima: poder e dominação. *Revista de Direito Mercantil*, nº 53, 1984.

HANSMANN, Henry. *The ownership of enterprise*. Cambridge: Harvard University Press, 2000.

HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. Agency Problems and Legal Strategies. In: KRAAKMAN, Reinier; DAVIES, Paul; HANSMANN, Henry; HERTIG, Gerard; HOPT, Klaus J.; KANDA, Hamburg Hideki; e ROCK, Edward (coords.). *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*. Oxford University Press, 2ª ed., 2009.

HARRIS, Milton; RAVIV, Artur. Corporate Governance: Voting rights and Majority Rules. *Journal of Financial Economics*, nº 20, 1988, pp. 203-235.

HART, Oliver D. *Firms, Contracts and Financial Structure*. Oxford: Oxford University Press, 1995.

HAYDEN, Grant M.; BODIE, Matthew T. The false premise of one share, one vote. Hofstra University, *Legal Studies Research Paper Series*, Research Paper nº 08-01, 2008.

HIRSHLEIFER, David; e THAKOR, Anjan V. *Managerial Performance, Boards of Directors and Takeover Bidding*. *Journal of Corporate Finance: Contracting, Governance and Organization*, 1, 1994.

HOPT, Klaus J. Modern Company and Capital Market Problems: Improving European Corporate Governance after Enron. In: ARMOUR, John; MCCAHERY, Joseph A. *After Enron, Improving Corporate Law and Modernising Securities Regulation in Europe and the U.S.* Oxford, janeiro, 2007. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=356102>. Acesso em 08 de janeiro de 2017.

JENSEN, Michael; MECKLING, William. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. In: JENSEN, Michael. *A theory of the firm:*

governance, residual claims, and organizational forms. Cambridge: Harvard University Press, 2000.

JENSEN, Michael; e WARNER, Jerold. *The Distribution of Power among Corporate Managers, Shareholders, and Directors*. Cambridge: Harvard University Press, 2000 (disponível em <http://papers.ssrn.com/abstract=173459>. Acesso em: 08 de janeiro de 2017).

JOHNSON, Steve. *Mantra of 'one share, one vote' is under fire*. The Financial Times, Fevereiro, 2015. Disponível em: <https://next.ft.com/content/a7c53fe0b78911e4981d00144feab7de>. Acesso em 08 de janeiro de 2017.

_____. *'Protectionist' French Law Alarms Investors*. Financial Times. Edição de 22 de fevereiro de 2015. Disponível em: <https://www.ft.com/content/5f390b20-b839-11e4-b6a5-00144feab7de>. Acesso em 08 de janeiro de 2017.

JUGLART, Michel de; IPPOLITO, Benjamin. *Cours de Droit Commercial*. Paris: Montchrestien, vol. 2, 1992.

KHACHATURYAN, Arman. *The One-Share-One-Vote Controversy in the EU*. European Capital Markets Institute, Paper n.1, 2006.

KLEIN, William A.; COFFEE, John C. *Business Organization and Finance: Legal and Economic Principles*. 9ª ed. Nova York: Foundation Press, 2004.

KRAUT, Stephan. O princípio da maioria. *Cadernos da Escola do Legislativo*, vol. 5, nº 9, jul./dez., 1999, pp. 89-140.

LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. Ação como participação societária. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (coords.). *Direito das Companhias*, Rio de Janeiro: Forense, vol. 1, 2009.

_____. *A lei das S.A.: (pressupostos, elaboração, aplicação)*. 3ª Ed., Rio de Janeiro: Renovar, vols. 1 e 2, 1997.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Ações preferenciais exclusivamente com vantagens políticas. *Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro*, nº 109, jan-mar, 1998

LEITE, Leonardo Barém. Governança Corporativa – Considerações sobre sua Aplicação no Brasil (das “limitadas” às sociedades anônimas de capital pulverizado). In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; AZEVEDO, Luís André N. de Moura Azevedo (coords.). *Poder de Controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2010, pp. 503-529.

LIN, Yu-Hsin; e MEHAFFY, Thomas. *Open Sesame: The Myth of Alibaba's Extreme Corporate Governance and Control*. Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law, vol. 10, Issue 2, primavera, 2016.

LOBO, Jorge. Princípios de governança corporativa. *Revista da EMERJ*. Rio de Janeiro, vol.10, nº37, 2007, pp. 198-220.

LUCENA, José Waldecy. *Das Sociedades Anônimas – comentários à Lei (arts. 1º a 120º)*. Rio de Janeiro, Renovar, vol. 1, 2009.

MAMEDE, Gladston. *Direito Empresarial Brasileiro – direito societário: sociedades simples e empresárias*. São Paulo: Atlas, vol. 2, 2004.

MARGONI, Anna Beatriz Alves; GUERREIRO, Carolina Dias Tavares. Exercício abusivo do poder de controle e o dever de reparar o dano. In: WARDE JR., Walfrido Jorge; CASTRO; Rodrigo Monteiro de; GUERREIRO, Carolina Dias Tavares (coords.). *Direito Empresarial e outros Estudos de Direito em Homenagem ao Professor Alexandre Tavares Guerreiro*. São Paulo: Quartier Latin, 2013, pp. 475-494.

MARQUES, João Batista. O princípio de maioria na doutrina de Hans Kelsen. *Revista de Informação Legislativa*, a. 42, nº 165, jan./mar., 2005, pp. 51-58.

MARTIN, Shaun; PARTNOY, Frank. *Encumbered Shares*. University of Illinois Law Review, 2005, pp. 775-813. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/abstract=621323>. Acesso em 08 de janeiro de 2017).

MEDEIROS, Lucas. *O caso da Alibabá e o debate sobre os méritos de companhias controladas*. Revista RI, maio de 2014, pp. 29-32.

MONDUZZI, Bárbara Menezes. O Princípio do *One Share/One Vote* e o Desprestígio das Ações Preferenciais: As Experiências Europeia e Brasileira. *ANIMA: Revista Eletrônica do Curso de Direito das Faculdades OPET*, Curitiba, Ano VIII, nº 14, jan/jun, 2016.

MUNHOZ, Eduardo Secchi. Quem deve comandar a companhia? Alocação do poder empresarial: sistema de freios e contrapesos. In: KUYVEN, Luiz Fernando Martins (coord.). *Temas Essenciais de Direito Empresarial – Estudos em homenagem a Modesto Carvalhosa*. São Paulo: Saraiva, 2012.

_____. Transferência de controle nas companhias sem controlador majoritário. In: Castro, Rodrigo R. Monteiro de; AZEVEDO, Luís André N. de Moura Azevedo (coords.). *Poder de Controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2010.

MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel; MELO, Vitor de Britto Lobão. Análise prática e considerações sobre a realidade e a aplicação das medidas de proteção à tomada de controle hostile de controle nos estatutos sociais das companhias abertas brasileiras (*Brazilian pills*). In: SILVA, Alexandre Couto (coord.). *Direito Societário – estudos sobre a lei de sociedades por ações*. São Paulo: Saraiva, 2013.

NEUMANN, Franz. *Behemoth: The Structure and Practice of National Socialism, 1933-1944*. Chicago, Ivan R. Dee Publisher, 2ª ed., 2009.

PAREDES, Troy. *Blinded by the Light: Information Overload and its Consequences for Securities Regulation*. Saint Louis: Washington University, 2003, p. 39. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=413180>. Acesso em 08 de janeiro de 2017.

PELA, Juliana Krueger. *As Golden Shares no Direito Societário Brasileiro*. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

PENTEADO, Mauro Rodrigues. Ações Preferenciais. In: Lobo, Jorge (coord.). *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas*. 2ª ed. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2002.

PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito Privado*. 3ª ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, vol. 50, 1984.

RATNER, David L. *Government of Business Corporations Critical Reflections on the Rule of One Share One Vote*, 56, Cornell L., Rev. 1, 1970.

REQUIÃO, Rubens. *Curso de Direito Comercial*. 29ª ed. São Paulo: Saraiva, vol. 2, 2012.

RETTO, Marcel Gomes Bragança. *As reformas da Lei das Sociedades por Ações – Análise Comparativa de Aspectos Relevantes das Reformas de 1997 e 2001*. Rio de Janeiro: Forense, 2006.

RIBEIRO, Renato Ventura. *Direito de Voto nas Sociedades Anônimas*. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

RIPERT, George; ROBLOT, René. *Traité de Droit Commercial – Les Sociétés Commerciales*. 17ª ed., Paris, L.G.D.J., 1998. Tomo 1.

ROBERT, Bruno. Direito de Voto do Acionista. In: COELHO, Fábio Ulhoa (coord.). *Tratado de direito comercial*. São Paulo: Saraiva, vol. 3, 2015.

ROHRLICH, Chester. *Law and practice in corporate control*. New York, Baker, Voorhis & Co., 1933.

SANTORO, Augusto; DI PALMA, Ciro; GUARNERI, Paolo; CAPOGROSSO, Alessandro. *Deviations from the One Share - One Vote Principle in Italy: Recent*

Developments - Multiple Voting Rights Shares and Loyalty Shares. Bocconi Legal Papers, vol. 5, 2015, pp. 141-170.

SIMON, Herbert. *A Behavioral Model of Rational Choice*. Quarterly Journal of Economics, vol. 69, 1955, pp. 99-118. Disponível em: <http://www.math.mcgill.ca/vetta/CS764.dir/bounded.pdf>. Acesso em 08 de janeiro de 2017.

SEGALA, Mariana. *Acionistas Desiguais*. Capital Aberto, Edição 119, Julho de 2013. Disponível em: <http://www.capitalaberto.com.br/temas/governanca-corporativa/acionistas-desiguais/#.VcJ4HPnF9qN>. Acesso em 08 de janeiro de 2017.

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

SILVA, Rodrigo Tellechea. *Autonomia Privada no Direito Societário*. São Paulo: Quartier Latin, 2016, pp. 273-299.

STOTHARD, Michel. *French companies fight back against Florange double-vote law*. Financial Times. Edição de 16 de abril de 2016. Disponível em: <https://www.ft.com/content/05314dfe-e27d-11e4-ba33-00144feab7de>. Acesso em 08 de janeiro de 2017.

STRAND, Therese. *Short-termism in the European Union*. The Columbia Journal of European Law, vol. 22, nº 1, 2016.

SZTAJN, Rachel. Há futuro para as ações preferenciais sem direito de voto?. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de (coord.). *Sociedade Anônima – 30 anos da Lei 6.404/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2007, pp. 361-388.

TOLEDO, Paulo Fernandes Campos Salles de. *O Conselho de Administração na Sociedade Anônima*. São Paulo: Atlas, 1997.

TONUSSI, Érico Lopes; JOST, Mariana Silveira Martins. Evolução e tendências da propriedade acionária das companhias abertas no Brasil. In: PENTEADO, Mauro Rodrigues (coord.). *Mercado de capitais brasileiro II: doutrina, cases e materials*. São Paulo: Quartier Latin, 2015, pp. 333-360.

VALVERDE, Trajano de Miranda. *Sociedades por ações*. 2ª Ed. Rio de Janeiro: Forense, vol. 2, 1953.

_____. *Sociedades por ações - Comentários ao Decreto-lei nº 2.627 de 26 de setembro de 1940*, 3ª ed. Rio de Janeiro: Forense, vol. 3, 1959.

VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. *Curso de Direito Comercial*. 3ª ed. São Paulo: Malheiros, vol. 3, 2014.

VINAIMONT, Tom; SERCU, Piet. Deviations from 'One Share, One Vote' Can Be Optimal: An Entrepreneur's Point of View. *AFA 2004 San Diego Meetings; KULeuven DTEW Working Paper*, 2008, p. 2. Disponível em <https://ssrn.com/abstract=302916>. Acesso em 08 de janeiro de 2017.

WARDE JR., Walfrido Jorge. Pérolas aos Porcos – O direito de voto e a tutela das minorias: uma história de disritmia regulatória, de vantagens putativas e de supervantagens. In: KUYVEN, Luiz Fernando Martins (coord.). *Temas Essenciais de Direito Empresarial – Estudos em homenagem a Modesto Carvalhosa*. São Paulo: Saraiva, 2012, pp. 1063-1088.

_____. Os fundamentos da vedação ao tráfego negocial de ações preferenciais no Novo Mercado: proteção dos interesses dos investidores ou propaganda?. *Revista do Instituto dos Advogados de São Paulo*, nº 21, ano 11, 2008, pp. 275-287.

WONG, Simon C. Y. *Rethinking 'One Share, One Vote'*. Harvard Business Review, January 2013.

XIAO HUANG, Flora, Dual Class Shares Around the Top Global Financial Centres. *Journal of Business Law (Forthcoming)*. University of Leicester School of Law Research

Paper, nº 16/29, junho, 2016. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2793605>. Acesso em 08 de janeiro de 2017.